



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

2006

ÅRSBERETNING

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

ÅRSBERETNING
2006

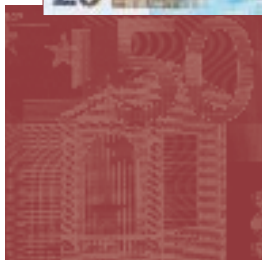
DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



ÅRSBERETNING 2006

I 2007
vil alle
publikationer
bære et motiv
taget fra
en 20 euro-
seddel

© Den Europæiske Centralbank, 2007

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Tyskland

Postadresse

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main
Tyskland

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Alle rettigheder forbeholdt.

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

Foto:

Martin Joppen

Stefan Laub

Marcus Thelen

*Skæringsdato for statistik i denne
årsberetning var den 2. marts 2007*

ISSN 1561-4506

ISSN 1725-2830 (online)

INDHOLD

FORORD	10	3 SEDLER OG MØNTER	104
KAPITEL 1 DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN		3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndteringen deraf	104
1 PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER	16	3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	105
2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING	22	3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	106
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	22	4 STATISTIK	109
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	25	4.1 Nye eller forbedrede statistikker for euroområdet	109
2.3 Udviklingen i priser og omkostninger	49	4.2 Øvrig statistisk udvikling	110
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	57	4.3 Forberedelserne til udvidelsen af euroområdet	111
2.5 Udviklingen i de offentlige finansier	64	5 ØKONOMISK FORSKNING	112
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalancen	70	5.1 Forskningsprioriteter	112
3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET	78	5.2 Publikationer og konferencer	114
KAPITEL 2 CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER		6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER	115
1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER	90	6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	115
1.1 Pengepolitiske operationer	90	6.2 Rådgivende funktioner	115
1.2 Valutaoperationer	95	6.3 Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	117
1.3 Investeringsaktiviteter	96	6.4 Eurosystemets forvaltning af valutareserver	118
2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER	98	KAPITEL 3 SLOVENIENS INDRÆDEN I EUROOMRÅDET	
2.1 Target-systemet	98	1 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I SLOVENIEN	122
2.2 Target2	100	2 JURIDISKE ASPEKTER AF BANKA SLOVENIJES INTEGRATION I EUROSISTEMET	125
2.3 Target2-Securities	101	3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF BANKA SLOVENIJES INTEGRATION I EUROSISTEMET	127
2.4 Afviklingsprocedurer for sikkerhed	102	3.1 Pengepolitiske operationer	127
		3.2 Bidrag til ECBs kapital, reserver og valutareserveaktiver	127

4. OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I SLOVENIEN	129	KAPITEL 6	ANSVARLIGHED	
KAPITEL 4		1	ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET	162
FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION		2	UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET	163
1 FINANSIEL STABILITET	134	KAPITEL 7	EKSTERN KOMMUNIKATION	
1.1 Overvågning af finansiel stabilitet	134	1	KOMMUNIKATIONSPOLITIK	168
1.2 Samarbejde i finansielle krisesituationer	136	2	KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER	169
2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN	137	KAPITEL 8	INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB	
2.1 Generelle emner	137	1	ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE	175
2.2 Bankvirksomhed	138	1.1	Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	175
2.3 Værdipapirer	138	1.2	Styrelsesrådet	176
2.4 Regnskabsprincipper	139	1.3	Direktionen	178
3 FINANSIEL INTEGRATION	140	1.4	Det Generelle Råd	180
4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR	145	1.5	Eurosystem-/ ESCB-komiteer, Budgetkomiteen og Personalechefkredsen	181
4.1 Overvågning af systemer og infrastrukturer for store betalinger i euro	145	1.6	Corporate governance	181
4.2 Detailbetaling	147	2	ORGANISATORISK UDVIKLING	184
4.3 Værdipapirclearing og værdipapirafvikling	147	2.1	Human resources	184
KAPITEL 5		2.2	ECBs nye hovedsæde	186
EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER		3	ESCBs SOCIALE DIALOG	188
1 EUROPÆISKE SPØRGSMÅL	152	4	ÅRSREGNSKAB FOR ECB	189
1.1 Politikspørgsmål	152	4.1	Ledelsens beretning for 2006	190
1.2 Institutionelle spørgsmål	154	4.2	Balance pr. 31. december 2006	192
1.3 Udviklingen i og forbindelserne med tiltrædelseslandene og kandidatlandene	155	4.3	Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2006 til 31. december 2006	194
2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL	156	4.4	Anvendt regnskabspraksis	195
2.1 Vigtige tendenser i det internationale monetære og finansielle system	156			
2.2 Samarbejde med lande uden for EU	158			

Noter til balancen	200	Figur A Mål for de langsigtede inflationsforventninger i euroområdet	52
Noter til resultatopgørelsen	208	Figur B Frekvensfordeling af inflationsforventningerne fem år frem hos SPF-respondenter (2001-06)	53
Note om fordeling af overskud og tab	211	Figur C Forhold mellem revisioner af kortsigtede og langsigtede inflationsforventninger i SPF (2001-06)	53
Revisionspåtegning	212	Figur D "Break-even"-inflation og sandsynligheden for, at HICP-inflationen fem år frem bliver 2 pct. eller derover	54
5 EUROSYSTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2006	214	4 Forskelle i produktionsvækst mellem eurolandene	59
BILAG		Figur Spredning i real BNP-vækst mellem eurolandene	60
RETTLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF ECB	218	5 Udviklingen i produktiviteten i euroområdet og behovet for strukturreformer	62
UDTALELSER VEDTAGET AF ECB	222	Figur A Vækst i produktivitet pr. arbejdstime	63
KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG	227	Figur B Vækst i produktivitet pr. ansat	63
ECBs PUBLIKATIONER SIDEN 2006	229	Tabel A Udvalgte strukturindikatorer	63
ORDLISTE	235	Tabel B Sektorfordeling af vækst i produktivitet pr. arbejdstime	64
BOKSE		6 Udviklingen i udstedelsen af gældsinstrumenter i den offentlige sektor og obligationsrentespænd i euroområdet	66
1 Andre finansielle formidlers betydning for pengevæksten	28	Tabel A Gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene	66
Figur A MFInernes kortfristede indskud og andre ikke-monetære finansielle formidlers genkøbsforretninger	30	Tabel B Udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene	67
Figur B Langfristede MFI-indskud opdelt på sektorer	30	Figur Samlede ændringer i udvalgte rentespænd for statsobligationer over for Tyskland	67
Figur C MFI-udlån til andre ikke-monetære finansielle formidlere	31	Tabel C Eurolandenes kreditvurdering	68
2 Rentespredningen på detailbankmarkedet i eurolandene	43	7 Globalisering og euroområdet konkurrenceevne	72
Tabel Landevariationer i MFI-renter for nye forretninger	44	Tabel Komparativ fordel fordelt efter faktorintensitet	73
Figur A MFI-renter for indlån fra husholdninger	45		
Figur B MFI-renter for udlån til husholdninger	45		
Figur C MFI-renter for udlån til ikke-finansielle selskaber	46		
3 Langsigtede inflationsforventninger i euroområdet	51		

Figur A Udvikling i komparativ fordel	73	7 MFIernes kortfristede indskud og den private sektors genkøbsforretninger	28
1 Primært forskningsintensiv eksport	73	8 M3s modposter	33
2 Primært arbejdsintensiv eksport	73	9 Skøn over pengegab	34
Figur B Ændring i andelene i euroområdet import af produktionsvarer fordelt efter oprindelsesland	75	10 Pengemarkedsrenter i euroområdet og pengemarkedsrentekurvens hældning	35
8 Statistiske konsekvenser af udvidelsen af euroområdet med Slovenien	124	11 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter	35
		12 Lange statsobligationsrenter	36
		13 "Break-even"-inflation i euroområdet på spot- og terminshandler	37
		14 Væsentlige aktieindeks	38
		15 Implicit volatilitet på aktiemarkedene	39
		16 MFI-lån til husholdningerne	40
		17 Renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	41
		18 Husholdningernes gæld og gældsbtjeningsbyrde	41
		19 Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering	42
		20 Indtjening for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet	48
		21 Fordeling af den årlige realvækst i eksternt finansiering til ikke-finansielle selskaber	48
		22 De ikke-finansielle selskabers gældskvoter og nettorentebetaling	49
		23 De vigtigste komponenter i HICP-inflationen	50
		24 De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen	50
		25 Underkomponenter for producentpriser i industrien	55
		26 Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	55
		27 Boligprisudviklingen i euroområdet	56
		28 Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP	57
		29 Konjunkturbarometre	59
		30 Arbejdsløshed	61
		31 Arbejdskraftsproduktivitet	61
		32 Nominelle og reale effektive eurokurser	70
		33 Betalingsbalancens løbende poster	71
		34 Euroområdets import af varer og prisen på Brent-råolie	71
TABELLER			
1 Prisudviklingen	51		
2 Indikatorer for arbejdskrafts-omkostninger	56		
3 Sættningen af vækst i realt BNP	58		
4 Udviklingen på arbejdsmarkedet	60		
5 Budgetstillinger i euroområdet	65		
6 Vækst i realt BNP	78		
7 HICP-inflation	79		
8 Budgetstillinger	80		
9 Betalingsbalancen, udvalgte poster	82		
10 Udviklingen i ERM2	83		
11 Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet i 2006	86		
12 Betalinger i Target	99		
13 Fordeling af falske sedler efter seddelværdi	105		
14 Fordeling af euroseddelproduktionen i 2006	107		
15 De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Slovenien	123		
FIGURER			
1 ECB-renter og pengemarkedsrenter	16		
2 Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier	22		
3 Hovedtendenser på råvaremarkederne	24		
4 M3 og udlån til den private sektor	26		
5 M3s hovedkomponenter	27		
6 MFI-renter for kortfristede indskud og omsættelige instrumenter	27		

35 Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet	76
36 Finansielle strømme fra euroområdet til de nye EU-lande	76
37 Kapitalbalancen over for resten af verden, netto	77
38 Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2	84
39 Kreditgivning til den private sektor i 2006	84
40 Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2006	90
41 Belånbare omsættelige aktiver	93
42 Brug af omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse	93
43 Forskel mellem andelen af belånbare omsættelige aktiver og andelen af faktisk sikkerhedsstillelse i 2006	94
44 Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2006	104
45 Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2006	104
46 Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2006, pålydende værdi	105
47 Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2006	106

FORKORTELSER

LANDE

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

ANDRE FORKORTELSER

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

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

FORORD



Den 1. januar 2007 indførte Slovenien som det 13. land euroen, og Banka Slovenije blev den 13. nationale centralbank i eurosystemet. Jeg hilser Sloveniens borgere hjertelig velkommen og er fuld af lovord om Sloveniens gode økonomiske resultater, der er opstået som følge af de senere års stabilitetsorienterede makroøkonomiske politikker. Kontantomvekslingen fra slovenske tolar til euro foregik helt problemfrit og meget effektivt. Der blev introduceret 94,5 millioner eurosedler, og processen startede med en forhånds-distributionsfase sidst i november 2006. Omvekslingsperioden, hvor både euro og tolar var i omløb, varede i to uger, hvorefter den fælles valuta fuldstændig havde erstattet den slovenske valuta. Euroen blev på den baggrund modtaget med stor begejstring af den slovenske befolkning.

ECBs pengepolitik fortsatte med at forankre inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt på et niveau, der er stort set foreneligt med prisstabilitet. Dette afspejlede især den tro-

værdighed, hvormed ECB gennemfører sin pengepolitik i streng overensstemmelse med hovedmålet om at fastholde prisstabilitet på mellem- langt sigt. Den faste forankring af de langsigtede inflationsforventninger er en forudsætning for, at pengepolitikken også fremover kan bidrage til at understøtte holdbar økonomisk vækst og jobskabelse i euroområdet. I 2006 var den årlige HICP-inflation 2,2 pct. i gennemsnit, hvilket var uændret i forhold til året før. Selv om det afspejler de drastiske prisstigninger på olie og råvarer, er det stadig højere end ECBs definition på prisstabilitet, der er en inflation på under, men tæt på 2 pct. Der er altså ingen grund til at stille sig tilfreds med den nuværende situation.

Risiciene for prisstabiliteten var fortsat klart opadrettede i 2006. Blandt disse risici skal især fremhæves et muligt større gennemslag fra tidligere olieprisstigninger end hidtil antaget, uventede stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter samt nye olieprisstigninger. Mere grundlæggende – og på baggrund af de meget gunstige konjunkturforskel i 2006 med et løbende fald i arbejdsløsheden og yderligere forbedringer af resultaterne på arbejdsmarkedet – udgjorde udsigten til en kraftigere end forventet lønudvikling fortsat en betydelig opadrettet risiko for prisstabiliteten. I denne sammenhæng og især set i lyset af de kommende lønforhandlinger i 2007 har Styrelsesrådet understreget, at der ved indgåelse af lønftaler bør tages højde for såvel arbejdsløsheden, der stadig er alt for høj i en række lande, som disse landes nuværende priskonkurrenceevne og årlige udvikling i arbejdskraftsproduktiviteten.

Krydstjekket med den monetære analyse bekræftede Styrelsesrådets vurdering af, at der fortsat er risici for prisstabiliteten. Den markante pengemængde- og kreditvækst i 2006 afspejlede en fortsættelse af den vedvarende opadrettede trend i den underliggende pengemængdevækst i euroområdet, der er observeret siden medio 2004, og som er med til yderligere at øge likviditetsopbygningen. Efter flere års robust pengemængdevækst er likviditeten i euroområdet i alle henseender forblevet rigelig. Kombineret med en fortsat kraftig pengemængde- og kreditvækst pegede

dette i retning af opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt.

For at modvirke de opadrettede risici for prisstabiliteten, som blev identificeret i forbindelse med ECBs økonomiske og monetære analyser i årets løb, justerede Styrelsesrådet fem gange i 2006 den pengepolitiske stilling og forhøjede ECBs officielle renter med i alt 125 basispoint. Minimumsbudrenten på eurosystemets primære markedsoperationer steg som følge heraf fra 2,25 pct. i januar 2006 til 3,50 pct. i december 2006.

I 2006 var væksten i euroområdet robust. På trods af påvirkningen fra de høje og volatile oliepriser steg realt BNP med 2,8 pct. i 2006 mod 1,5 pct. i 2005. Det økonomiske opsving bredte sig gradvist i løbet af året, og den økonomiske vækst blev i stigende grad selv bærende, primært drevet af den indenlandske efterspørgsel. I 2006 lå gennemsnitsvæksten i realt BNP markant over den potentielle vækst. Euroområdet nød fortsat godt af den kraftige vækst i verdensøkonomien, mens en betydelig vækst i virksomhedernes indtjening og en længere periode med meget gunstige finansieringsvilkår understøttede investeringsvæksten og beskæftigelsen.

Det var baggrunden for Styrelsesrådet opfattelse af, at ECBs pengepolitik også efter renteforhøjelserne i 2006 fortsat er ekspansiv, og at det også fremover vil være påkrævet at handle bestemt og rettidigt for at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt.

Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet var forholdsvis gunstig i 2006. I henhold til de opdaterede stabilitetsprogrammer var det gennemsnitlige underskud på de offentlige finanser i euroområdet omkring 2,0 pct. af BNP mod 2,4 pct. i 2005. Denne budgetforbedring opstod dog primært på grund af en kraftig produktionsvækst og uventede indtægter og kun i et beskedent omfang på grund af effektive foranstaltninger til budgetkonsolidering. På baggrund af de aktuelt gode økonomiske tider er det fortsat helt afgørende, at den fart, hvormed forbedringen af de

offentlige finanser sker, holdes oppe, samt at tempoet for budgetkonsolideringen accelereres, således at alle eurolande når deres mellemfristede målsætning om sunde budgetstillinger hurtigst muligt. I den henseende er det helt afgørende, at der udstikkes yderligere konkrete og troværdige foranstaltninger til budgetkonsolidering, samt at de sikres en hurtig gennemførelse. Sådanne foranstaltninger har størst mulighed for at lykkes, når de baseres på en troværdig og omfattende mellemfristet strategi, der sætter fokus på at nedbringe udgifterne i stedet for at øge indtægterne. Det bidrager til at styrke tilliden til en finanspolitik, der både er holdbar og vækst- og beskæftigelsesfremmende.

For så vidt angår strukturreformer, er eurolandene de senere år blevet stadig mere bevidste om, hvor nødvendigt det er at tilpasse sig de udfordringer, som øget global konkurrence, befolkningernes aldring og den accelererende teknologiske udvikling medfører. Hvor vigtigt, det er at tilpasse sig disse udfordringer, bliver tydeligt, når man sammenholder euroområdets relativt lave vækst i arbejdskraftsproduktiviteten med væksten i USA. Mellem 1999 og 2006 var den gennemsnitlige årlige vækst i arbejdskraftsproduktiviteten 1,1 pct. i euroområdet og 2,2 pct. i USA. Denne situation nødvendiggør især en meget aktiv indsats for at gennemføre strukturreformer inden for forskning og udvikling, uddannelse og videreuddannelse, samt gennemførelsen af det indre marked. Det skal også bemærkes, at de arbejdsmarkedsreformer, som en række medlemslande har gennemført, er begyndt at skabe flere arbejdspladser. Som følge af både disse reformer og løntilbageholdenhed har euroområdet oplevet en markant vækst i beskæftigelsen i den seneste periode. I de otte år, der er gået siden starten på ØMUens tredje fase, er antallet af beskæftigede i euroområdet således steget med mere end 12 millioner. Til sammenligning var tallet i den samme gruppe af lande i de otte år op til 1999 kun to millioner. En kraftigere beskæftigelsesvækst har også bidraget til at nedbringe arbejdsløsheden de seneste få år. Den standardiserede arbejdsløshedsprocent var 7,5 pct. mod

slutningen af 2006, men til trods for at den stadig var høj, lå den på det laveste niveau siden den først blev opgjort i 1993. Der er dog fortsat strukturelle hindringer i euroområdet, som kan hjælpe med til at forklare, hvorfor arbejdsløshedsprocenten stadig er uacceptabelt høj, og erhvervsfrekvensen stadig er lav efter international målestok. Det er derfor helt afgørende, at de enkelte eurolande minimerer den markedsforvridning, som særlige nationale regler medfører, og at euroområdet som helhed fjerner de sidste hindringer for markedsintegration. Det kræver bl.a. tilstrækkelig løndifferentiering, øget arbejdskraftmobilitet og mere fleksible produkt-, arbejds- og finansmarkeder. Yderligere reformer vil styrke euroområdets omstillings- evne, skabe økonomisk vækst og forbedrede beskæftigelsesmuligheder.

Ud over budgetdisciplin og strukturreformer er en velfungerende ØMU også afhængig af den europæiske finansielle integration. Ved at fremme udviklingen af finansielle systemer på europæisk plan bidrager finansiell integration til at øge det økonomiske vækstpotentiale. Det fremmer også en problemfri og effektiv pengepolitisk transmission i euroområdet, understøtter en effektiv drift af betalings- og afviklingssystemer og sørger for, at de fungerer smidigt, samt bidrager til finansiell stabilitet. Sidst men ikke mindst spiller et integreret finansielt system en afgørende rolle i forbindelse med absorberingen af asymmetriske stød i euroområdet. ECBs rapport om indikatorer for finansiell integration, der blev offentliggjort i september 2006, giver en nærmere og mere omfattende analyse af de fremskridt, der er gjort inden for det finansielle systems forskellige segmenter. ECB og eurosyste- met fungerer også som katalysator for initiativer i den private sektor til at skabe finansiell integration. I forbindelse med STEP-initiativet (Short-Term European Paper) vil ECB sammen med ni nationale centralbanker fx bidrage til mærkningen af kortfristede gældsinstrumenter, og ECB vil regelmæssigt udarbejde og offentliggøre statistik over renter og mængder på STEP-markedet. Eurosystemet giver også SEPA-pro-

jektet (Single Euro Payments Area) sin fulde støtte, og opfordrer kraftigt alle involverede parter til at iværksætte SEPA i begyndelsen af 2008 og til at opnå en kritisk masse af SEPA-transaktioner inden udgangen af 2010. Eurosystemet yder bistand til banksektoren, for så vidt angår udformningen af og forberedelserne til de nye SEPA-instrumenter og rammer for SEPA, og opfordrer markedet til rettidigt at sætte udviklingen af detailbetalingssystemer i gang, der kan behandle SEPA-instrumenterne.

Eurosystemet bidrager også til finansiell integration ved at opstille infrastrukturer til betaling og afvikling. Target2-projektet er godt på vej og vil som planlagt blive taget i brug inden udgangen af 2007. De tekniske forberedelser blev gennemført i 2006, og ECB udsendte nærmere oplysninger om prisfastsættelsesordningen og de forskellige måder, hvorpå det er muligt at deltage i Target2. I juli 2006 besluttede eurosyste- met at foretage en vurdering af de muligheder, der er for at tilbyde afviklingsydelser for værdipapirtransaktioner. Formålet med dette projekt, i forbindelse med hvilket det vil blive forsøgt at opnå en synergieffekt med Target2, er at muliggøre en harmoniseret værdipapirafvikling i euro i centralbankpenge.

Eurosystemet fortsatte med at bidrage til det finansielle systems stabilitet i euroområdet og i EU ved at overvåge og vurdere de største risici og sårbarhedskilder, idet man bidrog til de overordnede politiske drøftelser på europæisk og internationalt plan om de vigtigste regulerings- og tilsynsmæssige spørgsmål, samt ved at forbedre rammerne og driften af det finansielle system med henblik på at styre en eventuel finanskrise.

Det samlede antal budgetterede stillinger for 2006 var 1.343 fuldtidsstillinger. Dette skal sammenholdes med 1.369 fuldtidsstillinger i 2005. I september 2006 startede de første seks deltagere i ECBs Graduate Programme, på en toårig kontrakt, der ikke kan konverteres til en længerevarende kontrakt. ECBs Graduate Programme hen-

vender sig til nyuddannede kandidater med en bred uddannelsesmæssig baggrund.

I 2006 indførte ECB en række overordnede principper for mobilitet, der tilskynder medarbejderne til at skifte job hvert femte arbejdsår. Intern mobilitet giver medarbejderne mulighed for at udvide deres ekspertise og er med til at øge synergieffekterne mellem de forskellige forretningsområder. I 2006 flyttede mere end 80 medarbejdere til andre stillinger internt i ECB. Da ECBs medarbejdere kommer fra alle EUs 27 medlemslande, har ECB gjort mangfoldighedsledelse til en del af sin personalepraksis og lancerede en mangfoldighedspolitik i 2006.

Ud over at fremme mobilitet sætter ECBs personalestrategi fortsat fokus på medarbejdernes og ledelsens udvikling. Management- og lederkvalifikationerne blev yderligere styrket gennem uddannelse og individuel coaching. Efter lanceringen af mangfoldighedsstrategien blev der gennemført et særligt kursus for lederne om "værdighed på arbejdspladsen".

På eurosystemniveau udvidede Personalechefkredsen også sit arbejde i 2006, bl.a. hvad angår de forskellige aspekter af medarbejdernes uddannelse og udvikling. Personalechefkredsen blev etableret i 2005 med henblik på yderligere at fremme samarbejde og korpsånd blandt centralbankerne i eurosystemet/ESCB på personaleforvaltningsområdet.

Der skete også fortsat fremskridt i planlægningen af ECBs nye hovedsæde. Efter at arkitekterne havde optimeret deres designforslag, gik

projektet i 2006 over i planlægningsfasen. Bystyret i Frankfurt fortsatte i samarbejde med ECB udarbejdelsen af en juridisk bindende zoneplan for den nye bebyggelse. Processen med at indhente byggetilladelser forventes afsluttet som planlagt inden udgangen af oktober 2007. Byggeriet forventes påbegyndt i begyndelsen af 2008 og afsluttet inden udgangen af 2011. Der vil også blive opført et mindesmærke og indrettet et informationsområde til erindring om den rolle, Grossmarkthalle spillede i forbindelse med deportationen af jøder.

I 2006 blev ECBs overskud på 1.379 mio. euro mod et overskud på 992 mio. euro i 2005. Som det var tilfældet i 2005, blev der foretaget en hensættelse af en størrelsesorden svarende til overskuddet til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici, således at nettoresultatet blev lig nul. Hensættelsen skal bruges til at dække tab, der skyldes denne risikoeksponering, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringsskontiene. Hensættelsens størrelse tages hvert år op til fornyet vurdering.

Frankfurt am Main, marts 2007



Jean-Claude Trichet



KAPITEL I

DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN

I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

ECBs OFFICIELLE RENTER STEG YDERLIGERE I 2006

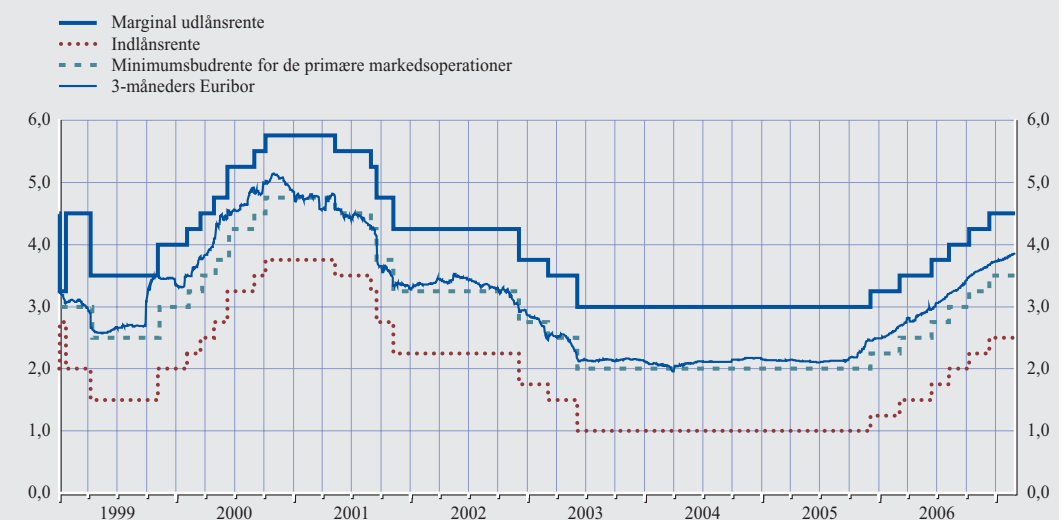
I løbet af 2006 forhøjede Styrelsesrådet ECBs officielle renter for at imødegå de opadrettede risici for prisstabiliteten, som var blevet påvist i både den økonomiske og monetære analyse. Denne stramning af pengepolitikken fandt sted under forhold præget af robust økonomisk vækst, en kraftig vækst i pengemængden og kreditgivning og rigelig likviditet i euroområdet. Med en række renteforhøjelser på hver 25 basispoint forhøjede Styrelsesrådet minimumsbudrenten for eurosystemets primære markedsoperationer med i alt 125 basispoint, fra 2,25 pct. i januar 2006 til 3,50 pct. ultimo 2006 (se figur 1).

Hvad angår prisudviklingen, var den årlige HICP-inflation 2,2 pct. i 2006, hvilket var uændret i forhold til 2005. Den samlede inflation svingede i løbet af året og var stærkt påvirket af olieprisudsving. Den viste en stigende tendens indtil august og holdt sig væsentligt over ECBs definition af prisstabilitet, som er en inflation på under, men tæt på 2 pct. Dette skyldtes hovedsa-

gelig væsentlige stigninger i energipriserne, men til dels også stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter. I de resterende måneder af 2006 faldt den årlige inflation derimod til under 2 pct., hovedsagelig som følge af det markante fald i oliepriserne og basiseffekter. På trods af den gunstige vækst i realt BNP og positive tegn fra arbejdsmarkedene var udviklingen i arbejdskraftsomkostningerne i euroområdet fortsat moderat i hele 2006, hvilket delvis afspejlede en stærk global konkurrence, især i fremstillingssektoren. Det bidrog til at svække inflationspresset. De mere langsigtede inflationsforventninger forblev solidt forankret på et niveau, der stort set er i overensstemmelse med prisstabilitet. Risiciene for prisstabiliteten var dog stadig klart opadrettede, navnlig risiciene for et stærkere gennemslag af tidligere olieprisstigninger end forventet, yderligere stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter ud over de varslede samt muligheden for nye olieprisstigninger. Mere grundlæggende udgjorde udsigterne til en stærkere lønudvikling end forventet og eventuelle anden runde-effekter på

Figur 1. ECB-renter og pengemarkedsrenter

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



Kilde: ECB.

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

løn- og prisdannelsen som følge af tidligere olieprisstigninger fortsat en betydelig opadrettet risiko for prisstabiliteten, navnlig på grundlag af de meget gunstige økonomiske forhold og den forbedrede situation på arbejdsmarkedet.

Hvad den økonomiske aktivitet angår, var væksten i euroområdet robust i 2006. Efter et gradvist og stadig moderat økonomisk opsving i 2. halvår 2005 tog væksten i euroområdet til i 1. halvår 2006. Den økonomiske vækst blev gradvis bredere funderet og mere selv bærende med den indenlandske efterspørgsel – især anlægsinvesteringer – som den primære drivkraft. I 2006 lå den gennemsnitlige vækst i reelt BNP over potentialet. De eksterne forhold understøttede hele året en vedvarende økonomisk vækst. Euroområdets eksport nød godt af verdensøkonomiens fortsat stærke vækst, især hos euroområdets vigtigste handelspartnere. Investeringsvæksten blev mere og mere dynamisk i løbet af året som følge af de meget gunstige finansieringsvilkår gennem en lang periode, omstruktureringer af virksomhedernes balancer og en væsentligt forbedret indtjening. Forbrugsvæksten i euroområdet blev også styrket i løbet af 2006 i overensstemmelse med udviklingen i den disponible realindkomst, efterhånden som beskæftigelsesvæksten begyndte at stige, og arbejdsløsheden faldt. Samlet set, idet der ses bort fra effekten af de høje og volatile oliepriser, steg reelt BNP med 2,8 pct. i 2006 i forhold til 1,5 pct. i 2005 og 1,8 pct. i 2004. De kortfristede risici for de økonomiske vækstudsigter forblev stort set i balance i størstedelen af året, mens de mellemlangsigtede til langsigtede risici fortsat var nedadrettede i hele 2006 og hovedsagelig vedrørte mulige olieprisstigninger, globale balanceproblemer og pres for protektionistiske tiltag.

Væksten i pengemængden og kreditgivningen var meget robust hele året, hvilket hovedsagelig afspejlede den stimulerende virkning af de lave renter i euroområdet og den kraftige økonomiske aktivitet. Set i et mellemlangt perspektiv afspejlede den markante dynamik i pengemængdens og kreditgivningens vækst i 2006 en fortsættelse af den vedholdende opadgående tendens i den underliggende pengemængdevækst, som har

kunnet iagttages siden midten af 2004, og bidrog yderligere til akkumulering af likviditet. Efter flere år med en robust pengemængdevækst var likviditeten i euroområdet, målt ved alle plausible mål, således fortsat rigelig, hvilket på baggrund af den fortsatte stærke vækst i pengemængden og kreditgivningen pegede i retning af opadrettede risici for prisstabiliteten på mellem- langt til langt sigt.

For at dæmme op for de opadrettede risici for prisstabiliteten, som blev påvist i både ECBs økonomiske og monetære analyse, justerede Styrelsesrådet den pengepolitiske stilling i 2006 ved at forhøje ECBs officielle renter fem gange. Styrelsesrådet understregede, at ECBs pengepolitik fortsat var ekspansiv, også efter renteforhøjelserne, da renterne stadig var lave, væksten i pengemængden og kreditgivningen stadig var stærk, og likviditeten stadig rigelig i alle henseender. Styrelsesrådet gav udtryk for, at bestemt og rettidig handling var påkrævet for at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Den forankring af de mellem- til langfristede inflationsforventninger, som er resultatet af denne forpligtelse, er en forudsætning for, at pengepolitikken også fremover kan bidrage til at fremme vedvarende økonomisk vækst og jobskabelse.

I løbet af 2006 påvirkede offentliggørelsen af både Styrelsesrådets beslutninger og dets bredere vurdering af den økonomiske situation markedsforventningerne med hensyn til udsigterne for de korte renter. Gennem hele året gav Styrelsesrådet klart udtryk for, at fremtidige politiktiltag fortsat ville afhænge af dets regelmæssige vurdering af risiciene for prisstabilitet og bekræftelsen af hovedscenariet. Tilsyneladende har de finansielle markeder til fulde forstået dette budskab. I overensstemmelse med de offentliggjorte makroøkonomiske nøgletal, som stort set bekræftede Styrelsesrådets scenario, blev markedsforventningerne for den korte rente gradvis opjusteret i løbet af året, efterhånden som markedet indså, at den første renteforhøjelse i december 2005 ville blive efterfulgt af en gradvis stramning af pengepolitikken. Usikkerheden på markedet aftog yderligere i 2006, hvor volatiliteten faldt til et temmelig lavt niveau på

trods af en midlertidig stigning i løbet af sommeren i forbindelse med en global justering af prisen på risiko. Samlet set var usikkerheden på markedet med hensyn til fremtidige pengepolitiske beslutninger lav i forhold til de historiske gennemsnit set over en længere periode.

NÆRMERE BESKRIVELSE AF DE PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

De økonomiske forhold primo 2006 var forholdsvis gunstige. Væksten i realt BNP var begyndt at tiltage i styrke og omfang i 2. halvår 2005. Selv om væksten i realt BNP kvartal-til-kvartal var betydeligt mindre i 4. kvartal 2005 end i 3. kvartal, tydede tillidsindikatorer på en forholdsvis robust underliggende trend i den økonomiske vækst. De tal, der forelå primo 2006, navnlig konjunkturbarometre, bekræftede således Styrelsesrådets vurdering af, at væksten i den økonomiske aktivitet var tiltagende i styrke og omfang og fortsat ville tiltage i årets første måneder, især understøttet af en kraftigere indenlandsk efterspørgsel.

De økonomiske vækstudsigter var fortsat forholdsvis gunstige, hvilket først og fremmest skyldtes en meget kraftig stigning i investeringsvæksten og en gradvis forbedring af situationen på arbejdsmarkedet. Som følge heraf blev de makroøkonomiske fremskrivninger for den økonomiske vækst udarbejdet af ECBs stab i marts 2006 opjusteret i forhold til fremskrivningerne fra december 2005, hvilket først og fremmest afspejlede udsigterne til voksende private investeringer i fremskrivningsperioden. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP forventedes ifølge fremskrivningerne at blive på mellem 1,7 pct. og 2,5 pct. i 2006 og mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2007. Prognoser fra internationale organisationer og private institutioner tegnede stort set det samme billede.

Hvad angår prisudviklingen, lå den årlige HICP-inflation over 2 pct. primo 2006 og forventedes at forblive over 2 pct. på kort sigt, idet det nøjagtige niveau navnlig ville afhænge af den fremtidige udvikling i energipriserne. På lidt længere sigt forventedes varslede ændringer af indirekte

skatter og de indirekte effekter af tidligere olieprisstigninger at have en væsentlig opadrettet virkning på inflationen, også selv om det blev antaget, at lønudviklingen fortsat ville være moderat. I marts 2006 blev ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger for inflationen opjusteret en smule i forhold til fremskrivningerne fra december 2005. Ifølge fremskrivningerne forventedes en gennemsnitlig årlig HICP-inflation på mellem 1,9 pct. og 2,5 pct. i 2006 og mellem 1,6 pct. og 2,8 pct. i 2007. Risiciene for disse udsigter for prisudviklingen var fortsat opadrettede og vedrørte især mulige anden runde-effekter af tidligere olieprisstigninger.

På baggrund af den kraftige vækst i pengemængden og samtidige rigelige likviditet i euroområdet bekræftede den monetære analyse signaler fra den økonomiske analyse om, at risiciene for prisstabiliteten fortsat var opadrettede. Selv om der var tegn på en fornyet omgørelse af tidligere porteføljeomlægninger til monetære aktiver, var den årlige vækst i pengemængdemålet M3 fortsat robust, og hvis man ser ud over de kortsigtede effekter af denne porteføljeadfærd, var den underliggende trend i pengemængdevæksten fortsat stærk, stimuleret af de lave renter. Hvad angår M3s modposter, tiltog kreditvæksten yderligere med en markant stigning i husholdningernes låntagning – især lån til boligkøb – og ikke-finansielle selskabers låntagning.

På baggrund af det samlede billede med opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt ifølge ECBs økonomiske såvel som monetære analyse foretog Styrelsesrådet endnu en justering af pengepolitikens ekspansive stilling ved at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint den 2. marts 2006. Styrelsesrådet var af den opfattelse, at det ved at handle rettidigt bidrog til at holde inflationsforventningerne på mellemlangt og langt sigt solidt forankret på et niveau, der var foreneligt med prisstabilitet, og herved fortsat bidrog til vedvarende økonomisk vækst og jobskabelse. Styrelsesrådet understregede navnlig, at både den nominelle og reale rente fortsat var meget lav over hele løbetidspektret, og at ECBs pengepolitik fortsat var ekspansiv.

På trods af en midlertidigt øget volatilitet på markedet i maj i forbindelse med en global justering af prisen på risiko bekræftede nye informationer i de følgende måneder Styrelsesrådets vurdering af, at en justering af ECBs ekspansive pengepolitik var berettiget i marts for at imødegå opadrettede risici for prisstabiliteten. Med en vækst i realt BNP på 0,6 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal (tallet blev senere opjusteret til 0,8 pct.) bekræftede de nye tal vurderingen af, at væksten var ved at blive bredere funderet og mere holdbar. Samtidig steg HICP-inflationen til 2,5 pct. i maj, hovedsagelig som følge af udviklingen i energipriserne. Inflationen forventedes fortsat at ligge over 2 pct. i 2006 og 2007. Intervallet for HICP-inflationen i 2006 blev opjusteret en smule i eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger i juni, til mellem 2,1 pct. og 2,5 pct., i forhold til fremskrivningerne fra marts, hvor intervallet lå mellem 1,9 pct. og 2,5 pct., idet risiciene for udsigterne for prisudviklingen fortsat var opadrettede.

Den monetære analyse pegede også fortsat i retning af opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt. Med en yderligere stigning i væksten for pengemængden og kreditgivningingen nåede den årlige vækst i udlån til den private sektor op på to cifrede tal. Især husholdningernes låntagning – navnlig i form af realkreditlån – og ikke-finansielle selskabers låntagning fortsatte den meget kraftige vækst. Denne udvikling bekræftede yderligere, at de lave renters stimulerende virkning var den primære årsag til den høje underliggende vækst i pengemængden.

Samlet set bekræftede krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske analyse og resultatet af den monetære analyse, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt primært var opadrettede. Den 8. juni besluttede Styrelsesrådet derfor at forhøje ECBs officielle renter med yderligere 25 basispoint. Styrelsesrådet understregede, at der stadig var grund til yderligere stramning af pengepolitikken, hvis dets antagelser og grundlæggende scenario blev bekræftet.

I juni og juli 2006 bekræftede nye observationer Styrelsesrådets vurdering af, at den økonomiske

vækst både var tiltaget i styrke og var blevet bredere funderet i 1. halvår 2006. Tillidsindikatorerne var stadig meget stærke, og beskæftigelsesvæksten var robust. Desuden var betingelserne stadig til stede for en vækst i realt BNP i euroområdet omkring den potentielle vækstrate. Samtidig lå inflationen fortsat væsentligt over 2 pct. i juni og juli og forventedes gennemsnitligt at ligge over dette niveau i både 2006 og 2007, idet risiciene for disse udsigter fortsat var opadrettede. På baggrund af pengemængdens vedvarende stærke dynamik og den allerede rigelige likviditet bekræftede signaler fra den monetære analyse resultatet af den økonomiske analyse, nemlig at der var opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt. For at begrænse disse risici og bevare den faste forankring af inflationsforventningerne på længere sigt besluttede Styrelsesrådet den 3. august 2006 at forhøje ECBs officielle renter med endnu 25 basispoint. Styrelsesrådet understregede ligeledes nødvendigheden af fortsat at følge udviklingen meget nøje for at forhindre, at risiciene for prisstabiliteten blev virkeliggjort.

I løbet af 3. kvartal bekræftede løbende observationer om den økonomiske aktivitet i euroområdet, at der var sket en stærk stigning i den økonomiske aktivitet i de foregående kvartaler. Reviderede data viste, at den gennemsnitlige vækst i den økonomiske aktivitet havde været 0,7 pct. kvartal-til-kvartal i perioden fra 3. kvartal 2005 til 2. kvartal 2006, hvilket var noget højere end de fleste skøn over den potentielle vækst. Endvidere havde arbejdsløshedsprocenten vist nedadgående tendenser, beskæftigelsesvæksten var styrket, og beskæftigelsesforventningerne på grundlag af konjunkturbarometre var fortsat gunstige. De foreliggende indikatorer for 3. kvartal 2006 understøttede yderligere vurderingen af, at den robuste økonomiske vækst ville fortsætte, men muligvis aftage i forhold til den meget høje vækst i 1. halvår. Samlet set var betingelserne for en solid økonomisk vækst i euroområdet omkring den potentielle vækstrate til stede. I overensstemmelse hermed blev intervallet for væksten i realt BNP i 2006 og 2007 igen opjusteret i ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger i september 2006 i forhold til de

foregående fremskrivninger, til mellem 2,2 pct. og 2,8 pct. i 2006 og mellem 1,6 pct. og 2,6 pct. i 2007, hvilket hovedsagelig afspejlede, at væksten i 1. halvår havde været stærkere end forventet.

HICP-inflationen lå fortsat over 2 pct. i juli og august, og i ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger i september forventedes den gennemsnitlige årlige inflation at ligge mellem 2,3 pct. og 2,5 pct. i 2006 og mellem 1,9 pct. og 2,9 pct. i 2007. Disse fremskrivninger udgjorde en opjustering, idet intervallet for 2006 lå i den øvre del af intervallet i eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni, og intervallet for 2007 også var opjusteret en smule, hvilket hovedsagelig afspejlede opjusteringen af fremskrivningernes antagelse om oliepriserne. Dette billede ændrede sig noget senere i september som følge af et væsentligt fald i oliepriserne i august og september og gunstige basiseffekter, der førte til et markant fald i den samlede inflation til under 2 pct. fra og med september. Den fremherskende opfattelse var dog stadig, at inflationen sandsynligvis ville stige igen til over 2 pct. mod slutningen af 2006 og i begyndelsen af 2007, især på grund af virkningen af højere indirekte skatter og, i mindre omfang, ugunstige basiseffekter. Styrelsesrådet var således af den opfattelse, at en betydelig grad af kortvarig volatilitet i den årlige HICP-inflation var sandsynlig, men at den gennemsnitlige inflation stadig ville ligge over 2 pct. i 2006 og 2007. Risiciene for prisstabiliteten vurderedes klart at være opadrettede, hvilket blev bekræftet af krydstjekket med den monetære analyse.

På baggrund af hele denne udvikling besluttede Styrelsesrådet den 5. oktober 2006 igen at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint. Styrelsesrådet understregede, at det stadig ville være påkrævet med yderligere stramninger af pengepolitikken, hvis det grundlæggende scenario blev yderligere bekræftet.

Nye observationer, især stærke konjunkturbarometre for 4. kvartal 2006, underbyggede ræsonnementet bag Styrelsesrådets beslutning om at hæve renterne i oktober. Tallene bekræftede også

den vurdering, at den økonomiske aktivitet fortsatte sin robuste vækst, idet den indenlandske efterspørgsel stadig var den primære drivkraft i 3. kvartal. Dette bekræftede, at det økonomiske opsving var tiltaget i omfang som forventet, og tydede på, at opsvinget i euroområdet var blevet mere selv bærende. Med hensyn til 2007 var betingelserne for solid økonomisk vækst i euroområdet omkring den potentielle vækstrate fortsat til stede. Selv om der var sandsynlighed for en vis volatilitet i de kvartalsvise vækstrater omkring årsskiftet som følge af effekten af ændringer i indirekte skatter, var udsigterne for den økonomiske aktivitet på mellemlangt sigt fortsat gunstige. Disse udsigter blev også afspejlet i eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger i december 2006, som indeholdt opjusteringer i forhold til fremskrivningerne fra september, hvilket hovedsagelig afspejlede antagelsen om lavere energipriser og deres virkning på den disponible realindkomst. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP forventedes ifølge fremskrivningerne at ligge mellem 1,7 pct. og 2,7 pct. i 2007 og mellem 1,8 pct. og 2,8 pct. i 2008.

Hvad angår prisudviklingen, lå den årlige HICP-inflation stadig under 2 pct. i 4. kvartal 2006. I lyset af de nedjusterede antagelser om energipriserne var intervallet for HICP-inflationen i 2007 noget lavere i eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger i december i forhold til fremskrivningerne fra september. Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation forventedes ifølge fremskrivningerne at ligge mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2007 og mellem 1,3 pct. og 2,5 pct. i 2008. Udsigterne for prisudviklingen var fortsat forbundet med opadrettede risici. Ydermere bekræftede krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske analyse og resultatet af den monetære analyse stadig den vurdering, at der fortsat var opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt.

I lyset heraf besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECBs officielle renter med yderligere 25 basispoint den 7. december 2006. Styrelsesrådet udtalte, at ECBs pengepolitik, også efter denne renteforhøjelse, var ekspansiv, idet ECBs offi-

cielle renter stadig befandt sig på et lavt niveau, pengemængde- og kreditvæksten var kraftig og likviditeten i euroområdet rigelig i alle henseender. Styrelsesrådet gav derfor udtryk for, at bestemt og rettidig handling var påkrævet for at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet gav desuden udtryk for, at det ville følge udviklingen meget nøje for at undgå, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt blev virkeliggjort.

2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

DEN GLOBALE VÆKST AFTOG, MEN ER FORTSAT ROBUST

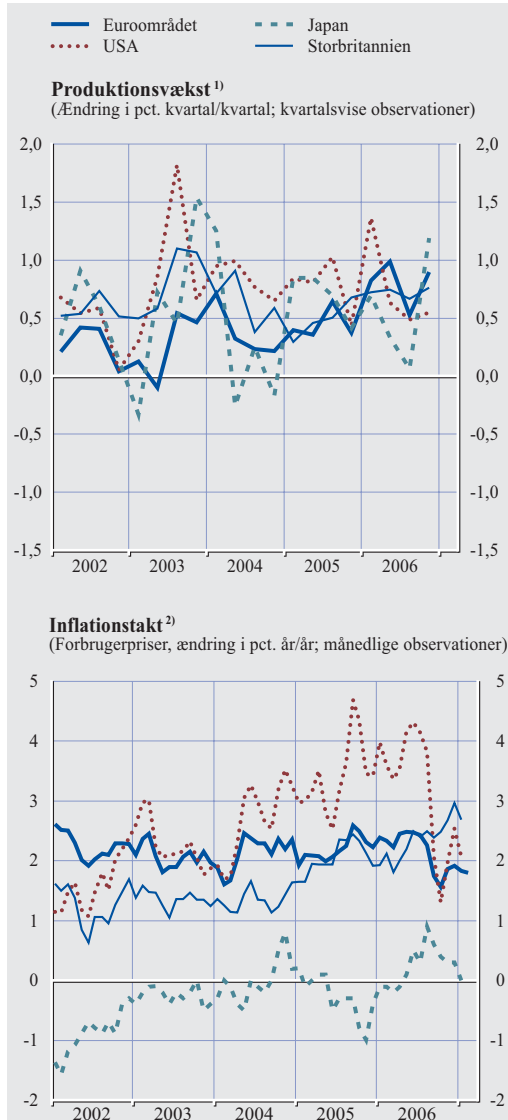
I 2006 var den globale økonomiske vækst fortsat robust til trods for en vis afdæmpning. Den stærke vækst i alle store regioner i 1. halvår 2006 blev efterfulgt af en vis nedbremsning i 2. halvår, navnlig i USA (se figur 2). Samlet set lå den globale vækst dog meget tæt på niveauet for 2004 og 2005 og blev især drevet af de fortsat gunstige finansieringsforhold, en robust indtjeningsituation og betydelige forbedringer af virksomhedernes balancer i de fleste af verdens økonomier. Kraftig vækst i nogle af de store vækstmarkedsøkonomier og stor handelsaktivitet bidrog desuden til den robuste globale vækst. Selv om væksten blev mere afbalanceret mellem de store industrialiserede økonomier, var der tendens til, at de internationale eksterne balanceproblemer blev yderligere forstærket, primært på grund af de olieeksporterende landes energirelaterede handelsoverskud.

Oliepriserne lå fortsat på et højt niveau i 2006. Efter et historisk toppunkt på 78 dollar pr. tønde primo august var prisen på Brent-råolie faldet til omkring 60 dollar i december, svarende til niveauet ultimo 2005. Den samlede stigning i forbrugerprisindekset, der stort set afspejler udviklingen i energipriserne, toppede i sommerens løb, hvorefter den aftog. Det underliggende inflationspres var fortsat relativt behersket i 2006 i de fleste lande. Den globale inflation holdt sig generelt meget tæt på inflationsraten for 2004 og 2005. For OECD-landene var den årlige samlede stigning i forbrugerprisindekset 2,6 pct. for året som helhed, og den årlige inflation ekskl. fødevarer og energi var 2,0 pct.

I USA lå den årlige vækst i reelt BNP for 2006 som helhed 3,3 pct. Den økonomiske aktivitet aftog imidlertid i årets løb, idet væksten i BNP faldt til under potentialet. Denne nedgang skyldtes primært et fald i boliginvesteringerne, mens væksten i det private forbrug blev fastholdt. Husboldningernes forbrug var negativt påvirket af nedgangen på boligmarkedet og de høje energipriser, men blev samtidig understøttet af robuste

stigninger i arbejdsindkomsterne og gunstige finansieringsvilkår. Erhvervsinvesteringerne steg kraftigt på baggrund af de gunstige finansieringsvilkår og virksomhedernes stærke indtjening. Nettohandlen bidrog ikke til væksten i 2006.

Figur 2. Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier



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

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

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

Betalingsbalancen forværredes i 2006 i forhold til 2005. Hovedparten af denne forværring kunne tilskrives det stigende underskud på varebalancen, der afspejlede den kraftige vækst i husholdningernes forbrug. Eksportaktiviteten udviste ikke desto mindre visse tegn på forbedring som udtryk for den økonomiske vækst i resten af verden samt deprecieringen af den reale effektive dollarkurs.

Den årlige ændring i forbrugerprisindekset for 2006 som helhed var 3,2 pct. i USA. Stigningen i forbrugerpriserne tiltog i 1. halvår 2006 som følge af høj resurseudnyttelse, markante stigninger i energipriserne og en stigning i lejeværdien af egen bolig. Efter at have nået et toppunkt i sommeren aftog inflationspresset, således at den årlige stigning i forbrugerprisindekset var 2,5 pct. i december. Den årlige inflation ekskl. fødevarer og energi fulgte stort set samme mønster og nåede det højeste niveau i 10 år med 2,9 pct. i september, hvorefter det gradvis aftog. Den lavere inflation mod årets udgang kunne måske tilskrives et noget mindre underliggende prispres som følge af en mere afdæmpet vækst i den samlede efterspørgsel samt lavere energipriser.

I 1. halvår 2006 hævdede Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) federal funds-renten med i alt 100 basispoint i fire trin à 25 basispoint, hvilket bragte federal funds-renten op på 5,25 pct. den 29. juni. Samtidig med at FOMC holdt den pengepolitiske rente stabil resten af året, bemærkede FOMC gentagne gange i sine udtalelser, at der stadig var visse inflationsrisici, selv om en yderligere stramning af pengepolitikken ville afhænge af, hvordan de makroøkonomiske udsigter udviklede sig. Hvad angår finanspolitikken i USA, faldt underskuddet på den føderale budgetsaldo i finansåret 2006 i forhold til 2005, hvilket primært skyldtes øgede indtægter fra selskabsskat og personlig indkomstskat. I henhold til de skøn, Kongressens Budgetkontor har foretaget, lå underskuddet på den føderale budgetsaldo på 1,9 pct. af BNP i finansåret 2006.

Det økonomiske opsving i Japan fortsatte i 2006. BNP voksede med 2,2 pct. i forhold til 1,9 pct. i

2005. For tredje år i træk oversteg væksten i BNP den potentielle vækst. Den økonomiske aktivitet blev understøttet af en kraftig stigning i private investeringer ekskl. boliginvesteringer og den fortsatte vækst i eksporten. De robuste investeringer ekskl. boliginvesteringer kunne hovedsagelig tilskrives gunstige finansieringsvilkår, stigende indtjening i virksomhederne og stærk erhvervstillid. Opsvinget i den indenlandske efterspørgsel var alt i alt robust til trods for en betydeligt lavere vækst i det private forbrug i 2006 sammenlignet med 2005. Eksporten stimuleredes af den svagere yen og den kraftigere efterspørgsel efter produktionsudstyr. Som følge af de japanske bankers forbedrede balancer og bankernes fornyede risikovillighed samt virkningen af det igangværende opsving steg bankernes udlån i 2006 for første gang i 10 år.

Bekymringerne vedrørende deflation aftog yderligere i Japan i 2006. Den årlige stigningstakt for forbrugerpriserne blev atter positiv i årets løb. Inflationen var imidlertid fortsat afdæmpet på grund af et vedvarende nedadrettet pres især på lønningerne. Den årlige stigningstakt for forbrugerpriserne for året som helhed var 0,3 pct. mod -0,3 pct. i 2005. I marts 2006 gik Bank of Japan væk fra den kvantitative lempelsespolitik, som den havde ført siden marts 2001, og den hævdede i juli den pengepolitiske rente – uncollaterised overnight call rate – fra nul til 0,25 pct. I 2006 opslugede Bank of Japan overskudslikviditeten fra banksektoren, og saldoen på de japanske private bankers anfordringskonti hos Bank of Japan faldt markant fra 31 billioner yen i marts til ca. 10 billioner yen ved årets udgang.

I 2006 viste vækstmarkedsøkonomierne i Asien fortsat stærk vækst på grund af den robuste indenlandske efterspørgsel i navnlig de største økonomier i regionen og til trods for faldende udenlandsk efterspørgsel i 2. halvår. Pengepolitiske stramninger i det meste af regionen og faldende oliepriser i eftersommeren lagde en dæmper på prispresset. Valutakurserne udviklede sig forskelligt: Koreas, Thailands og Indonesiens reale effektive valutakurser apprecierede i løbet af 2006, hvorimod valutaerne hos de andre vækstmarkedsøkonomier i Asien enten deprecie-

rede (fx Hongkong og Taiwan) eller var stort set uændrede (Kina, Indien og Malaysia). Samtidig fortsatte valutaeserverne med at vokse i adskillige økonomier i regionen.

Hvad Kina angår, fortsatte den kraftige økonomiske vækst i 2006. Den økonomiske aktivitet steg i 1. halvår som følge af et opsving i investeringerne i produktion og fast ejendom og i kommunale investeringer samt en kraftig eksport. Faste bruttoinvesteringer og den industrielle værditilvækst aftog en smule i 2. halvår 2006 som følge af den pengepolitiske stramning, herunder administrative tiltag, hvorimod den samlede vækst i BNP var næsten upåvirket. Inflationspresset var fortsat beskedent, men øgedes mod årets slutning. Efter indførelsen af en mere fleksibel valutakursordning i 2005 fortsatte den kinesiske renminbi med at appreciere gradvis, men støt over for den amerikanske dollar i 2006, hvorimod den deprecierede over for euroen. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster oversteg det tidligere rekordniveau fra 2005 og bidrog til forøgelsen af Kinas valutaeserver, der i alt nåede op på over 1 billion dollar.

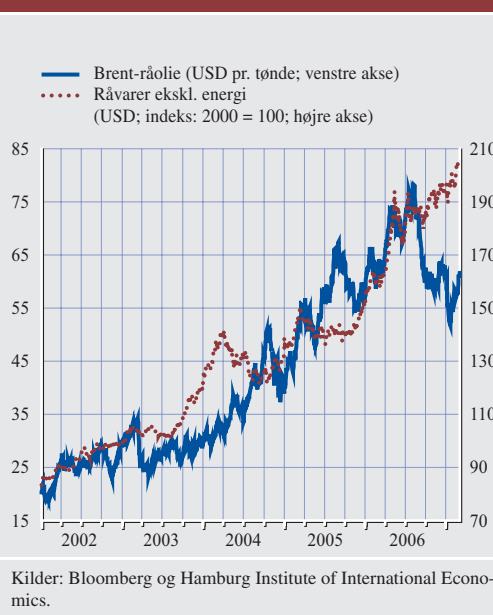
I Latinamerika var den økonomiske vækst fortsat dynamisk, hjulpet godt på vej af fortsat gunstige eksterne forhold (herunder høje priser på de råvarer, regionen eksporterer) og en robust indenlandsk efterspørgsel. Blandt de større økonomier i Latinamerika fortsatte Argentina med at fremvise høje reale vækstrater, selv om vedvarende høj inflation var en udfordring for myndighederne. Den økonomiske vækst i regionens førende økonomier, Brasilien og Mexico, var mere afdæmpet, men dog stadig robust, navnlig for sidstnævntes vedkommende, og inflationen var behersket. Mange latinamerikanske økonomier fortsatte med at udnytte de stadig gunstige internationale finansieringsforhold til at føre en aktiv gældsstrategi, delvis gennem direkte tilbagekøb samt swaps i et forsøg på at nedbringe gældsbetjeningsomkostningerne og forbedre løbetidsprofilen. Sammen med de forbedrede grundlæggende økonomiske forhold bidrog det til en yderligere reduktion af den finansielle sårbarhed i regionen.

UDVIKLINGEN I RÅVAREPRISERNE I 2006

Oliepriserne steg kraftigt det meste af året (se figur 3), og prisen på Brent-råolie nåede et nyt historisk toppunkt på 78 dollar pr. tønde primo august (ca. 35 pct. højere end ved årets begyndelse). Priserne faldt derefter markant og nåede på baggrund af betydelig volatilitet 61 dollar ultimo året. Prisen på Brent-råolie lå i gennemsnit på 65 dollar i 2006, dvs. ca. 20 pct. højere end gennemsnittet for det foregående år.

Den globale efterspørgsel efter olie, der siden medio 2003 havde betydet kapacitetsbegrænsninger i hele olieforsyningskæden, lettede en smule i løbet af 2006 i forhold til de tidligere år. Det skyldtes primært en noget lavere efterspørgsel efter olie fra OECD-landene, der delvis opvejede den stigende efterspørgsel fra landene uden for OECD, især Kina. Priserne blev dog understøttet af andre faktorer på udbudssiden. Den kraftige stigning i oliepriserne i årets første syv måneder skyldtes navnlig forstyrrelser i olieforsyningen og øget bekymring med hensyn til den fremtidige olieforsyningsikkerhed på et tidspunkt, hvor nøgletallene for oliemarkedet allerede var stramme. Denne bekymring blev yderli-

Figur 3. Hovedtendenser på råvaremarkederne



gere forstærket af de fortsatte geopolitiske spændinger i Mellemøsten – især med hensyn til Irans afvisende holdning i atomspørgsmålet og krigshandlingerne mellem Israel og Libanon.

Efter olieprisernes toppunkt primo august faldt de dog markant, idet den aftagende orkantrussel i Den Mexicanske Golf, et mærkbart fald i de geopolitiske spændinger samt et mere behersket benzinmarked tog noget af presset væk fra oliemarkedet. Som følge af prisfaldet bebudede OPEC i oktober en nedskæring i produktionen på 1,2 millioner tønder pr. dag fra november, efterfulgt af beslutningen i december om en yderligere nedskæring på 0,5 million tønder pr. dag fra februar 2007. En usædvanlig mild start på vinteren i det meste af den nordlige halvkugle, der lagde en dæmper på efterspørgslen efter brændstof til opvarmning, samt OPEC-landenes begrænsede efterlevelse af den bebudede nedskæring lagde imidlertid et vist nedadrettet pres på priserne mod udgangen af 2006 og navnlig primo januar 2007. Priserne steg igen i anden halvdel af januar, hvilket afspejlede koldere vejr på den nordlige halvkugle og dermed øget efterspørgsel, reduceret forsyning fra OPEC samt stigende geopolitisk bekymring.

Råvarepriserne ekskl. energi steg markant i 2006, men udviste dog en vis volatilitet. Priserne på råvarer ekskl. energi, som måles ved Hamburg Institute of International Economics' samlede indeks (se figur 3), steg kraftigt i 1. halvår, hvilket primært skyldtes stigende priser på metal. Som følge af en solid efterspørgsel fra vækstmarkedsøkonomierne i Asien, navnlig Kina, høje energipriser, begrænset vækst i produktionen og beskedne lagre steg priserne på de fleste industrielle metaller yderligere. Efter at have nået et toppunkt i maj faldt råvarepriserne ekskl. energi noget, men lå fortsat på et historisk højt niveau. Højere landbrugspriser bidrog også til de høje priser på råvarer ekskl. energi mod slutningen af året. Samlet set steg priserne på råvarer ekskl. energi (i amerikanske dollar) gennemsnitligt med ca. 26 pct. i 2006 i forhold til året før. I begyndelsen af 2007 er stigningen i priserne på råvarer ekskl. energi fortsat, idet det

samlede prisindeks nåede et nyt nominelt højdepunkt mod slutningen af februar.

2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

FORTSAT TILTAGENDE VÆKST I M3 PRIMÆRT SOM FØLGE AF LAVE RENTER OG STYRKET ØKONOMISK AKTIVITET

I 2006 fortsatte pengemængdevæksten med at stige og nåede ultimo året den højeste vækst siden indledningen af ØMUens tredje fase. Den kraftige vækst i M3 kunne hovedsagelig tilskrives de lave renter og styrkelsen af den økonomiske aktivitet i euroområdet, som også understøttede en kraftig vækst i kreditgivning til den private sektor. Samtidig begyndte stigende renter at påvirke udviklingen i pengemængden i løbet af året, dog snarere via substitution blandt M3s komponenter end ved at dæmpe den samlede vækst i M3. Alt i alt bidrog den fortsatte styrkelse af pengemængdevæksten yderligere til den allerede rigelige likviditet og tydede, sammen med den kraftige vækst i kreditgivning, på opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt.

Efter et fald i 4. kvartal 2005 tiltog væksten i M3 i de første måneder af 2006, idet den årlige vækst nåede op på 8,6 pct. i 2. kvartal. I 3. kvartal sås en forbigående afdæmpning, hvorefter den årlige vækst i M3 igen tiltog til 9,0 pct. i 4. kvartal. Den årlige vækst på 9,8 pct. i december var den højeste vækstrate siden indledningen af ØMUens tredje fase. I 2006 var den årlige vækst i M3 præget af en ret høj grad af volatilitet, der også kom til udtryk i kortsigtdynamikken (dvs. 1-måneders, 3-måneders og 6-måneders vækst på årsbasis), hvilket tyder på, at udsvingene hovedsagelig skyldtes basiseffekter.

På komponentsiden bidrog væksten i indlån på anfordring, der indgår i det snævre pengemængdemål, M1, mest til den årlige vækst i M3 i 1. halvår 2006, ligesom i 2005. Derimod bidrog tidsindsud (som indgår i det bredere pengemængdemål, M2, men ikke i M1) mest i 2. halvår. På modpostsiden blev den kraftige pen-

gemængdevækst i 2006 drevet af robust vækst i MFIernes kreditgivning til den private sektor, som dog begyndte at aftage en smule ultimo året. Samtidig ophørte det markante fald i MFIernes nettofordringer på udlandet, der blev observeret op til slutningen af 2005, gradvis i de første måneder af 2006. Mod årets slutning steg strømme af nettofordringer på udlandet betydeligt, hvilket tilsyneladende har bidraget til den yderligere stigning i den årlige vækst i M3.

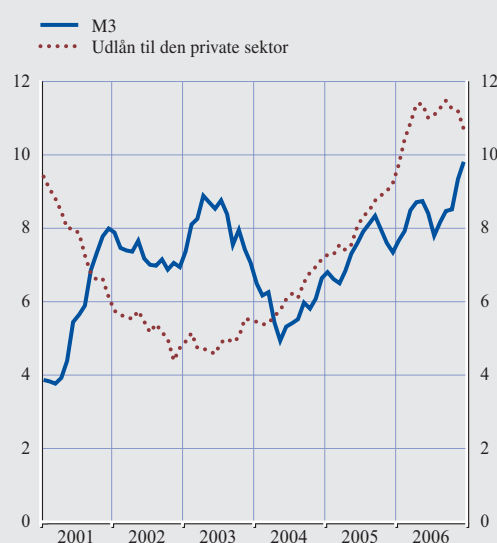
Alt i alt tyder udviklingen i 2006 på, at den kraftige pengemængdevækst primært skyldes de lave renter og styrkelsen af den økonomiske aktivitet i euroområdet. Disse dynamiske tendenser kan betragtes som en fortsættelse af den opadgående tendens i pengemængdevæksten, som begyndte medio 2004, og som afspejlede den robuste stigning i den årlige vækst i udlån til den private sektor (se figur 4). Det tyder på, at de faktorer, der har understøttet den kraftige M3-vækst i de seneste år, herunder 2006, er forskellige fra de faktorer, der understøttede den kraftige vækst i M3 fra 2001 til begyndelsen af 2003. I sidstnævnte periode var den primære drivkraft for pengemængdevæksten porteføljeomlægninger til fordel for monetære aktiver på baggrund af den stigende geopolitiske, økonomiske og finansielle usikkerhed på daværende tidspunkt, mens væksten i udlån til den private sektor var afdæmpet. I lyset heraf kan den aktuelle kraftige M3-vækst give anledning til større bekymring i forbindelse med vurderingen af risiciene for prisstabilitet, end det var tilfældet mellem 2001 og begyndelsen af 2003.

FORSKELLIG UDVIKLING I M3s VIGTIGSTE KOMPONENTER

På komponentsiden aftog den årlige vækst i M1 betydeligt i 2006, fra 10,3 pct. i januar til 7,5 pct. i december, trods en lille stigning ultimo året (se figur 5). Selv om bidraget til den årlige vækst i M3 faldt til 3,5 procentpoint ultimo 2006, var der stadig tale om et markant bidrag. Blandt de likvide aktiver, der indgår i M1, faldt den årlige vækst i seddel- og møntomløbet fra 13,5 pct. i januar til 11,1 pct. i december, hvilket er i overensstemmelse med forventningerne om en langvarig tilpasningsproces for seddel- og møntom-

Figur 4. M3 og udlån til den private sektor

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



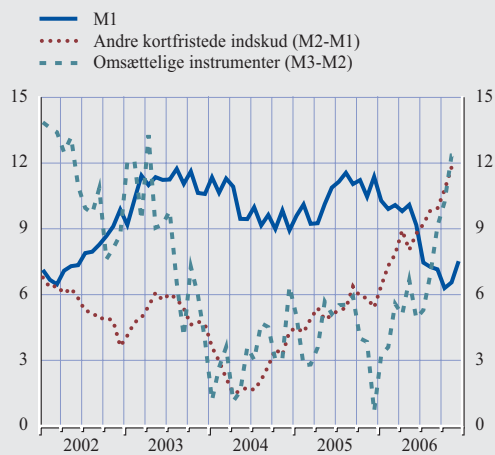
Kilde: ECB.

løbet efter indførelsen af eurosedler og -mønter i januar 2002. Det betydelige fald i M1-væksten, navnlig i 2. halvår, kunne dog primært tilskrives en markant lavere årlig vækst i indlån på anfordring, der aftog fra 9,7 pct. i januar til 6,9 pct. i december 2006.

Derimod styrkedes den årlige vækst i kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring (M2-M1) betydeligt i løbet af 2006, fra 6,4 pct. i januar til 11,8 pct. i december. Bidraget fra disse andre kortfristede indskud til den årlige vækst i M3 steg til 4,3 procentpoint ultimo 2006, hvorved de tegnede sig for det største bidrag. Denne stigning mere end udlignede faldet i bidraget fra M1 og afspejlede en betydeligt tiltagende årlig vækst i kortfristede tidsindskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på op til 2 år), som var 27,3 pct. i året indtil december. Det var langt den kraftigste vækst i denne M3-komponent siden seriens start i 1998. Den årlige vækst i kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder) faldt derimod kraftigt i årets løb.

Figur 5. M3s hovedkomponenter

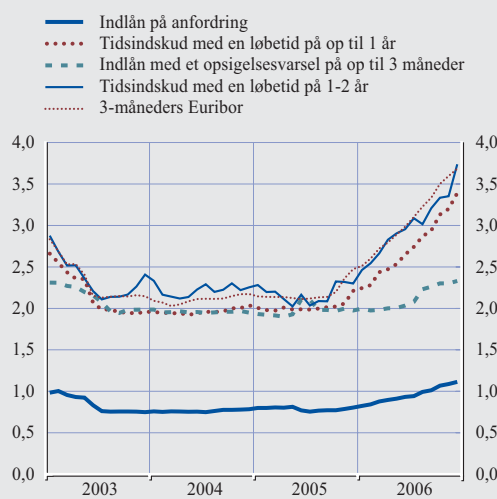
(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalenderefæfker)



Kilde: ECB.

Figur 6. MFI-renter for kortfristede indskud og omsættelige instrumenter

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

De forskellige mønstre i udviklingen i kortfristede indskud, der indgår i M3, i 2006 kan hovedsagelig forklares ved udvidelsen af rentespændet mellem tidsindskud (hvor renten stort set har fulgt stigningerne i pengemarkedsrenten siden ultimo 2005) og indlån på anfordring (som i overensstemmelse med de historiske mønstre reagerede langsommere og mere behersket på stigningen i pengemarkedsrenten) (se figur 6). Det gav anledning til et skift fra indlån på anfordring til tidsindskud og medførte således et fald i M1-væksten, men uden nogen nævneværdig indvirkning på væksten i det samlede M3. Alt i alt viste udviklingen, at ECBs forhøjelser af de officielle renter siden december 2005 havde en betydelig indvirkning på den monetære udvikling i 2006, dog mest i form af substitution blandt M3s komponenter snarere end ved at begrænse M3-væksten.

Den årlige vækst i omsættelige instrumenter (M3-M2) tiltog også betydeligt i 2006, fra 3,2 pct. i januar til 12,4 pct. i december (se figur 5). Bidraget fra omsættelige instrumenter til den årlige vækst i M3 steg således markant til 1,7 procentpoint ultimo 2006, selv om dette dæk-

kede over forskellige mønstre i underkomponenterne. Den årlige vækst i andele i pengemarkedsforeninger var en smule negativ i 1. halvår 2006, hvorefter den blev positiv i 2. halvår. Den tiltagende vækst i andele i pengemarkedsforeninger i årets løb kan afspejle den delvise normalisering af efterspørgslen efter disse instrumenter i kølvandet på en langvarig periode med exceptionelt lav vækst, efterhånden som porteføljeomlægninger (som havde medført uforholdsmæssigt store beholdninger af disse aktiver mellem 2001 og 2003 i lyset af den øgede økonomiske og finansielle usikkerhed) ikke længere gjorde sig gældende, og investorerne foretrak mere likvide instrumenter.

Efterspørgslen efter gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år steg betydeligt i 2006 og tegnede sig for størstedelen af de omsættelige instrumenters stigende bidrag til den årlige vækst i M3. Den højere vækst i disse kortfristede gældsinstrumenter kunne til dels tilskrives stigningerne i de korte renter i årets løb. Kortfristede gældsinstrumenter udstedes hovedsagelig med variabel rente, hvorved investorerne kan nyde godt af rentestigninger inden instrumenterne

udløber.¹ Den årlige vækst i genkøbsforretninger styrkedes også noget fra 1. til 2. halvår 2006, på baggrund af betydelig volatilitet på kort sigt.

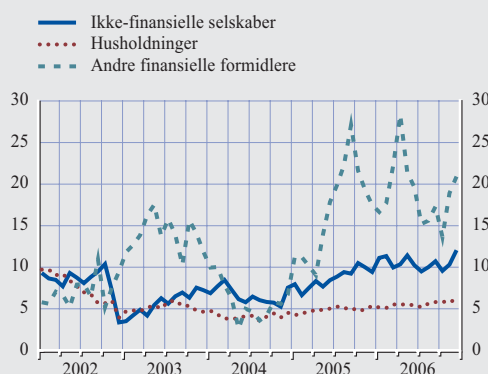
En sektorfordeling af kortfristede indskud og genkøbsforretninger (dvs. den største aggregering af komponenter i M3, for hvilken der foreligger en pålidelig sektorfordeling) tyder på, at husholdningerne fortsat tegnede sig for det største bidrag til den kraftige pengemængdevækst i 2006. Det afspejler husholdningernes store andel af de samlede beholdninger af disse kortfristede indskud. Den årlige vækst i husholdningernes pengebeholdninger har vist en støt opadgående tendens siden begyndelsen af 2004 (se figur 7) trods høje afkast på konkurrerende aktiver (fx aktier og boliger) i de seneste år, men har stadig været markant lavere end væksten i de andre private pengeholdende sektorer.

I 2006 var den årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers pengebeholdninger tæt på 10 pct., hvilket udgjorde ca. en fjerdedel af den kraftige vækst i kortfristede indskud og genkøbsforretninger. En solid rentabilitet, robuste erhvervsinvesteringer og kraftig aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser var de vigtigste årsager til virksomhedernes stærke efterspørgsel efter likvide aktiver.²

Den forholdsvis høje volatilitet i den samlede M3-vækst i 2006 skyldtes primært udviklingen i beholdninger af indskud hos andre ikke-monetære finansielle formidlere end forsikringsselskaber og pensionskasser (dvs. sektoren andre finansielle formidlere). I de seneste 10 år har andre finansielle formidlere spillet en væsentligt større

Figur 7. MFlernes kortfristede indskud og den private sektors genkøbsforretninger

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



Kilde: ECB.

Anm.: Rapporteringssektoren omfatter MFler ekskl. eurosystemet. Statens (postvæsenets, finansministeriets) monetære passiver er ikke medregnet.

rolle med hensyn til beholdninger af monetære aktiver. Det kan skyldes liberalisering af de finansielle markeder samt den deraf følgende udvikling af dybere og mere likvide markeder for værdipapirer. Andre finansielle formidlers voksende betydning har især været synlig siden medio 2004 (boks 1 indeholder en nærmere beskrivelse af andre finansielle formidlers væsentligt større rolle i den monetære udvikling).

- 1 Se også boksen "Developments in short-term debt securities within M3" i ECB Månedsoversigt for januar 2007.
- 2 Se også artiklen "Sectoral money holding: determinants and recent developments" i ECB Månedsoversigt for august 2006.

Boks 1

ANDRE FINANSIELLE FORMIDLERS BETYDNING FOR PENGEVÆKSTEN

Pengebeholdninger hos ikke-monetære finansielle institutioner har i det sidste tiår fået en stadig større betydning for analysen af den monetære udvikling.¹ Det gælder navnlig for sektoren "andre finansielle formidlere", dvs. andre ikke-monetære finansielle formidlere end forsikringsselskaber og pensionskasser. Denne sektors stigende betydning for de monetære analyser afspejler til dels den finansielle liberalisering og innovation og den dermed forbundne udvikling af dybere og mere

1 Se artiklen "Sectoral money holding: determinants and recent developments" i Månedsoversigten for august 2006.

likvide værdipapirmarkeder. Sektorens øgede betydning har navnlig været synlig siden midten af 2004, hvilket afspejles i dens bidrag til den årlige vækst i kortfristede indskud, herunder genkøbsforretninger (her benævnt M3-indskud) – den bredeste aggregering af M3-komponenter, som kan sektoropdeles. I 2006 bidrog sektoren andre finansielle formidlere med 1,8 procentpoint til den gennemsnitlige årlige vækst på 8,1 pct. På den baggrund gennemgås den rolle, som andre finansielle formidlere har spillet i pengemængdevæksten i de seneste år, i denne boks.

Sektoren andre finansielle formidlere og dens pengeefterspørgsel

Andre finansielle formidlere leverer typisk finansielle tjenesteydelser til husholdninger og ikke-finansielle selskaber og/eller handler på de finansielle markeder på egne vegne. Sektoren omfatter også institutioner, som er oprettet af MFIerne med henblik på at fremme securitisation af lån på MFIernes balance. Der er således tale om en heterogen sektor, idet den består af en række meget forskellige enheder som fx investeringsforeninger, selskaber, der beskæftiger sig med långivning, leasing og factoring, kreditformidlende selskaber og forhandlere af værdipapirer og derivater. Denne heterogene struktur har betydning for det finansielle forhold mellem andre finansielle formidlere og MFIerne og således for mønstret i pengebeholdningerne hos de enkelte andre finansielle formidlere. Leasingselskaber er typisk nettolåntagere fra MFI-sektoren, mens investeringsforeninger og factoringsselskaber typisk er nettoindskydere. Hvad angår andre institutioner i sektoren andre finansielle formidlere, fx kreditformidlende selskaber, er nettopositionen over for MFI-sektoren mindre klar.

Andre finansielle formidlers efterspørgsel efter penge synes at afspejle porteføljemotiver og bestemmes således af det relative afkast på penge, obligationer, aktier og materielle aktiver (fx fysisk kapital, råvarer og jord). Endvidere er andre finansielle formidlers efterspørgsel efter penge sandsynligvis også tæt knyttet til behovet for at afvikle finansielle transaktioner snarere end til købet af varer og tjenesteydelser.

Andre finansielle formidlers beholdninger af MFI-indskud og MFI-udlån

Med henblik på at vurdere, hvordan sammensætningen af sektoren andre finansielle formidlere og sektorens motiver for at holde penge afspejles i den monetære udvikling, er det lærerigt at kigge på sektorens bidrag til udviklingen i M3s komponenter (kortfristede indskud og genkøbsforretninger) og M3s modposter (langfristede indskud og MFI-udlån).

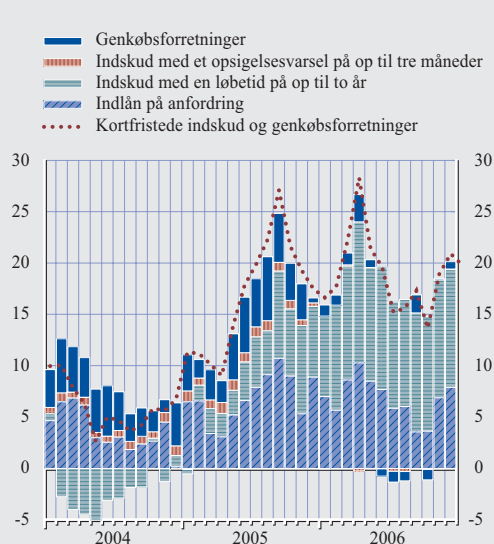
Hvad angår M3-komponenterne, afspejles den tætte forbindelse mellem andre finansielle formidlers beholdninger af indskud og udviklingen på kapitalmarkedet i den betydelige andel af genkøbsforretninger (repoer) i deres samlede beholdning af M3-indskud. Repoerne tegner sig for ca. en fjerdedel af de andre finansielle formidlers samlede beholdning af M3-indskud, hvilket er en meget større andel end for den ikke-finansielle private sektor. Genkøbsforretninger gennemføres for at låne værdipapirer og/eller at fremskaffe likviditet. Mange af de finansieringstekniske strategier, som anvendes af institutionelle investorer, ville være vanskelige at gennemføre uden repoer.

Men repoernes betydelige bidrag til den årlige vækst i andre finansielle formidlers M3-indskud i 2005 (se figur A) afspejler til dels også, at kreditinstitutternes aktiviteter på pengemarkedet migrerer fra direkte interbankhandel til elektroniske handelsplatforme. Flere af disse handelsplatforme drives af værdipapirclearingcentraler og udgør således en del af sektoren andre finansielle formidlere.² Set ud fra et økonomisk perspektiv er transaktioner, som tidligere blev foretaget "over the counter"

² Se Deutsche Bundesbanks Månedsoversigt for november 2005.

Figur A. MFIernes kortfristede indskud og andre ikke-monetære finansielle formidlers genkøbsforretninger

(Årlige ændringer i pct.; bidrag i procentpoint; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)

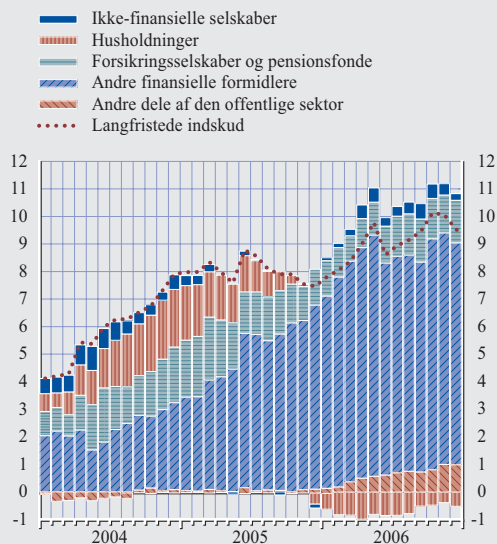


Kilde: ECB.

Anm.: Tal indberettet af MFI-sektoren ekskl. eurosystemet. Uoverensstemmelser mellem de samlede beløb kan forekomme som følge af afrunding.

Figur B. Langfristede MFI-indskud opdelt på sektorer

(Årlige ændringer i pct.; bidrag i procentpoint; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Anm.: Tal indberettet af MFI-sektoren ekskl. eurosystemet. Uoverensstemmelser mellem de samlede beløb kan forekomme som følge af afrunding.

mellem MFIerne, men som nu foretages via en platform ejet af andre finansielle formidlere, dog stadig interbankforretninger. Set ud fra et statistisk perspektiv medfører de imidlertid nu aktiv- og passivposter over for andre finansielle formidlere på MFIernes konsoliderede balance, herunder poster, som bidrager til væksten i M3. Når betydningen af pengemængdevæksten for den makro-økonomiske udvikling skal vurderes, skal der naturligvis korrigeres for forvridninger af denne art.

På det seneste har andre finansielle formidlers beholdninger af M3-indskud i højere grad kunnet tilskrives deres beholdninger af kortfristede tidsindskud (dvs. indskud med en løbetid på op til to år). Denne udvikling kommer også til udtryk i den private ikke-finansielle sektors beholdninger af indskud og afspejler sandsynligvis en omlægning af midler fra indlån på anfordring med en lav rente til kortfristede tidsindskud med en lidt længere løbetid, som i stigende grad forrentes højere. Hvad angår andre finansielle formidlere, er der tegn på, at de øgede beholdninger af indskud kan være knyttet til MFIernes forventning til "Basel II"-rammerne, således at MFIerne har foretaget yderligere syntetisk securitisation ved hjælp af kreditformidlende selskaber, som i den forbindelse har "parkeret" midler som tidsindskud.

Hvad angår M3s modposter, tegner væksten i andre finansielle formidlers beholdninger sig for størstedelen af den årlige vækst i MFIernes langfristede indskud (ca. 90 pct. i 2006; se figur B) og forklarer således en vigtig del af udviklingen i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver), som består af gældsinstrumenter udstedt af MFIER med en løbetid på mere end to år og indskud med en løbetid på mere end to år eller med et opsigelsesvarsel på mere end tre måneder. Den kraftige vækst i langfristede indskud afspejler faktorer, som vedrører grundlæggende ændringer i den finansielle formidling.

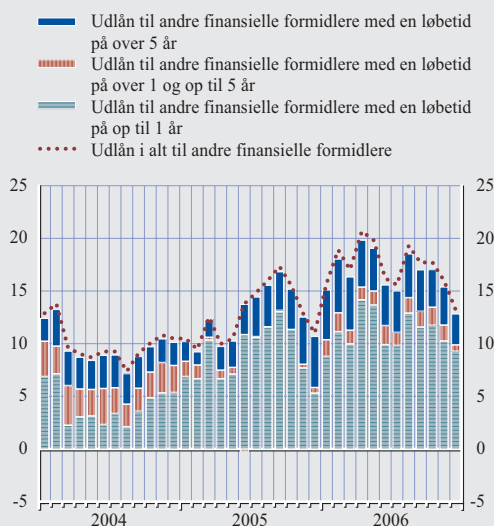
Den stigende brug af securitisation, hvor de kreditformidlende selskaber spiller en afgørende rolle, er et eksempel på sådanne faktorer. Når et securitiseret lån fjernes fra en MFIs balance og overføres til et kreditformidlende selskabs balance (dvs. at der finder securitisation sted, som medfører et egentligt salg), har det typisk ingen umiddelbar effekt på udviklingen i MFİernes langfristede finansielle passiver. Men når det securitiserede lån bliver stående på MFİens balance (syntetisk securitisation), overføres risikoen til det kreditformidlende selskab, som udsteder asset-backed securities og typisk investerer provenuet i sikre aktiver, som sandsynligvis omfatter MFİers langfristede indskud eller MFİers langfristede gældsinstrumenter (hvor der ikke findes oplysninger om sektorbeholdning).³ Lovgivningsmæssige ændringer, fx i forbindelse med indførelsen af de internationale regnskabsstandarder, og skatteændringer i euro-landene har tilskyndet MFİerne til at foretage mere syntetisk securitisation i de senere år og har dermed øget de andre finansielle formidlers beholdninger af MFİernes langfristede finansielle passiver.

På modpostsiden påvirker andre finansielle formidlere også den monetære udvikling gennem deres efterspørgsel efter lån. Andre finansielle formidlers bidrag til den årlige vækst i udlån til den private sektor steg fra ½ procentpoint medio 2004 til 1¼ procentpoint i 2. halvår 2006. Andre finansielle formidlers efterspørgsel efter lån har især været koncentreret om løbetider under et år og i mindre omfang om løbetider over fem år (se figur C). Den kortfristede karakter af andre finansielle formidlers lån tyder på, at lånene til dels er optaget for at dække manglende finansiering. I forbindelse med syntetisk securitisation kan sådanne kortfristede lån fx anvendes til at afbalancere pengestrømme, fra aktiverne erhverves, til den langfristede finansiering er på plads. En anden årsag til andre finansielle formidlers stærke efterspørgsel efter kortfristede lån kan tilskrives overgangen fra direkte interbankhandel til elektroniske handelsplatforme. Brugen af en elektronisk handelsplatform bevirker, at en repo-operation opdeles i to uafhængige transaktioner, nemlig den oprindelige genkøbsforretning og en udlignende transaktion (en "omvendt genkøbsforretning"), som reelt udgør et kortfristet MFI-udlån til handelsplatformen.

Andre finansielle formidlers efterspørgsel efter lån med længere løbetid afspejler aktiviteter hos de finansielle selskaber, som beskæftiger sig med långivning til den ikke-finansielle sektor, selv om kreditformidlende selskaber, som er involveret i securitisation, også kan have lånt midler med løbetider på mere end fem år.

Figur C. MFI-udlån til andre ikke-monetære finansielle formidlere

(Årlige ændringer i pct.; bidrag i procentpoint; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Anm.: Uoverensstemmelser mellem de samlede beløb kan forekomme som følge af afrunding.

3 Om dette har en betydning for pengemængdemålene, netto, afhænger af, hvem erhververen af det pågældende asset-backed security er, og hvordan købet finansieres. Hvis det pågældende asset-backed security fx købes af en ikke-resident, vil det i første omgang resultere i en stigning i indskud i sektoren andre finansielle formidlere og en forbedring af MFİernes nettofordringer på udlandet. Men hvis det pågældende asset-backed security købes af et forsikringselskab, som finansierer erhvervelsen ved kortfristede indskud, og det kreditformidlende selskab holder midlerne i sikre og meget likvide aktiver, vil virkningen være neutral for den samlede udvikling i pengemængden.

Betydningen af andre finansielle formidlers pengebeholdning for risiciene for prisstabiliteten

Andre finansielle formidlers pengebeholdninger adskiller sig normalt noget fra husholdningernes eller ikke-finansielle selskabers beholdninger. Andre finansielle formidlers pengebeholdninger kan således have en mindre indlysende effekt på den økonomiske aktivitet og priserne. Men der kan ikke ses helt bort fra sektoren andre finansielle formidlere i analysen af inflationsrisici som følge af den monetære udvikling, da andre finansielle formidlere påvirker udviklingen i økonomien gennem deres finansielle forbindelser med andre sektorer, i det omfang de gør det muligt for virksomheder og husholdninger at ændre deres forbrugs- og opsparingsmønstre. I denne henseende indeholder andre finansielle formidlers pengebeholdninger sandsynligvis oplysninger, som er relevante på mellemlangt til langt sigt, og som ville blive overset, hvis den pengeholdende sektor blev analyseret uden denne gruppe.

Informationsindholdet i pengemængdemålene skyldes, at de inddrager de komplekse substitutionsprocesser, der forekommer mellem en lang række aktiver og påvirker ikke-observerbar likviditet og risikopræmier. Disse præmier påvirker husholdningers og virksomheders muligheder for at låne og udlåne, dvs. at fremrykke eller forsinke udgifter. Som følge af deres professionelle risikostyring kan andre finansielle formidlere foretage transaktioner, fx tilføre likviditet ved at købe porteføljer af realkreditlån og erhvervslån eller gennem factoring, som ikke-specialiserede investorer finder for risikable. Den seneste vækst i andre finansielle formidlers indskud og lån kan i et vist omfang afspejle en engangsstrukturtilpasning i det finansielle systems funktion. Men konjunktoreffekter i forbindelse med de lave renter – som fører til "en jagt efter afkast" – kan forstærke interessen for visse likviditetstilførende investeringer fra andre finansielle formidlere.

Empiriske undersøgelser viser, at udviklingen i andre finansielle formidlers beholdninger af indskud øger den monetære væksts volatilitet på kort sigt og derved kan komplicere vurderingen af den underliggende pengemængdevækst. Endvidere mindsker pengemængdemålets bredere sektordækning den tætte sammenhæng mellem de samtidige bevægelser i trendvæksten i pengemængden og inflationen. Undersøgelserne tyder dog også på, at den underliggende udvikling i det brede pengemængdemål, inkl. andre finansielle formidlers beholdninger af indskud, gør det muligt at identificere vendepunkter i inflationen på et tidligere tidspunkt.⁴ Det tyder på, at andre finansielle formidlers beholdninger af indskud kan indeholde oplysninger, som andre sektorer ikke tilvejebringer, og som kan være relevante for vurderingen af risiciene for prisstabiliteten.

Konklusionen er, at andre finansielle formidlere i løbet af det sidste tiår har fået stadig større betydning for den monetære udvikling. Udbygningen af de globale finansielle markeder i forbindelse med den igangværende finansielle integrationsproces og innovation i euroområdet tyder på, at deres betydning vil øges yderligere. Det er derfor nødvendigt grundigt at analysere og vurdere andre finansielle formidlers efterspørgsel efter penge for i tide at udlede det signal fra den monetære udvikling, som er relevant for en vurdering af risiciene for prisstabiliteten. Denne analyse og vurdering er ikke fuldt ud mulig på grundlag af de tal, som foreligger fra MFierne. Mere omfattende talmateriale er derfor ved at blive udarbejdet.

4 Se også boksen "Sektorpengebeholdninger, og hvad pengemængden kan sige om inflationen" i Månedsoversigten for september 2006.

YDERLIGERE STYRKELSE AF VÆKSTEN I MFIernes KREDITGIVNING TIL DEN PRIVATE SEKTOR

På modpostsiden kunne pengemængdevæksten i 2006 hovedsagelig tilskrives den kraftige vækst i MFIernes kreditgivning til den private sektor (se figur 8). Navnlige tiltog den årlige vækst i MFIernes udlån til den private sektor betydeligt i begyndelsen af 2006, hvorefter den lå på lidt over 11 pct. i størstedelen af året. Mod årets slutning begyndte væksten i udlån til den private sektor at vise tegn på afdæmpning, om end der stadig var tale om en kraftig vækst. Den fortsat stærke efterspørgsel efter lån blev understøttet af de lave renter, gunstige kreditvilkår (ifølge eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån), stærkere økonomisk vækst og en robust udvikling på ejendomsmarkedet mange steder i euroområdet. Den lille nedgang i udlånsvæksten i slutningen af året tyder på, at stigningerne i ECBs officielle renter efterhånden kan være begyndt at påvirke udviklingen i låntagningen.

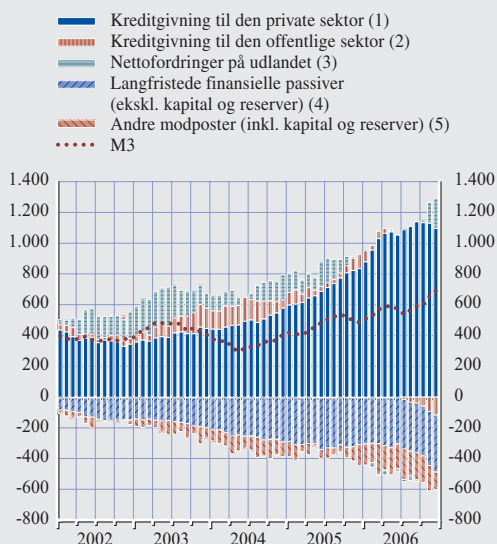
Den kraftige dynamik i MFIernes udlån til den private sektor var bredt funderet på tværs af de vigtigste pengeholdende sektorer, selv om de enkelte sektorer viste ret forskellige mønstre i årets løb. I 1. halvår 2006 tegnede husholdningernes efterspørgsel sig for det største bidrag til væksten i udlån til den private sektor. Væksten i udlån til boligkøb aftog dog fra maj 2006, efterhånden som realkreditrenterne steg, og boligmarkedet kølede af nogle steder i euroområdet. Udlån til ikke-finansielle selskaber steg derimod yderligere, hvilket kan være forbundet med virksomhedernes fortsat robuste investeringer og kraftig aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser (se også afsnittet om de ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter ekstern finansiering nedenfor). I 2. halvår kom det største bidrag til udlånsvæksten således fra de ikke-finansielle selskaber.

Blandt M3s øvrige modposter var den årlige vækst i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) fortsat kraftig i 2006, og der var endda tale om en styrkelse ultimo året.

Den årlige strøm af MFIernes nettofordringer på udlandet svingede inden for et forholdsvis snævert område omkring nul i de første tre kvartaler af 2006, hvilket indikerede, at den afdæmpende effekt på den årlige M3-vækst, der havde gjort sig gældende i 2. halvår 2005 som følge af de markante fald i MFIernes nettofordringer på udlandet, var ophørt. Ifølge betalingsbalancetal dækkede den stort set neutrale udvikling i MFIernes nettofordringer på udlandet i de første tre kvartaler af 2006 over en gradvis styrkelse af både porteføljeinvesteringerne netto og de udenlandske direkte investeringer i euroområdet. Det skyldtes hovedsagelig forbedrede økonomiske udsigter for euroområdet siden årets begyndelse, euroens appreciering i forhold til dollaren samt indsnævringen af rentespændet mellem USA og euroområdet i den korte ende af rentekurven i årets løb.

Figur 8. M3s modposter

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



Kilde: ECB.

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

Den årlige strøm i MFernes nettofordringer på udlandet blev stærkt positiv mod slutningen af 2006 og har tilsyneladende haft en opadrettet virkning på den årlige vækst i M3 i årets sidste to måneder. Den kraftige stigning i tilstrømningen af kapital til euroområdet mod slutningen af 2006 kan delvis have afspejlet de fremherskende forventninger om en styrkelse af euroen.

FORTSAT RIGELIG LIKVIDITET

Den fortsat kraftige vækst i M3 i løbet af 2006 indebar en forøgelse af den allerede rigelige likviditet i euroområdet. Indikatorerne for likviditetsforholdene fortsatte med at stige (se figur 9). Både det nominelle og det reale pengegab styrkedes betydeligt i 2006. Det nominelle pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, der ville have været tilfældet med en konstant M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. siden december 1998, mens det reale pengegab korrigerer det nominelle pengegab for den overskudslikviditet, som er opsuget af den tidligere prisudvikling (dvs. inflationens akkumulerede afvigelse fra ECBs definition af prisstabilitet. Mod årets slutning lå begge mål på det højeste niveau siden indledningen af ØMUens tredje fase, og der var ingen klare tegn på, at de ville flade ud.

ECB har også regelmæssigt offentliggjort tal for pengegab konstrueret på grundlag af en M3-serie, der søger at korrigere for den anslåede effekt af porteføljeomlægninger til monetære aktiver som følge af den øgede økonomiske og finansielle usikkerhed mellem 2001 og 2003.³ Da der ikke var tegn på en yderligere omgørelse af tidligere porteføljeomlægninger efter den kortvarige genoptagelse i 4. kvartal 2005, fulgte disse korrigerede mål i 2006 fortsat mønstret i de tilsvarende pengegab baseret på det officielle M3. Pengegabene baseret på det korrigerede M3 var alligevel betydeligt lavere end pengegabene baseret på det officielle M3. I vurderingen af disse indikatorer for likviditetsforholdene bør der tages højde for, at de kun er skøn, og at de derfor ikke er perfekte, så de bør fortolkes med forsigtighed.

3 Yderligere oplysninger findes i artiklen "Monetary analysis in real time" i ECB Månedsoversigt for oktober 2004.

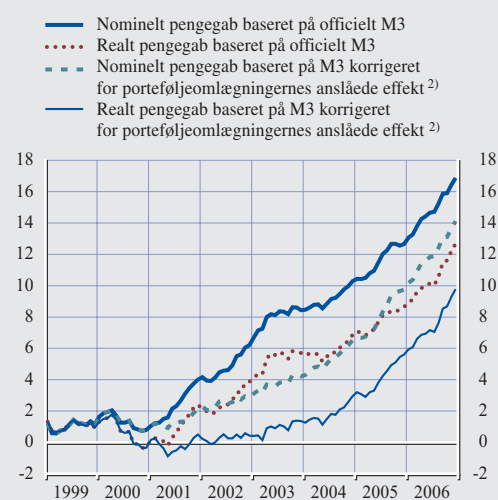
Uanset den usikkerhed, der er forbundet med de enkelte skøn, tegner disse mål et overordnet billede af yderligere opbygning af likviditet i 2006, hvilket bekræfter, at der er rigelig likviditet.

PENGEMARKEDSRENTEN STEG I TAKT MED STIGNINGERNE I ECBs OFFICIELLE RENTER

I 2006 steg pengemarkedsrenterne over hele løbetidsspektret i takt med ECBs forhøjelser af de officielle renter i årets løb. Den gnidningsfrie udvikling i pengemarkedsrenterne samt deres generelt lave volatilitet tyder på, at de pengepolitiske handlinger var ventet af markedsdeltagerne. Det afspejler, at ECBs politikbeslutninger er gennemsigtige og forudsigelige.

Figur 9. Skøn over pengegab¹⁾

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



Kilde: ECB.

1) Det nominelle pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, som ville have været tilfældet med en konstant M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct., med december 1998 som referenceperiode. Det reale pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau deflateret med HICP og det deflaterede M3-niveau, som ville have været tilfældet med en konstant nominel M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. og en HICP-inflation i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet, med december 1998 som referenceperiode. Det bemærkes, at målene for pengegab er meget følsomme over for valget af referenceperiode, som til en vis grad altid er tilfældigt.

2) Skøn over omfanget af porteføljeomlægninger til M3 er udarbejdet ved hjælp af den metode, der beskrives i artiklen "Monetary analysis in real time" i ECB Månedsoversigt for oktober 2004.

Efter at have fastholdt ECBs officielle renter på et historisk lavt niveau i 2½ år forhøjede Styrelsesrådet de officielle renter med 25 basispoint i december 2005. I løbet af 2006 forhøjede Styrelsesrådet de officielle renter yderligere fem gange med 25 basispoint hver gang. I overensstemmelse med disse stigninger i ECBs officielle renter steg pengemarkedsrenterne støt i årets løb over hele løbetidsspektret. Den 2. marts 2007 lå 1-månedens renten på 3,79 pct., mens 12-måneders renten lå på 4,05 pct., hvilket var henholdsvis 139 og 119 basispoint højere end primo januar 2006.

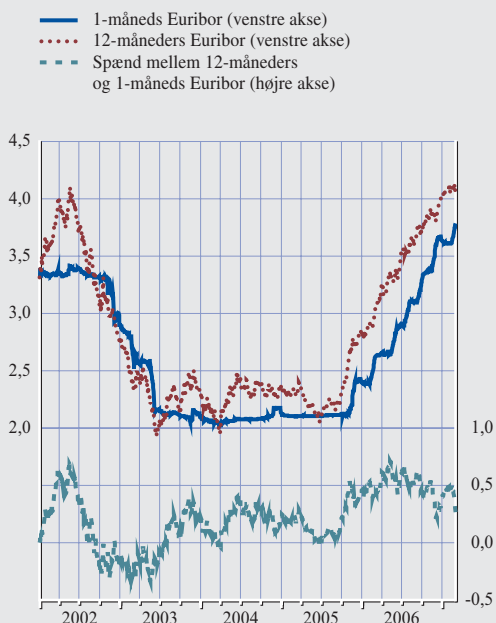
Et nærmere blik på udviklingen i løbet af 2006 viser, at pengemarkedsrenterne for de lange løbetider steg indtil begyndelsen af november (se figur 10). I november faldt de lange penge- markedsrenter en smule, hvilket afspejlede forventninger om, at Styrelsesrådet ville mindske sin stramning af pengepolitikken. Pengemarkedsrenterne steg imidlertid igen i december,

især efter Styrelsesrådets sidste møde i 2006, og stabiliserede sig stort set efter årsskiftet. I modsætning til de lange pengemarkedsrenter steg de korte pengemarkedsrenter igennem hele året uden nogen forbigående ændring i den opadgående tendens.

Mellem januar og midten af maj 2006 blev pengemarkedsrentekurven stejlere, målt ved forskellen mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor, og den nåede 71 basispoint den 12. maj. Derefter fladede den ud og stabiliserede sig på ca. 50 basispoint i perioden juli-oktober 2006. En yderligere udfladning af kurven blev også observeret fra den første uge i november til dagene før Styrelsesrådets møde 7. december 2006, idet 12-måneders renten faldt kortvarigt. Efter Styrelsesrådets møde 7. december blev pengemarkedsrentekurven stadig stejlere og stabiliserede sig på ca. 45 basispoint efter årsskiftet, hvorefter hældningen faldt til omkring 30 basispoint i begyndelsen af marts 2007.

Figur 10. Pengemarkedsrenter i eurområdet og pengemarkedsrentekurvens hældning

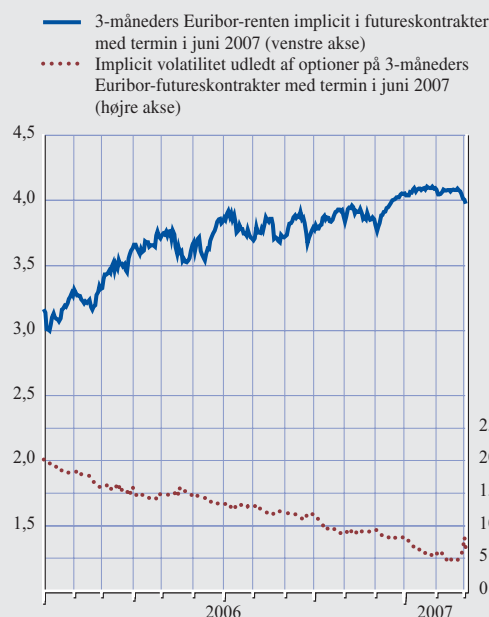
(1 pct. p.a.; procentpoint; daglige observationer)



Kilde: Reuters.

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

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



Kilder: Reuters og Bloomberg.

Renten implicit i 3-måneders Euribor futures viser overordnet set et tilsvarende mønster. Den steg støt mellem januar og november 2006, og stigningen blev kun afbrudt i en periode fra medio maj til ultimo juni 2006 (se figur 11). Denne rente faldt i november 2006, men steg betydeligt igen i december. Den 2. marts 2007 lå 3-måneders futuresrenten for kontrakter med udløb i juni 2007 på 3,97 pct., dvs. 81 basispoint højere end primo januar 2006.

I 2006 var den implicitte volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter generelt afdæmpet. Den implicitte volatilitet faldt mellem januar og december, hvilket tyder på, at ECBs pengepolitiske beslutninger i høj grad er forudsigelige for pengemarkedets aktører. De to eneste undtagelser var en lille stigning i volatiliteten i maj og en bredt funderet stabilisering fra ultimo oktober til primo december i forbindelse med ovennævnte usikkerhed vedrørende udviklingen i de officielle renter forud for Styrelsesrådets møde i december. Efter dette møde faldt den implicitte volatilitet støt, idet den

fulgte en negativ tendens, der først vendte få dage før Styrelsesrådets møde i marts 2007.

EUROOMRÅDETS LANGE OBLIGATIONSRENTER STEG IGEN I 2006

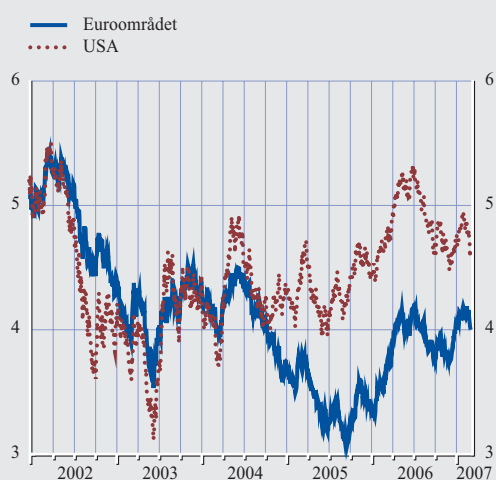
I 2006 fortsatte de lange obligationsrenter i euroområdet deres gradvise stigning fra de historisk lave niveauer i slutningen af 2005. Alt i alt steg den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet med 70 basispoint i 2006 og nærmede sig 4,0 pct. ultimo året (se figur 12). Den fornyede stigning i de lange renter afspejlede primært investorenes tiltagende optimisme med hensyn til de økonomiske udsigter for euroområdet. Det blev bekræftet af stigningen i renten for indeksstatsobligationer med udløb i 2015 – et mål for den lange realrente – med 60 basispoint fra ultimo 2005 til ultimo december 2006. Derimod forblev den 10-årige "break-even"-inflation, som er et mål for markedsdeltagernes inflationsforventninger og de dermed forbundne risikopræmier, stort set uændret i samme periode.

I 1. halvår 2006 steg de lange obligationsrenter brat på begge sider af Atlanten. I både euroområdet og USA steg de 10-årige obligationsrenter med ca. 80 basispoint fra ultimo december 2005 til ultimo juni 2006. Ud over de usædvanlig stærke internationale rentekoblinger afspejlede opsvinget i de lange renter i euroområdet også markedets reaktion på nøgletal om den økonomiske vækst og konjunkturbarometre, som generelt blev fortolket af investorerne som indikationer af forbedrede vækstudsigter for euroområdet. I overensstemmelse med denne fortolkning var den forholdsvis kraftige stigning i de nominelle obligationsrenter i 1. halvår 2006 hovedsagelig drevet af en stigning i realrentekomponenten. Mod slutningen af juni ophørte den overordnede opadgående tendens i obligationsrenterne i USA og euroområdet.

Det efterfølgende fald i de lange obligationsrenter i 3. kvartal, som igen var stærkt synkront på begge sider af Atlanten, kunne delvis tilskrives turbulensen på de internationale aktiemarkeder, der begyndte i maj og medførte, at investorerne på globalt plan kortvarigt foretrak forholdsvis

Figur 12. Lange statsobligationsrenter¹⁾

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



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

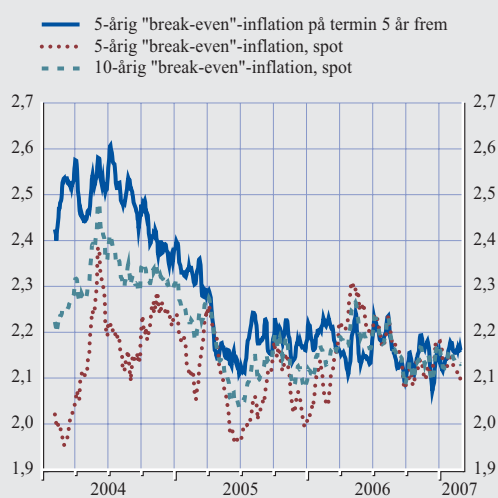
sikre likvide, fastforrentede produkter. Desuden kan den kraftige olieprisstigning i lyset af geopolitiske spændinger i Mellemøsten have påvirket de globale vækstudsigter. Samtidig er det sandsynligt, at begyndende tegn på en økonomisk afmatning i USA, som havde en markant nedadrettet effekt på de amerikanske renter over hele løbetidsspektret, også til en vis grad har påvirket de lange obligationsrenter i euroområdet gennem den usædvanligt stærke internationale transmission af stød til obligationsmarkedet. Mod slutningen af 2006 begyndte de lange obligationsrenter i euroområdet at stige på baggrund af gunstige nøgletal vedrørende den økonomiske aktivitet i euroområdet.

Trods den samlede stigning i de lange obligationsrenter i euroområdet fladede rentekurven ud i 2006. Det afspejles i en tilsvarende indsnævring af løbetidsspændet, målt som forskellen mellem den 10-årige statsobligationsrente og 3-måneders Euribor. Løbetidsspændet i euroområdet indsnævredes med ca. 50 basispoint i løbet af 2006 til et forholdsvis lavt niveau på ca. 30 basispoint ultimo året. Rentekurven i euroområdet fortsatte med gradvis at flade ud i takt med ECBs fem forhøjelser af de officielle renter. Set i et historisk perspektiv har et snævert – og navnlig et negativt – løbetidsspænd (en invers rentekurve) ofte været tegn på en efterfølgende konjunkturedgang eller endda en lavkonjunktur. Udfladningen af euroområdets rentekurve i 2006 skal imidlertid fortolkes i lyset af de risikopræmier, der indgår i de lange obligationsrenter. Risikopræmierne på obligationsmarkedet synes at være faldet til ekstraordinært lave niveauer i de seneste to år. Når der tages højde for de lave risikopræmier på obligationsmarkedet, er løbetidsspændet ultimo 2006 ikke længere så snævert.⁴

I 2006 var markedsdeltagernes inflationsforventninger på langt sigt samt risikopræmierne, som kommer til udtryk i "break-even"-inflationen, alt i alt tilsyneladende uændrede og lå stabilt for forskellige horisonter på lidt over 2 pct. p.a. Oplysninger om inflationsforventningerne (og de tilknyttede risikopræmier) for specifikke tids-horisonter fås ved at opdele den 10-årige "break-

Figur 13. "Break-even"-inflation i euroområdet på spot- og terminshandler

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



Kilder: Reuters, Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

even"-inflation i 5-årige "break-even"-segmenter og 5-årige implicite renter på termin fem år frem udledt af den skønnede inflationsstruktur for "break-even"-inflationen (se figur 13).⁵ Dekomponeringen viser, at forholdsvis stabile inflationsforventninger på mellemlangt til langt sigt – som afspejlet i sidebevægelsen i den 5-årige implicite "break-even"-inflation på termin fem år frem – var forbundet med en mere volatil udvikling i inflationsforventningerne på kort til mellemlangt sigt. I 1. halvår 2006 steg inflationsforventningerne på kort til mellemlangt sigt, målt ved den 5-årige "break-even"-inflation, faktisk med ca. 30 basispoint. Stigningen i inflationsforventningerne på kort til mellemlangt sigt på baggrund af en olieprisstigning blev næsten opvejet af et tilsvarende fald i 2. halvår 2006, hvor kurven for "break-even"-inflationen i euroområdet således fladede ud i betydelig grad (se figur 13).

4 Se boksen "Den seneste udfladning af rentekurven i euroområdet: hvilken rolle har risikopræmier spillet?" i ECB Månedsoversigt for december 2006.

5 Se også boksen "Estimation of constant-maturity index-linked bond yields and break-even inflation rates for the euro area" i ECB Månedsoversigt for juli 2006.

Den implicitte volatilitet på obligationsmarkedet i euroområdet steg en del i maj og juni 2006, hvorefter den faldt støt i i 2. halvår. Den forbigående stigning i den implicitte volatilitet på obligationsmarkedet i maj og juni afspejlede tilsyneladende en stigning i markedsdeltagernes usikkerhed vedrørende den fremtidige udvikling i renterne i lyset af turbulensen på aktiemarkedet på daværende tidspunkt. I 4. kvartal 2006 faldt den implicitte volatilitet på obligationsmarkedet til historisk lave niveauer. Det tydede på ret behersket usikkerhed blandt markedsdeltagerne vedrørende udviklingen i de lange obligationsrenter på helt kort sigt.

I de første to måneder af 2007 var de lange obligationsrenter i euroområdet samlet set næsten uændrede. Den 2. marts lå de på 4 pct. I perioden viste de lange obligationsrenter i euroområdet først en yderligere stigning til ca. 4,2 pct. medio februar, efterfulgt af et fald. De lange obligationsrenter i USA faldt også i anden halvdel af februar. Disse udviklingstendenser kunne tilsy-

neladende hovedsagelig tilskrives porteføljeomlægninger til mere sikre aktiver i form af langfristede statsobligationer på baggrund af turbulensen på det globale aktiemarked i slutningen af februar.

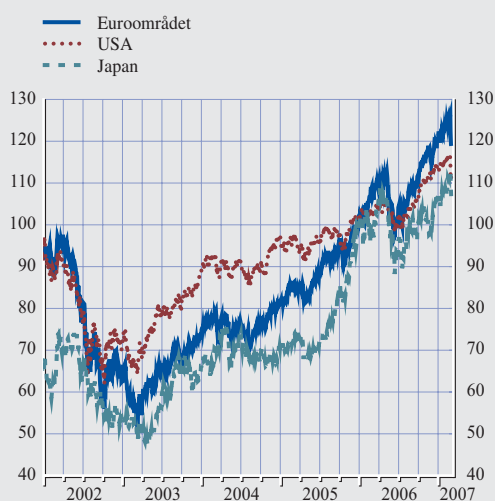
EUROOMRÅDETS AKTIEKURSER STEG KRAFTIGT I 2006

På trods af visse udsving steg aktiekurserne i euroområdet kraftigt i 2006 og fortsatte således den opadgående tendens siden begyndelsen af 2003 (se figur 14). Dow Jones Euro Stoxx-indekset sluttede året 20 pct. over niveauet ultimo 2005, hvilket var en større stigning end i både Standard & Poor's 500-indekset og Nikkei 225-indekset. Den kraftigere stigning i euroområdets aktiekurser end i de amerikanske og japanske aktiekurser skal ses i lyset af euroens relativt stærke appreciering over for den amerikanske dollar og den japanske yen i 2006. Den afdæmpende effekt, som euroens appreciering havde på indtjeningsudsigterne for euroområdets virksomheder i de eksportfølsomme sektorer, blev tilsyneladende mere end opvejet af den robuste faktiske og forventede indtjeningsvækst i virksomhederne i euroområdet på baggrund af de stærkt forbedrede økonomiske udsigter for euroområdet. Den seneste periode med hurtigt stigende aktiekurser adskiller sig fra perioden i anden halvdel af 1990'erne, idet kurs/indtjeningsforholdet denne gang lå tættere på gennemsnittet på langt sigt.

Det generelt stærke aktiemarked i euroområdet i 2006 dækker over en forbigående, men markant nedgang i aktiekurserne i 2. kvartal. Efter den tocifrede stigning i årets fire første måneder begyndte euroområdets aktiekurser at falde i begyndelsen af maj og aftog med ca. 13 pct. i den efterfølgende måned på baggrund af turbulensen på de internationale aktiemarkeder. Turbulensen kom til udtryk i den betydelige stigning i volatiliteten på aktiemarkedet i USA og euroområdet i maj og juni, til de højeste niveauer siden henholdsvis 2003 og 2004 (se figur 15). Ud over en opfattelse af større usikkerhed på aktiemarkedet, som indikeret af den implicitte volatilitet, har markedsdeltagerne tilsyneladende også mindsket deres risikovillighed i perioden med turbu-

Figur 14. Væsentlige aktieindeks ¹⁾

(Indeks: 30. december 2005 = 100; daglige observationer)



Kilder: Reuters, Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

1) De anvendte indekser er Dow Jones Euro Stoxx bredt indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

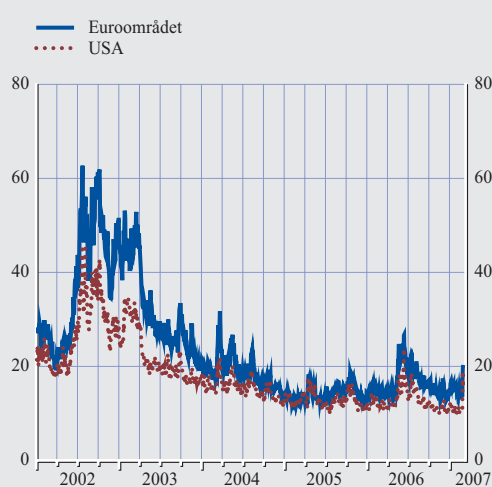
lens på markedet. Da de grundlæggende makro-økonomiske forhold ikke er blevet væsentligt forværret, er ændringer i investorernes risikovillighed og -opfattelse derfor den mest sandsynlige forklaring på det kortvarige fald i aktiekurserne i 2. kvartal 2006. Det stemmer overens med, at de kraftige korrektioner i aktiekurserne i euroområdet fandt sted trods opjusteringen af analytikerens forventninger til indtjeningen i 2. kvartal 2006. I 2. halvår faldt den implicitte volatilitet på aktiemarkedet tilbage til de historisk lave niveauer, og investorernes risikovillighed rettede sig tilsyneladende. Den deraf følgende nedgang i aktierisikopræmierne syntes sammen med vedvarende udsigter til god vækst i virksomhedernes indtjening at understøtte den kraftige stigning i euroområdets aktiekurser i 2. halvår 2006.

Hvad angår sektorfordelingen, klarede forsyningsvirksomhederne sig bedst i 2006 med en aktiekursstigning på over 30 pct. Den kraftige stigning skyldtes sandsynligvis intensiv aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser på baggrund af konsolidering blandt forsyningsvirksomheder i euroområdet. Som illustreret af de forbedrede konjunkturbarometre i euroområdet viste industrisektoren også en langt kraftigere stigning end det samlede indeks. I modsætning til udviklingen i 2005 var væksten i olie- og gassektoren lavere end i det samlede indeks i 2006. Udviklingen i oliepriserne kan have bidraget til sektorens forholdsvis svage resultater. Sundhedssektoren, hvor indtjeningen normalt er mindre afhængig af konjunkturforløbet, viste også lavere vækst end det samlede indeks i 2006.

I begyndelsen af 2007 fortsatte de globale aktiekurser først med at stige i et tempo svarende til stigningen i 2. halvår 2006. Den opadgående tendens i aktiekurserne ophørte den 27. februar, hvor kurserne faldt betydeligt over hele verden som følge af et dyk i de kinesiske aktiekurser. Både Dow Jones Euro Stoxx-indekset og Standard & Poor's 500-indekset faldt med ca. 5 pct. i løbet af få dage. De bratte fald i aktiekurserne udlignede stigningerne i årets første otte uger. Den 2. marts lå begge indeks en smule lavere end niveauet ultimo 2006. Desuden steg den impli-

Figur 15. Implicit volatilitet på aktiemarkedene ¹⁾

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



Kilde: Thomson Financial Datastream.

1) Den implicitte volatilitet for euroområdet måles ved VStoxx-indekset, som henviser til Dow Jones Euro Stoxx 50, og for USA måles den ved VIX-indekset, som henviser til Standard & Poor's 500. Begge indeks afspejler den forventede standardafvigelse for de procentvise ændringer i de tilsvarende aktieindeks over en periode på 30 dage.

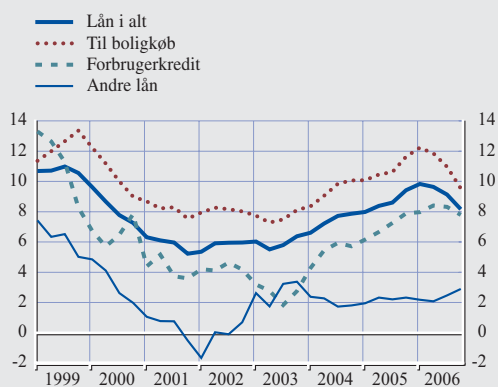
citte volatilitet kraftigt i begyndelsen af marts på alle de største aktiemarkeder, hvilket sandsynligvis var tegn på en omfattende revurdering af risiciene på aktiemarkedene.

FORTSAT KRAFTIGT UDLÅN TIL HUSHOLDNINGERNE

Husholdningernes låntagning var fortsat kraftig i 2006 og blev understøttet af gunstige finansieringsvilkår, et dynamisk boligmarked og forbedret forbrugertillid. Husholdningernes efterspørgsel efter MFI-lån steg i årets første måneder til et toppunkt på 9,8 pct. på årsbasis i foråret, hvorefter den gradvis aftog til 8,2 pct. på årsbasis i december. De seneste tal fra de kvartalsvise finansielle konti for euroområdet, som foreligger indtil 3. kvartal 2006, indikerer, at den årlige vækst i husholdningernes gæld til ikke-monetære finansielle institutioner (ikke-MFI'er), som omfatter andre finansielle formidlere samt forsikringselskaber og pensionskasser, lå ret stabilt på omkring 8 pct. i 2006.

Figur 16. MFI-lån til husholdningerne

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Fordelingen af MFIernes udlån til husholdningerne efter formål viser, at husholdningernes kraftige låntagning fortsat primært kunne tilskrives den robuste efterspørgsel efter lån til boligkøb (se figur 16). Den aktuelle kraftige realkreditlåntagning blev understøttet af de lave renter i hele euroområdet og et robust boligmarked i mange regioner, hvilket skabte et stort behov for finansiering (se afsnit 2.3 i dette kapitel). Desuden tyder resultaterne af eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån på, at den fortsat kraftige vækst i lån til boligkøb også kan være forbundet med en lempelse af bankernes kreditstandarder for godkendelse af lån. Bankerne angav konkurrence fra andre banker samt andre virksomheder end banker og en opfattelse af lavere risiko i forventningerne til den generelle økonomiske aktivitet som hovedårsagerne til lempelsen af kreditstandarderne. Ændringerne i kreditstandarderne blev hovedsagelig indført ved at mindske marginen på gennemsnitslån og ved at forlænge løbetiden.

I foråret 2006 begyndte den årlige vækst i MFIernes udlån til husholdningerne til boligkøb at aftage en smule fra over 12 pct. og nåede 9,5 pct. i december. Det var i overensstemmelse med stigningen i realkreditrenterne i årets løb fra de foregående års meget lave niveauer (se figur 17).

Udviklingen fandt sted på baggrund af stigningerne i ECBs officielle renter og markedsrenterne. Udlånsrenten for nye boliglån var 50-120 basispoint højere i december 2006 end ultimo november 2005, før ECB begyndte at forhøje de officielle renter i december 2005. Renten for lån med en kortere initial rentebindingsperiode steg kraftigere end renten for lån med en længere initial rentebindingsperiode. Resultaterne af eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder på, at efterspørgslen efter boliglån også blev dæmpet af mindre optimistiske udsigter for boligmarkedet i 2. halvår 2006, som også kom til udtryk i en vis svækkelse af væksten i huspriserne og aktiviteten på boligmarkedet nogle steder i euroområdet, hvor den tidligere havde været stærk.

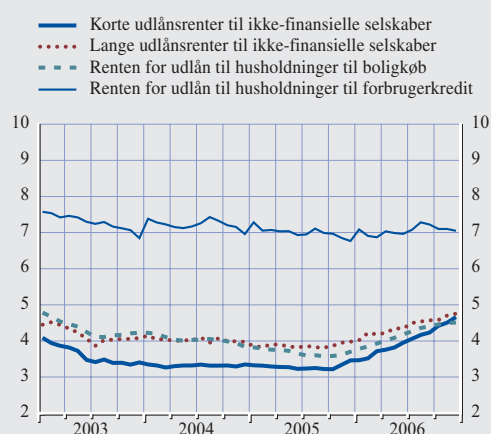
På samme måde som lån til boligkøb, om end på et noget lavere niveau, styrkedes den årlige vækst i forbrugerkredit yderligere frem til midten af året, hvorefter den aftog en smule i 2. halvår til 7,8 pct. i december. Ifølge eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån kunne efterspørgslen efter forbrugerkredit navnlig tilskrives en forbedret forbrugertillid og øget investering i varige forbrugsgoder, selv om den sidstnævnte faktors betydning faldt mod slutningen af året. Desuden blev kreditstandarderne for godkendelse af lån til husholdningerne til forbrugerkredit lempet betydeligt i 2006, hvilket tyder på en forbedring af kreditforholdene i årets løb.

YDERLIGERE STIGNING I HUSHOLDNINGERNES GÆLDSÆTNING

Som følge af den vedvarende kraftige dynamik i låntagningen steg husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst yderligere i 2006 (se figur 18). Alligevel var husholdningernes gældsætning stadig lavere i euroområdet end i de andre store industrialiserede lande, navnlig USA, Storbritannien og Japan. Husholdningernes gældsbetjeningsbyrde (rente- og afdragsbetalinger i forhold til disponibel indkomst) steg en del i 2006 som følge af den fortsat kraftige udlånsvækst og den beskedne stigning i bankernes udlånsrenter.

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

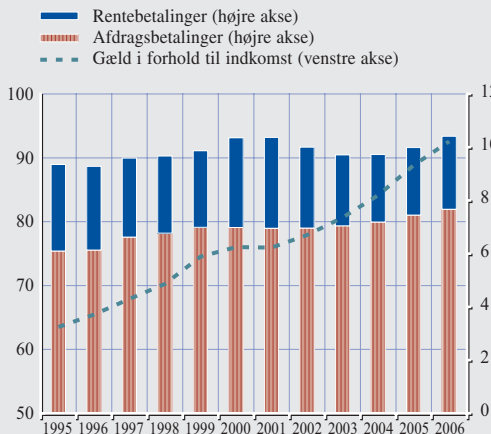
(I pct. p.a.; ekskl. gebyrer; renter for nye forretninger; vægtkorrigeret)



Kilde: ECB.
Anm.: For perioden fra december 2003 beregnes de vægtkorrigerede MFI-renter ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra et 12-måneders glidende gennemsnit af mængderne af nye forretninger. For den foregående periode november-januar 2003 beregnes de vægtkorrigerede MFI-renter ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra gennemsnittet af nye forretninger i 2003. Se også boks 3 i ECB Månedsoversigt for august 2004.

Figur 18. Husholdningernes gæld og gældsbetjeningsbyrde

(I pct. af disponibel indkomst)



Kilde: ECB.
Anm.: Observationer for 2006 er skøn.

Den fortsatte stigning i husholdningernes gældsætning har øget deres eksponering for ændringer i renter, indkomst og aktivpriser. Ved vurdering af disse aggregerede tal bør det desuden tages i betragtning, at de repræsenterer et gennemsnit for husholdningssektoren i euroområdet som helhed og varierer markant fra euroland til euroland og husholdning til husholdning. I den henseende er gælds niveauet og gældsbetjeningsbyrden fx højere, hvis analysen begrænses til husholdninger, som faktisk har et udestående realkreditlån. Endvidere varierer gælds niveauet og gældsbetjeningsbyrden efter indkomstniveau. Det betyder, at selv om størstedelen af gælden absolut set holdes af husholdninger med et højt indkomstniveau, som kan være mere modstandsdygtige over for en forværring af de makroøkonomiske forhold og/eller højere renter, er gældsbetjeningsbyrden klart større for husholdninger med lav indkomst. Endelig er der en vis usikkerhed forbundet med, at andelen af eksisterende realkreditgæld, som er eksponeret for ændringer i de aktuelle renteforhold, afhænger af særlige

træk ved de underliggende realkreditaftaler, der varierer betydeligt på tværs af euroområdet.

FORTSAT LAVE REALOMKOSTNINGER VED EKSTERN FINANSIERING FOR IKKE-FINANSIELLE SELSKABER

Finansieringsforholdene for de ikke-finansielle selskaber i euroområdet var fortsat gunstige i 2006 og understøttede således den økonomiske vækst. Det kom til udtryk i både lave finansieringsomkostninger og god adgang til finansieringskilderne. De ikke-finansielle selskaber øgede især deres låntagning fra bankerne, mens udstedelsen af markedsbaserede instrumenter var mere afdæmpet. Trods den seneste stigning i gældskvoter og nettorentebetalinger var de ikke-finansielle selskabers finansielle stilling stadig gunstig i 2006, navnlig som følge af en høj grad af rentabilitet og fortsat lave finansieringsomkostninger.

Efter stigningerne i ECBs officielle renter steg de samlede realomkostninger ved ekstern finan-

siering for de ikke-finansielle selskaber i løbet af 2006, men de var stadig lave set i et historisk perspektiv (se figur 19).⁶

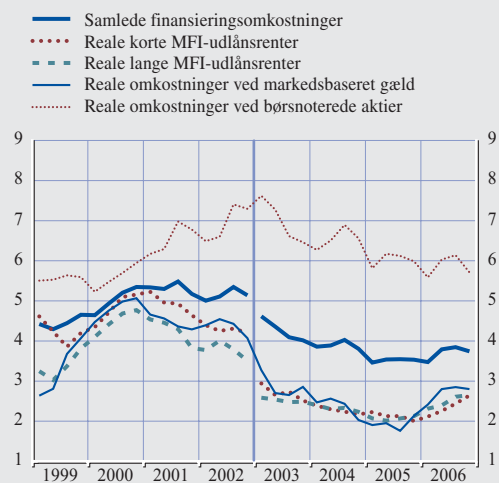
Hvad angår de forskellige komponenter i finansieringsomkostningerne, steg både de reale og de nominelle MFI-renter for lån til ikke-finansielle selskaber i 2006 (se figur 17). Stigningen i pengemarkedsrenterne – på 155 basispoint fra september 2005 til december 2006 for 3-måneders Euribor – er stort set slået igennem på MFI-lån. MFI-renterne for variabelt forrentede lån med en initial rentebindingsperiode på op til 1 år steg med ca. 125-155 basispoint i samme periode, selv om der fortsat var tale om en vis spredning mellem landene (se boks 2). De fleste lange MFI-renter har også fulgt det stigende mønster, som blev observeret i markedsrenterne med tilsvarende løbetider. Disse stigninger – fra ca. 60 til 135 basispoint – har stort set fulgt de lange markedsrenter, hvorved rentespændene for banklån er forblevet lave.

De reale omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers markedsbaserede gæld var også stadig forholdsvis lave, selv om de steg mere end omkostningerne ved bankbaseret gæld i 2006. Spændene for BBB-ratede erhvervsobligationer svingede omkring 75 basispoint i gennemsnit i 2006. De snævre spænd afspejler sandsynligvis en lav kreditrisiko og blev understøttet af lav volatilitet i aktivpriserne og virksomhedernes stærke indtjening.⁷ På trods af den relativt gunstige udvikling i 2006 kan der være grund til forsigtighed på længere sigt, da der er visse tegn på forværring af de generelle vilkår for erhvervslivet samt kreditmarkedsforholdene. Faktisk er der tegn på, at det stigende antal gældsfinansierede fusioner og virksomhedsovertagelser samt lånefinansierede virksomhedsovertagelser, aktietilbagekøb og særlige udbetalinger af udbytte har haft en negativ indvirkning på holdbarheden af virksomhedernes gælds niveauer.⁸

De reale omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers udstedelse af børsnoterede aktier svingede en del i 2006, men holdt sig generelt på et niveau, der svarer til niveauet i 2005, trods

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

(I pct. p.a.)



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

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

aktiekursstigningerne. Omkostningerne ved at udstede aktier var fortsat betydeligt højere end andre finansieringsomkostninger, selv om forskellen er mindsket betydeligt, hvilket bl.a. skyldes stigningen i omkostningerne ved gældsstiftelse i 2006.

6 De ikke-finansielle selskabers realomkostninger ved ekstern finansiering beregnes ved en vægtning af de forskellige eksterne finansieringskilder på grundlag af udeståender (korrigeret for værdiansættelseeffekter). En nærmere beskrivelse af målet findes i boksen "Et mål for de reale omkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering" i ECB Månedsoversigt for marts 2005.

7 Se boksen "The outlook for corporate credit spreads in the euro area" i ECB Månedsoversigt for november 2006.

8 Se boksen "Den seneste udvikling inden for lånefinansierede virksomhedsovertagelser i euroområdet" i ECB Månedsoversigt for december 2006.

RENTESPREDNINGEN PÅ DETAILBANKMARKEDET I EUROLANDENE

På trods af den markante rentekonvergens i tiden op til gennemførelsen af ØMUen er der eurolandene imellem stadig forskel på MFI-renterne for indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber. Detailbankmarkedet er blandt de mest fragmenterede inden for euroområdet finansielle system.¹ Formålet med denne boks er at give et billede af forskellene mellem landene og ridse nogle af årsagerne op. En forståelse af disse forskelle giver en bedre baggrund for at fortolke udviklingen i euroområdet og vurdere de pengepolitiske beslutningers potentielle virkning på de forskellige økonomier i euroområdet. Bankerne spiller en central rolle i det finansielle system og påvirker derfor husholdningernes og de ikke-finansielle selskabers beslutninger, hvad angår opsparing, finansiering og forbrug.

En stor del af analysen bygger på en rapport, der er udarbejdet af eurosystemets Pengepolitiske Komite og Statistikkomite, og som blev offentliggjort i september 2006.² Senere er en gruppe udvalgte MFI-renter, opdelt efter land, også blevet offentliggjort på både ECBs og de nationale centralbanker i euroområdet websteder. De udvalgte MFI-renter har dannet grundlag for sammenligningen i denne boks, som hovedsagelig omfatter de 10 MFI-renter, der vedrører nye forretninger, idet de er opgjort for den samme referenceperiode i alle lande.

I tabellen gives et overblik over den relative spredning i MFI-renteniveauet i landene, der måles ved variationskoefficienten. Spredningsniveauet er højest for renter for indlån på anfordring og betydeligt lavere for tidsindskud med en løbetid på op til 1 år. På udlånssiden udviser kassekreditter og udlån til husholdninger til forbrug de største landeforskelle, mens rentespredningen er lavere for udlån til ikke-finansielle selskaber og boliglån. Desuden er spredningen for nye udlån til variabel rente og med en initial rentebindingperiode på op til 1 år noget højere i de fleste kategorier end spredningen for nye udlån med en længere initial rentebindingperiode.

Der kan være mange forklaringer på landeforskellene i MFI-renterne, bl.a. markedskonkurrence, forskellige risikopræmier (fx kreditrisiko eller konverteringsrisiko) bankspecifikke forhold og konjunkturfaktorer såsom konjunkturudviklingen, udviklingen i indlånsudbud og kreditefterspørgsel eller boligprisudviklingen. Nyere analyser peger på, at renterne er forskellige, fordi de nationale bankprodukter er forskellige, eller på grund af nationale faktorer.³ Forskelle i den gennemsnitlige initiale rentebindingperiode er en mulig forklaring på spredningen i MFI-renterne inden for flere udlånskategorier. I en sammenligning af de enkelte nationale MFI-renter bør det desuden tages i betragtning, at forretningsomfanget varierer meget fra land til land, og at visse markeder er meget små eller nærmest ikke-eksisterende i nogle lande.⁴ I disse tilfælde kan de underliggende nye forretninger være meget volatile, og renten kan afspejle lejlighedsvis transaktioner under atypiske betingelser.

1 Se fx "Indicators of financial integration in the euro area", ECB, 29. september 2006.

2 "Differences in MFI interest rates across euro area countries", ECB, 20. september 2006.

3 Nationale forskelle kan delvis forklares ved variabler, der afspejler nationale indskyderes og låntageres karakteristika, og ved banksystemernes karakteristika (se M. Affinito og F. Farabullini, "An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area", Temi di Discussione nr. 589, Banca d'Italia, maj 2006). En detaljeret tværnational sammenligning af MFI-renter findes også i bilag II til den anden foreløbige rapport om "Current accounts and related services", Europa-Kommissionen, 17. juli 2006.

4 For eksempel dokumenterer ECBs rapport, se fodnote 2, forskellene mellem landene i udbredelsen af udlån med variabel rente og udlån med forskellige initiale rentebindingstider.

Landevariationer i MFI-renter for nye forretninger ^{1) 2)}

(Koefficient af landevariationer; gennemsnit fra januar 2003 til december 2006)

Indlån fra husholdninger		
Indlån på anfordring		0,51
Tidsinskud med løbetid på op til 1 år		0,08
Indlån fra ikke-finansielle selskaber		
Indlån på anfordring		0,43
Tidsinskud med løbetid på op til 1 år		0,03
Udlån til husholdninger		
Kassekreditter		0,17
Udlån til forbrug	med variabel rente og op til 1 års initial rentebinding	0,26
	over et og op til 5 års initial rentebinding	0,15
	over 5 års initial rentebinding	0,12
Udlån til boligkøb	med variabel rente og op til 1 års initial rentebinding	0,10
	over et og op til 5 års initial rentebinding	0,09
	over fem og op til 10 års initial rentebinding	0,07
	over 10 års initial rentebinding	0,07
Udlån til ikke-finansielle selskaber		
Kassekreditter		0,20
Udlån op til 1 mio. euro	med variabel rente og op til 1 års initial rentebinding	0,11
	over et og op til 5 års initial rentebinding	0,07
	over 5 års initial rentebinding	0,07
Udlån over 1 mio. euro	med variabel rente og op til 1 års initial rentebinding	0,08
	over et og op til 5 års initial rentebinding	0,11
	over 5 års initial rentebinding	0,09

Kilde: ECB.

1) Variationskoefficienten beregnes som standardafvigelsen divideret med euroområdet rente. Standardafvigelsen beregnes som kvadratroden af den vægtede varians af de nationale MFI-renter i forhold til euroområdet rente. Den vægtede varians er de kvadrerede afvigelser mellem de nationale MFI-renter og euroområdet MFI-rente, beregnet efter den nationale andel i det samlede forretningsomfang i euroområdet for en given instrumentkategori.

2) Denne tabel viser et udsnit af de variationskoefficienter for euroområdet MFI-renter for nye forretninger, som findes på ECBs websted.

I resten af denne boks ses der nærmere på de forskellige markedssegmenter med hovedvægt på betydningen af produkternes heterogenitet, institutionelle forskelle som følge af lovgivning og skatteregler samt spørgsmål vedrørende måling.

MFI-renter for indlån fra husholdninger

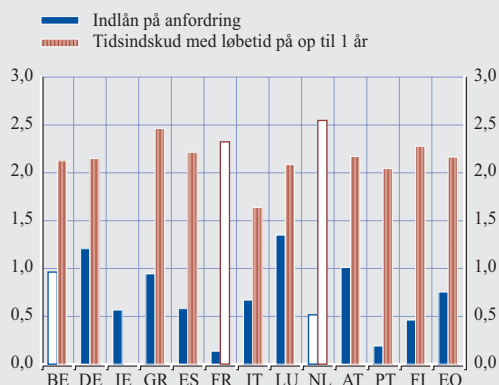
Landeforskellene i MFI-renterne for indlån fra husholdninger kan ofte være forbundet med forskellige produkttegenskaber, fx indlånenes likviditetsgrad og rentestruktur, markedsregulering og forretningspraksis. Andre vigtige faktorer kan være forskelle i skatteregler (fx skattebegunstigede konti i visse lande), selv om det er vanskeligt at fastslå en direkte årsagssammenhæng.

Renteforskellene er særligt udtalte inden for indlån på anfordring. I nogle lande forrenter MFierne stort set ikke disse indlån, mens indskyderne i andre lande i gennemsnit kan få over 1,30 pct. på deres anfordringskonti (se figur A). Denne væsentlige spredning kan skyldes, at bankerne anvender forskellige prisstrategier for anfordringskonti og tilknyttede tjenesteydelser. Nogle banker betaler fx en højere rente, men kræver højere gebyrer for tjenesteydelser i forbindelse med anfordringskonti, mens andre måske betaler lavere renter og til gengæld kræver lavere gebyrer. De tal, som Europa-Kommissionen har indsamlet i sin sektorundersøgelse om detailbankvirksomhed, viser, at det kan være tilfældet i nogle eurolande, mens lave renter i andre lande er forbundet med høje gebyrer.⁵

⁵ Se "Report on the retail banking sector inquiry", internt arbejdsdokument fra Europa-Kommissionen, SEC(2007) 106, 31. januar 2007.

Figur A. MFI-renter for indlån fra husholdninger ^{1) 2)}

(I pct. p.a.; gennemsnit fra januar 2003 til december 2006)

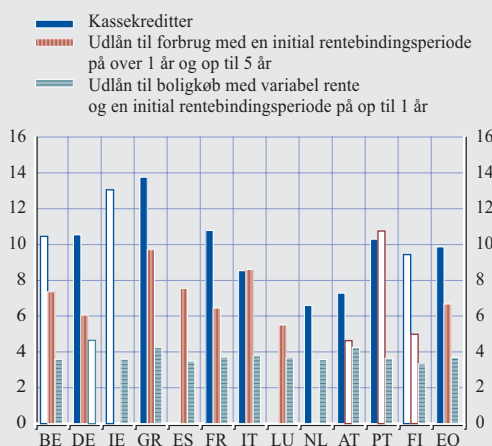


Kilde: ECB.

- 1) Forkortelsen "EO" betegner den vægtede gennemsnitsrente for euroområdet.
- 2) Ikke-udfyldte søjler angiver lande, hvor rentekategorien er af mindre relevans i euroområdesammenhæng. Kriterierne for euroområderelevans er beskrevet i ECBs udgivelse, se fodnote 2 til denne boks.

Figur B. MFI-renter for udlån til husholdninger ¹⁾

(I pct. p.a.; gennemsnit fra januar 2003 til december 2006)



Kilde: ECB.

- 1) Se noter til figur A.

Endvidere kan den stigende udbredelse i nogle lande af internetkonti og andre højrentekonti – hvor indestående kan hæves inden for en enkelt dag, men ikke anvendes til betalingsformål – medføre en tendens til at hæve renten for indlån på anfordring.⁶

En bemærkelsesværdig undtagelse fra de udtalte landeforskelle i renterne for husholdningers indlån vedrører tidsindsud med en løbetid på op til 1 år, som er mere homogene.

MFI-renter for udlån til husholdninger til forbrug

Den største spredning ses i udlån til husholdninger til forbrug. Variationen er særlig markant inden for renter for kassekreditter, hvor intervallet er fra under 7,00 pct. til 13,50 pct. eller højere (se figur B). Landeforskellene for andre typer af forbrugslån er mindre udtalte, men stadig betydelige.

Der er ikke kun store forskelle i størrelsen på forbrugerkreditmarkedet, men også i produktudbud (herunder praksis for sikkerhedsstillelse), brug af kreditkortlån, markedsforhold, navnlig med hensyn til specialiserede långiveres indflydelse, og initiale rentebindingsperioder.⁷ Disse faktorer kan også være afspejlet, i hvert fald delvist, i forskellene i MFI-renterne landene imellem. Forskelle i den statistiske behandling af kreditkortlån i de løbende tal kan fx have en betydning, fordi renten for disse lån typisk er væsentligt højere end renten for andre forbrugslån. Desuden har kassekreditter og lån, der ydes via kreditfaciliteter, forskellige karakteristika i de forskellige lande.

⁶ Se fx boksen "Factors explaining the robust growth of M1" i ECB Månedsoversigt for april 2006.

⁷ Se fx K. Lannoo, R. Ayadi og C. Selosse, "Consumer credit in Europe: riding the wave", Mercer Oliver Wyman og European Credit Research Institute, november 2005.

MFI-renter for udlån til husholdninger til boligkøb

Selv om spredningen i MFI-renterne for udlån til husholdninger til boligkøb ligger i den lave ende (se figur B), tyder en sammenligning med USA på, at spredningen i realkreditrenter mellem regioner i USA er lavere end spredningen mellem eurolandene.⁸ Nyere undersøgelser af de europæiske realkreditmarkeder fremhæver de store forskelle i produktudbud, skatteregler og lovgivning, faktorer som sandsynligvis forklarer en stor del af forskellene i MFI-renterne for udlån til husholdninger til boligkøb.⁹

En vigtig faktor er forskellene i den initiale rentebindingsperiode, som gør de udlånsrenter, der er omfattet af undersøgelserne, følsomme over for rentekurvens hældning. Særlige boligfinansieringsordningers udbredelse i nogle lande kan også spille en rolle. Skatteregler og lovgivning i en medlemsstat har sandsynligvis større indflydelse på realkreditlån (end på andre typer udlån) på grund af den betydning, der normalt tillægges ejerboliger.¹⁰

Da de fleste udlån til husholdninger til boligkøb desuden er sikret ved pant i fast ejendom, kan renteforskellene hænge delvist sammen med forskellige forventninger til udviklingen i ejendomsmarkedet. Forskellene i udviklingen i priserne på ejerboliger kan have påvirket værdien af sikkerheden for udlån.

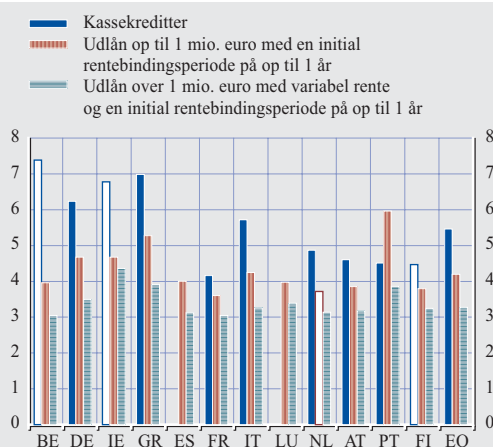
Endelig er euroområdet også stadig ret fragmenteret, hvad angår finansieringsmetoder, der varierer fra indlånsfinansiering til dækkede obligationer og realkreditobligationer, i modsætning til USAs realkreditmarked, der er koncentreret om realkreditinstitutter.

MFI-renterne for udlån til ikke-finansielle selskaber

Spredningen i renterne for kassekreditter til ikke-finansielle selskaber er blandt de største (og er større end spredningen i renterne for kassekreditter til husholdninger), som det fremgår af figur C. Rentespredningen er væsentligt mindre for andre virksomhedslån, hvor den er blandt de allerlaveste overhovedet, selv om den i visse tilfælde er noget højere end for boliglån. Disse landeforskelle skyldes primært faktorer som produkternes heterogenitet og de særlige forhold, som de ikke-finansielle selskaber opererer under (der fx afhænger af virksomhedsstørrelse).

Der er stadig forskelle i praksis for sikkerhedsstillelse, ikke kun for udlån, men også for kassekreditter. I nogle lande er kassekreditter nor-

Figur C. MFI-renter for udlån til ikke-finansielle selskaber¹⁾



Kilde: ECB.

1) Se noter til figur A.

8 Se boksen "Regional sammenligning af realkreditrenter i euroområdet og USA" i ECB Årsberetning for 2005.

9 Fx "The costs and benefits of integration of EU mortgage markets", rapport udarbejdet af London Economics for Europa-Kommissionen, august 2005.

10 Detailbankmarkederne er et af Europa-Kommissionens prioritetsområder for politikken for finansielle tjenesteydelser frem til 2010 som beskrevet i hvidbogen om politikken for finansielle tjenesteydelser 2005-2010.

malt usikrede, mens de i andre lande oftest er sikrede (fx med fakturaer eller en del af virksomhedens portefølje). Desuden kan en høj rente for kassekreditter afspejle, at der er tale om ikke-bevilligede overtræk, således at renten omfatter en strafrente. Bankerne ser det måske også som tegn på dårlig likviditetsstyring fra virksomhedens side, når den tyr til denne form for lån, og opkræver derfor en højere rente for at kompensere for, hvad der opfattes som en højere risiko.

Endvidere er der for udlån (undtagen kassekreditter) forskelle med hensyn til den gennemsnitlige initiale rentebindingsperiode inden for en instrumentkategori. Da rentekurven normalt er stigende, er renterne sandsynligvis højere i de lande, hvor den gennemsnitlige initiale rentebindingsperiode er tættest på det øvre bånd i en given instrumentkategori. Et andet spørgsmål i denne sammenhæng er aggregeringsmetodens eventuelle effekt på renterne for nye forretninger, da udlån med kortere løbetid generelt ydes hyppigere end udlån med længere løbetid.

Endelig er der sandsynligvis andre vigtige faktorer såsom visse særlige markedsforhold for udlån til ikke-finansielle selskaber, navnlig virksomhedsstørrelse, adgang til finansiering uden for banker, långivertyper og "relationship banking".

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

De ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter ekstern finansiering steg yderligere i 2006.

Efterspørgslen efter ekstern finansiering steg trods rigelige interne midler. Børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet oplevede fortsat høj rentabilitet i 2006, hvilket fx afspejledes i nettoindtægter i forhold til omsætning (se figur 20).⁹ Indtjeningsmålene steg især i transport- og kommunikationssektoren, mens stigningen i indtjening i engros- og detailhandelssektoren fortsat lå under den gennemsnitlige stigning for alle børsnoterede ikke-finansielle selskaber. Denne udvikling kan afspejle den forholdsvis beherskede vækst i det private forbrug i euroområdet.

Ultimo 2006 steg den årlige reale vækst i de ikke-finansielle selskabers finansiering til 4,5 pct. mod 1,2 pct. ultimo 2004. Udviklingen kan primært tilskrives en kraftig stigning i bidragene fra MFI-udlån, mens stigningen i bidragene fra gældsinstrumenter og børsnoterede aktier var mere beskeden (se figur 21).

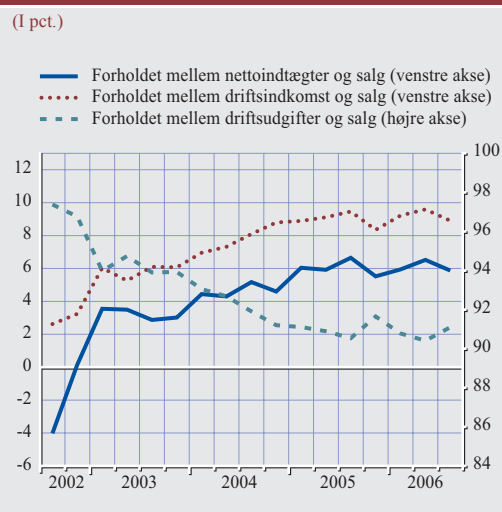
Den robuste vækst i MFIernes udlån over hele løbetidsspektret fortsatte i 2006, og den nominelle årlige vækst i MFIernes udlån til ikke-

finansielle selskaber var 13,0 pct. i december 2006. En så høj årlig vækst er ikke observeret siden euroens indførelse i 1999, men det bør tages i betragtning, at bankernes udlån til ikke-finansielle selskaber også har vist en stærk dynamik i andre store økonomier, navnlig i USA, hvor væksten i bankernes udlån har været endnu kraftigere i de seneste år. Ifølge eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån angav banker, at finansieringsbehov, som er forbundet med den realøkonomiske aktivitet – dvs. til lagerbeholdninger, driftskapital og anlægsinvesteringer – gradvis har fået større betydning som årsag til den fortsatte styrkelse af efterspørgslen efter lån i euroområdet i 2006. Andre faktorer af mere finansiel karakter, fx behov for finansiering af fusioner og virksomhedsovertagelser, har også bidraget til nettoefterspørgslen efter lån. En lempelse af udbudsforholdene vedrørende banklån i de seneste år kan også have bidraget til den aktuelle udvikling i virksomhedernes kredit.

I modsætning til dynamikken i bankbaseret virksomhedsfinansiering lå markedsbaseret finansiering – via både aktier og gældsinstrumenter – stadig forholdsvis lavt. Den årlige vækst i gælds-

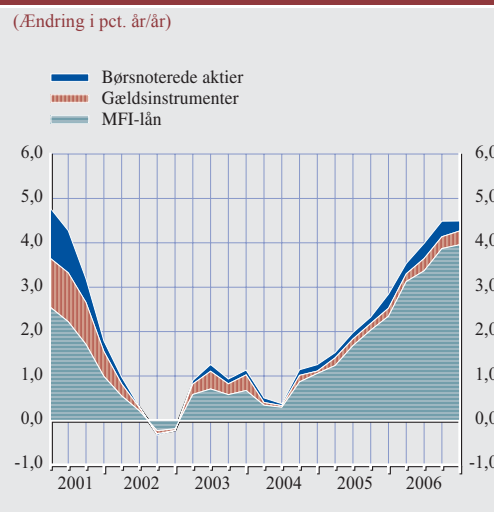
⁹ Se også boksen "Udviklingen i indtjening og gearing i børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet" i ECB Månedsoversigt for juni 2006.

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



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

Figur 21. Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber¹⁾



Kilde: ECB.

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

instrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber, som var ca. 4,0 pct. i gennemsnit i 2006, var stadig forholdsvis beskeden som i de foregående år. Sandsynlige årsager til den beskudne vækst er den kraftigere vækst i omkostningerne ved markedsbaseret gæld i forhold til bankbaseret gæld i 2006 samt tendensen til at benytte lån snarere end gældsinstrumenter til finansiering af fusioner og virksomhedsovertagelser. Der er tegn på, at den øgede aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser hovedsagelig finansieres via syndikerede banklån frem for gældsinstrumenter, som i tidligere tilsvarende situationer i højere grad blev anvendt som finansieringskilde.

Den årlige vækst i børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber viste en vis stigende tendens i 2006, men forblev generelt afdæmpet. Det alt i alt beskudne bidrag fra nettoudstedelse af børsnoterede aktier til euroområdets virksomheders nettofinansiering skyldes sandsynligvis, at de reale omkostninger ved at udstede aktier var betydeligt højere end de reale omkostninger ved gældsstiftelse. Den fortsatte udbredelse af

aktietilbagekøbsprogrammer kan også være en del af forklaringen på den lave vækst. Samtidig er bruttoudstedelsen steget en del på det seneste, hvilket blev understøttet af udviklingen i både børsintroduktioner og udbud på det sekundære aktiemarked. Stigningen i de ikke-finansielle selskabers bruttoudstedelse synes alt i alt at være forbundet med den tiltagende økonomiske vækst i euroområdet.¹⁰

STIGNING I VIRKSOMHEDERNES GÆLD

Hvad angår udviklingen i euroområdets ikke-finansielle selskabers balance, har den betydelige stigning i sektorens gældsstiftelse medført en fortsættelse af stigningen i gældens andel af BNP i 2006. Efter en konsolideringsperiode er de ikke-finansielle selskabers gældskvote i øjeblikket højere end det tidligere toppunkt i 2003, som fulgte efter en kraftig stigning i anden halvdel af 1990'erne.

10 Se artiklen "Equity issuance in the euro area" i ECB Månedsoversigt for maj 2006.

De ikke-finansielle selskabers nettorentebetalinger på deres MFI-lån samt indskud som andel af BNP faldt betydeligt i første halvdel af 1990'erne og nåede derefter et forholdsvis lavt niveau i 2005. Den seneste gældsudvikling har, sammen med renteutviklingen, medført en betydelig forøgelse af de ikke-finansielle selskabers rentebyrde i 2006.

2.3 UDVIKLINGEN I PRISER OG OMKOSTNINGER

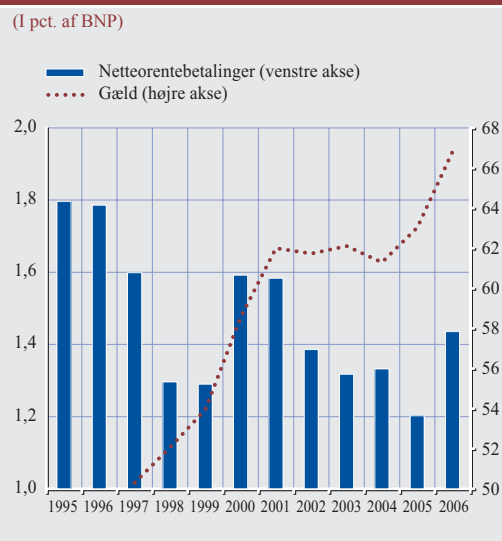
Den samlede HICP-inflation lå i gennemsnit på 2,2 pct. i 2006, hvilket var uændret i forhold til 2005. På trods af denne generelle stabilitet udviste den årlige inflation en betydelig volatilitet i løbet af året, som i vidt omfang var forbundet med energiprisudviklingen. Der var fortsat yderligere inflationspres under opbygning, især som følge af den voldsomme stigning i de globale priser på råvarer ekskl. energi. I overensstemmelse hermed var der i 2006 en markant vækst i priserne på halvfabrikata. I de senere stadier af produktionskæden kan en vis stigning i producentpriserne på forbrugsgoder skyldes indirekte effekter af tidligere stigninger i råvarepriserne. Disse effekter har hidtil været afdæmpede. Endelig bidrog en moderat udvikling i arbejdskraftsomkostningerne i 2006 fortsat til et generelt afdæmpet inflationspres, og det samme gjorde euroens apreciering.

DEN SAMLEDE INFLATION VAR BETYDELIGT PÅVIRKET AF ENERGIPRISUDVIKLINGEN

Kortvarige udsving i oliepriserne og basiseffekter fra den tidligere energiprisudvikling spillede en vigtig rolle for den samlede HICP-inflationsprofil i 2006 (se figur 23).

Gennemsnitsprisen (i euro) på en tønde Brent-råolie steg med ca. 20 pct. i 2006 i forhold til en stigning på ca. 45 pct. i 2005 (se tabel 1). Oliepriserne udviste også en kraftig volatilitet i 2006, idet de steg i 1. halvår og nåede et historisk topunkt i august for derefter at falde brat igen. Faldet i råoliepriserne var ledsaget af et kraftigt fald i olierelaterede energipriser på forbrugerniveau. Endvidere blev effekten på priserne tilsynel-

Figur 22. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter og nettorentebetalinger



Kilder: ECB og Eurostat.
Anm.: Tallene for 2006 er skøn.

dende forstærket af et markant fald i raffineringmarginen for benzin.¹¹ Energiprisstigningernes bidrag til den samlede HICP-inflation var stærkest i 1. halvår 2006 og aftog væsentligt i 2. halvår (se figur 24). De kraftige energiprisstigninger i 2005 medførte gunstige basiseffekter gennem næsten hele 2006.¹²

Priserne på uforarbejdede fødevarer bidrog betydeligt mere til den samlede inflation i 2006 end i de foregående år som følge af meget stærke stigninger i 3. og 4. kvartal. Dette skyldtes navnlig sommerens vejrforhold i størsteparten af Europa, som påvirkede udbuddet af frugt og grøntsager. Desuden øgedes kødprisernes bidrag også i løbet af året.

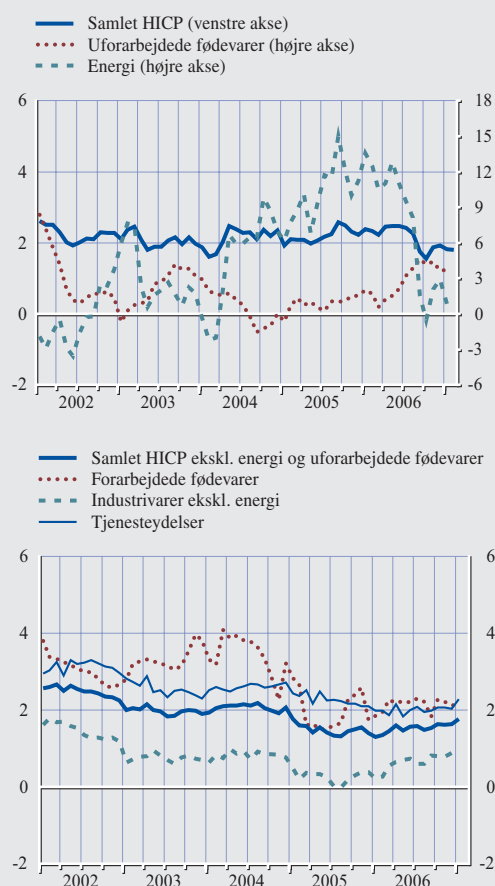
Den gennemsnitlige årlige vækst i HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer var 1,5 pct. i

11 Se boksen "Recent developments in oil and petrol prices" i ECB Månedsoversigt for november 2006.

12 Se boksen "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" i ECB Månedsoversigt for januar 2007.

Figur 23. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen

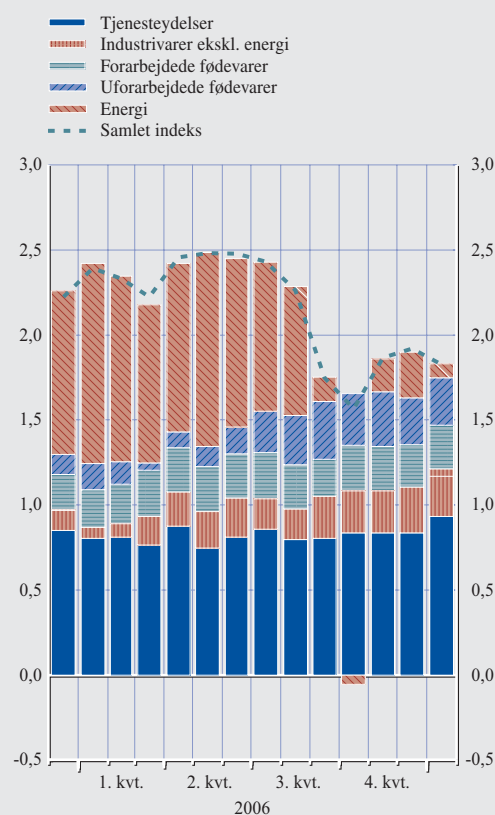
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Figur 24. De vigtigste komponents bidrag til HICP-inflationen

(Bidrag i procentpoint år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat og ECBs beregninger.

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

2006, hvilket var stort set uændret i forhold til 2005. Der var dog en mindre stigning for HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer i løbet af året fra 1,4 pct. i 1. kvartal til 1,6 pct. i 4. kvartal. Den opadgående tendens skyldtes hovedsagelig stigningen i den årlige vækst i priserne på industrivarer ekskl. energi fra 0,3 pct. i 1. kvartal til 0,8 pct. i 4. kvartal og afspejlede højst sandsynligt, at tidligere stigninger i energi- og ikke-energi-relaterede råvareomkostninger gradvist var blevet væltet over på forbrugerne. Inflationen i priserne på tjenesteydelser lå stort set stabilt på ca. 2,0 pct. i 2006 på trods af en vis kortsigtet volatilitet i enkelte underkomponenter, fx prisen

på charterrejser, der var påvirket af den tidsmæssige forskydning af helligdagene i foråret 2006. Samlet set syntes det indenlandske prispress at have været afdæmpet i 2006, og gennemslaget på forbrugerpriserne af tidligere stigninger i priserne på olie og råvarer ekskl. olie var fortsat begrænset.

På trods af betydelige inflationsstød i 2006, især fra energiprisudviklingen, og en samlet inflation, der konstant lå over 2 pct. i de første tre kvartaler, var de langsigtede inflationsforventninger fortsat fast forankrede på et niveau, der er foreneligt med prisstabilitet (se boks 3).

Tabel 1. Prisudviklingen

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

	2004	2005	2006	2005 4. kvrt.	2006 1. kvrt.	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.	2007 Jan.	2007 Feb.
HICP og dets komponenter										
Samlet indeks ¹⁾	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8
Energi	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Forarbejdede fødevarer	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Uforarbejdede fødevarer	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Industrivarer ekskl. energi	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Tjenesteydelser	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
Andre pris- og omkostningsindikatorer										
Producentpriser i industrien ²⁾	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) ³⁾	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Råvarepriser ⁴⁾	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

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

1) HICP-inflation i februar 2007 ifølge Eurostats foreløbige skøn.

2) Ekskl. byggeri.

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

4) Ekskl. energi; i euro.

Boks 3**LANGSIGTEDE INFLATIONSFORVENTNINGER I EUROOMRÅDET**

Hovedmålet for ECBs pengepolitik er at fastholde prisstabilitet. Med dette mål for øje sigter ECBs styrelsesråd mod at holde den årlige stigningstakt i HICP i euroområdet på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Stabilisering af de langsigtede inflationsforventninger hos de økonomiske aktører i euroområdet på et niveau, der er foreneligt med prisstabilitet, er en forudsætning for en effektiv pengepolitik. Mens prisstød, der ligger uden for pengepolitisk kontrol, fx olieprisstigninger, kan påvirke den samlede inflation på kort sigt og derfor kan påvirke de kortsigtede inflationsforventninger, bør de langsigtede inflationsforventninger afspejle de økonomiske aktørers tro på, at ECB når sin målsætning om prisstabilitet. En troværdig pengepolitik bidrager til at forankre de langsigtede inflationsforventninger til målsætningen. I denne boks gennemgås de forskellige mål for de langsigtede inflationsforventninger, som kan anvendes som målestok for pengepolitikens troværdighed i euroområdet og udviklingen siden 2001.

Forskellige mål for inflationsforventningerne på langt sigt

To typer af mål, der er baseret på henholdsvis spørgeskemaundersøgelser og de finansielle markeder, tilvejebringer oplysninger om euroområdets økonomiske aktørers inflationsforventninger på langt sigt, der varierer alt efter måltype (direkte eller indirekte), kategorien af involverede aktører og tidshorizont.¹ Spørgeskemabaserede oplysninger om de langsigtede inflationsforventninger foreligger på nuværende tidspunkt i euroområdet fra tre kilder. For det første har ECBs Survey of Professional Forecasters (SPF) siden 2001 på kvartalsbasis fremlagt inflationsprognoser fem år frem i tiden, der er udarbejdet af et panel af eksperter fra både finansielle og ikke-finansielle institutioner i EU.² For det andet offentliggør Consensus Economics langsigtede prognoser (6-10

1 Se også artiklen "Measures of inflation expectations in the euro area" i Månedsoversigten for juli 2006.

2 Oplysninger om langsigtede inflationsforventninger i 1999 og 2000 foreligger kun på årsbasis.

år frem) fra eksperter fra banker og andre finansielle institutioner to gange årligt for forbrugerpriserne i euroområdet. Endelig fremlægger Euro Zone Barometer kvartalsvise prognoser for inflationen op til fire år frem i tiden.

Langsigtede inflationsforventninger kan også udledes af instrumenter på de finansielle markeder. Informationer fra de finansielle markedsdeltageres gennemsnitlige inflationsforventninger i en obligations restløbetid kan beregnes som spændet mellem afkastet på en standardobligation og afkastet på en inflationsindekseret obligation med samme løbetid. Dette mål kaldes "break-even"-inflationen. Et andet mål for langsigtede inflationsforventninger, der er baseret på de finansielle markeder, kan udledes af inflationsregulerede swaps med tilsvarende løbetider. Alle disse mål, der er baseret på de finansielle markeder, har den fordel, at de foreligger i realtid for et bredt spektrum af mulige horisonter. Generelt er de dog ikke direkte mål for inflationsforventningerne, da de sandsynligvis omfatter ikke-observerbare risikopræmier (især en inflationsrisikopræmie og en likviditetspræmie) og til tider også kan være fordrejet af tekniske markedsfaktorer. I forhold til spørgeskemaundersøgelser er markedsbaserede indikatorer alligevel tættere knyttet til den faktiske økonomiske adfærd. Da der kun foreligger ufuldstændige indikatorer for inflationsforventningerne på længere sigt, er det generelt at foretrække at basere analysen på en kombination af disse mål og krydstjekke oplysningerne fra forskellige kilder.

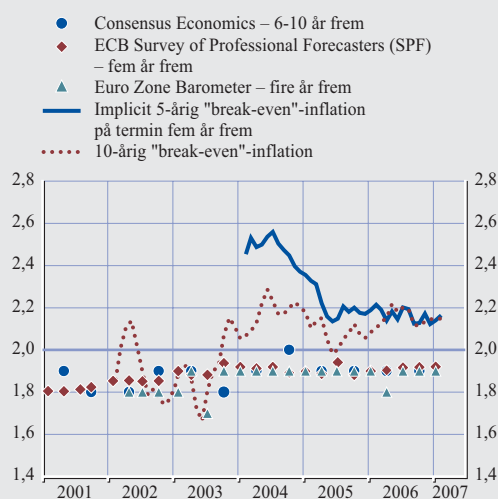
Udviklingen i langsigtede inflationsforventninger siden 2001

Figur A viser de ovennævnte mål for inflationsforventningerne på langt sigt. Selv om de har forskellige tidshorisonter, tegner målene omtrent det samme billede. Især ligger de undersøgelsesbaserede mål for de gennemsnitlige inflationsforventninger på langt sigt generelt bemærkelsesværdigt stabilt under, men tæt på 2 pct. "Break-even"-inflationen har været mere volatil og ligget over 2 pct., hvilket dog kan skyldes, at den ikke kun afspejler inflationsforventningerne, men også en positiv, men tidsafhængig, præmie for inflationsrisici.

De gennemsnitlige undersøgelsesbaserede mål for inflationsforventningerne viser en markant stabilitet, som imidlertid dækker over regelmæssige revisioner af de enkelte prognoser, der har opvejet hinanden. Som det fremgår af figur B, har resultaterne af SPF fx vist en gradvis ændring i frekvensfordelingen af forventningerne siden 2001, hvilket har medført en lavere standardafvigelse i de individuelle svar og en højere andel af respondenter, der angiver 1,9 pct. og 2,0 pct. som deres inflationsforventninger på langt sigt. Samtidig er antallet af respondenter, der forventer en inflation på 1,6 pct. eller derunder, faldet siden 2001.

Figur A. Mål for de langsigtede inflationsforventninger i euroområdet

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)



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

Anm.: Den 10-årige "break-even"-inflation udledes af obligationer med udløb i 2012 indtil marts 2005 og derefter af obligationer med udløb i 2015. Den seneste undersøgelse fra Consensus Economics vedrører perioden 2012-16. Seneste ECB SPF og Euro Zone Barometer vedrører 2011.

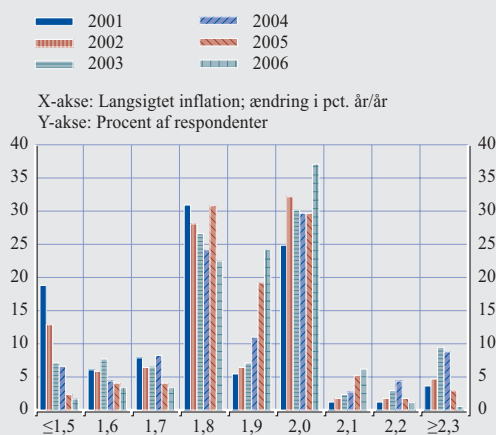
En centralbanks evne til at forankre inflationsforventningerne kan vurderes ud fra, hvorvidt de langsigtede inflationsforventninger reagerer på ændringer i de meget kortsigtede inflationsforventninger. Figur C viser de enkelte revisioner af de kortsigtede (et år frem) og langsigtede (fem år frem) inflationsforventninger mellem to undersøgelser, som angivet af SPF-deltagerne. Det fremgår af figuren, at der faktisk kun er ringe sammenhæng mellem udsving i kortsigtede inflationsprognoser og udsving i langsigtede forventninger. På trods af en række kortsigtede opadrettede prisstød (fx stærke olieprisstigninger, prisstød i forbindelse med vejrforhold og fødevarer, uforudsete stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter) og en vedvarende nedadrettet bias i de kortsigtede inflationsforventninger hos SPF-deltagerne, er der ingen synlig effekt på de langsigtede inflationsforventninger. De langsigtede inflationsforventningers stabilitet tyder på, at de økonomiske aktører tror, at ECB vil sikre, at kortsigtede prisstød ikke vil påvirke prisudviklingen på mellemlangt og langt sigt.

Udviklingen i sandsynlighedsfordelingen som indikator for de opfattede risici for prisstabiliteten

SPF-deltagerne anmodes også om at angive en sandsynlighedsfordeling for deres prognose. Fordelingen, der angives i procent, udtrykker sandsynligheden for, at det fremtidige resultat falder inden for et bestemt interval. Når oplysningerne aggregeres, bidrager de til vurderingen af, hvordan respondenterne i gennemsnit måler risikoen for, at det faktiske resultat ligger

over eller under det mest sandsynlige interval. I lyset af den kvantitative definition af ECBs målsætning om prisstabilitet kan sandsynligheden for, at den langsigtede inflation bliver på 2 pct. eller derover, ifølge SPF, igen anvendes som en indikator i vurderingen af risiciene for prisstabiliteten ifølge respondenternes opfattelse. SPF-deltagernes vurdering af sandsynligheden for, at inflationen på langt sigt (fem år frem) bliver 2 pct. eller derover, er gradvis steget fra ca. 35 pct. i 2001 til ca. 40 pct. i 2003. I de seneste år er den blevet mere stabil og svinger mellem 40 og 45 pct. Da gennemsnittet for inflationsforventningerne på længere sigt i SPF har ligget uændret på 1,9 pct. siden starten af 2002, afspejler udsvingene i sandsynligheden tilsyneladende ændringer i respondenternes risikovurdering. Dette synspunkt bekræftes af figur D, der antyder, at sandsynligheden for, at inflationen fem år frem i tiden ligger på 2 pct. eller derover, har udviklet sig parallelt med målet for den 10-årige "break-even"-inflation, som omfatter en inflationsrisikopræmie.

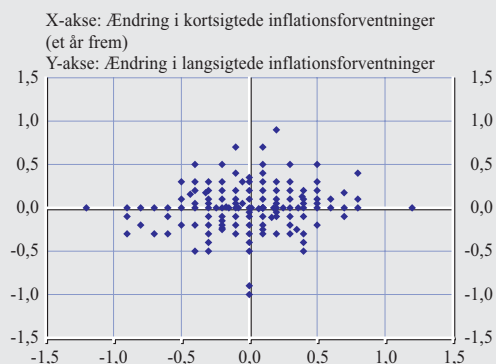
Figur B. Frekvensfordeling af inflationsforventningerne fem år frem hos SPF-respondenter (2001-06)



Kilde: ECB.

Figur C. Forhold mellem revisioner af kortsigtede og langsigtede inflationsforventninger i SPF (2001-06)

(Procentpoint)



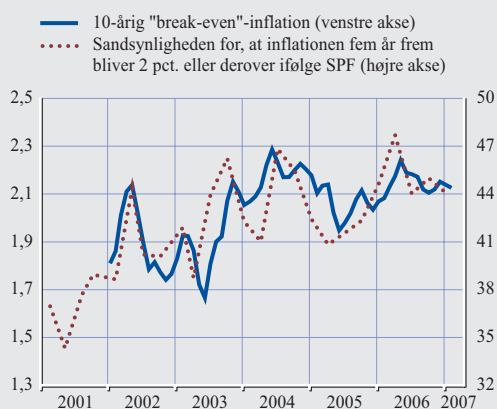
Kilde: ECB.

Konklusion

Samlet set tyder en analyse baseret på krydstjek af de forskellige mål for inflationsforventningerne på langt sigt på, at de langsigtede inflationsforventninger, på trods af stigninger i den faktiske inflation og i de kortsigtede inflationsforventninger forårsaget af de seneste prisstød, har været temmelig stabile og generelt er forblevet forankret på et niveau, der er foreneligt med ECBs målsætning om at fastholde en inflation tæt på, men under 2 pct. Samtidig er der ingen grund til at lade stå til, da aktørernes opfattelse af risiciene for en inflation på 2 pct. eller derover på længere sigt er steget over tid. Selv om dette kræver vedvarende pengepolitisk årvågenhed, bekræfter oplysningerne om de langsigtede inflationsforventninger generelt, at de økonomiske aktører i euroområdet anser ECBs pengepolitik for troværdig.

Figur D. "Break-even"-inflation og sandsynligheden for, at HICP-inflationen fem år frem bliver 2 pct. eller derover

(Ændring i pct. år/år; i pct.)



Kilder: ECB, Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: Den 10-årige "break-even"-inflation udledes af obligationer med udløb i 2012 indtil marts 2005 og derefter af obligationer med udløb i 2015.

DE INDIREKTE EFFEKTER VAR FORTSAT BEGRÆNSEDE I DE SENERE STADIER AF PRODUKTIONSKÆDEN

Den samlede årlige vækst i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) i euroområdet tiltog i gennemsnit fra 4,1 pct. i 2005 til 5,1 pct. i 2006 (se figur 25). Selv om stigningen hovedsagelig skyldtes energipriserne, viste den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. byggeri og energi også en stigende tendens i 2006, hvilket afspejlede et stærkt pres fra råvarepriserne ekskl. energi og de indirekte effekter af de højere oliepriser.

Den årlige vækst i priserne på halvfabrikata tiltog markant i 1. halvår 2006 fra 1,9 pct. i december 2005 til 6,4 pct. i august 2006. Dette var den højeste stigning i over 10 år og skyldtes hovedsagelig en kraftig stigning i priserne på industrielle råvarer, især metalpriserne. Desuden bidrog de indirekte effekter af olieprisstigningen til det opadrettede pres på priserne på halvfabrikata, om end i mindre omfang. I 2. halvår 2006 var væksten i priserne på halvfabrikata fortsat høj, men kortsigtsdynamikken i denne vækst aftog mod

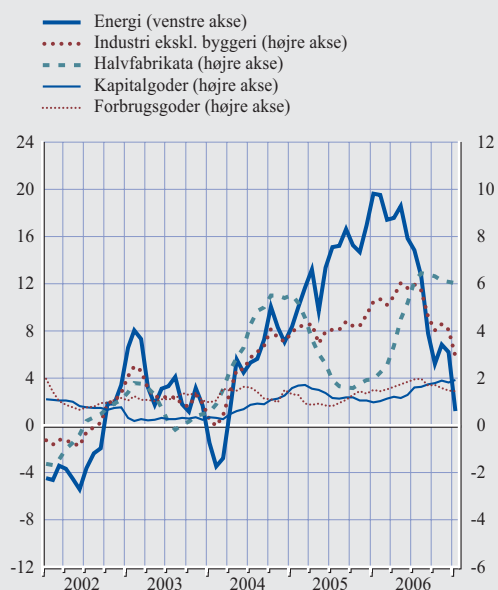
slutningen af året, sandsynligvis som følge af en mere moderat vækst i priserne på råvarer ekskl. energi samt faldet i oliepriserne og euroens appreciering over for den amerikanske dollar.

I de senere stadier af produktionskæden var stigningen i producentpriserne mere afdæmpet, selv om den årlige vækst i priserne på kapitalgoder og forbrugsgoder fortsatte den opadgående tendens, som startede medio 2005. Denne udvikling afspejlede hovedsagelig de indirekte effekter af tidligere stigninger i priserne på råvarer. Hvad forbrugsgoder angår, aftog væksten noget efter august som følge af den samlede virkning af to særlige faktorer (vedrørende priserne på tobak og sundhedsrelaterede komponenter). Hvis man ser bort fra effekten af disse faktorer, tydede det underliggende mønster på, at virksomhederne delvis var i stand til at vælte de højere produktionsomkostninger over på forbrugerne.

Samlet set var gennemslaget af tidligere stigninger i råvarepriserne på producentniveau tilsyneladende begrænset ultimo 2006. Sandsynligvis har olieprisfaldet efter august og euroens appre-

Figur 25. Underkomponenter for producentpriser i industrien

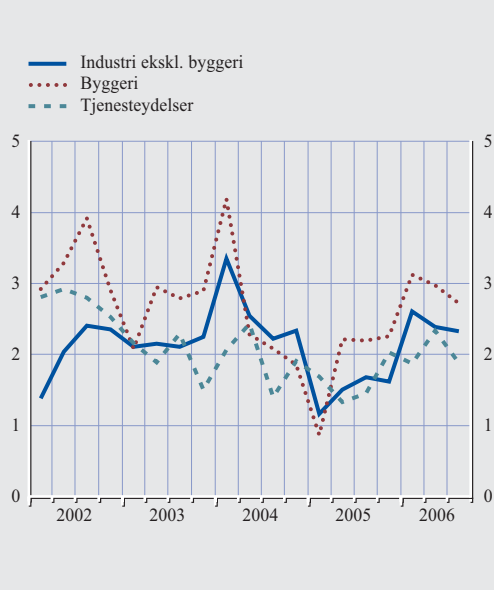
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Figur 26. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor

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



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

ciering i 4. kvartal haft en afdæmpende virkning. Et lavt pres fra arbejdskraftsomkostningerne har muligvis også været med til at mindske effekten af det eksterne prispres. Ikke desto mindre er der fortsat en opadrettet inflationsrisiko, i og med at højere ikke-lønrelaterede produktionsomkostninger i visse sektorer kan blive væltet over på forbrugerne, hvis virksomhedernes prissætningssevne styrkes i takt med de forbedrede økonomiske udsigter.

UDVIKLINGEN I ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGER VAR FORTSAT MODERAT

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat steg moderat i 2005 og 2006. Den steg til 2,1 pct. i gennemsnit i de tre første kvartaler af 2006 fra et betydeligt lavere gennemsnitsniveau (1,6 pct.) i 2005 (se tabel 2).

Da væksten i de samlede timelønomkostninger var forholdsvis stabil i den samme periode, afspejler det opadrettede mønster i væksten i lønsum pr. ansat sandsynligvis en stigning i antallet

af arbejdstimer pr. ansat i takt med det gradvise opsving i den økonomiske aktivitet.¹³ Den samme udvikling sås også på sektorniveau i 2006 med en noget mere dynamisk og volatil vækst i lønsum pr. ansat i industrisektorerne end i servicesektoren (se figur 26). Sådanne ændringer i antallet af arbejdstimer pr. ansat har også en opadrettet virkning på arbejdskraftsproduktiviteten pr. ansat, hvilket betyder, at de er neutrale med hensyn til udviklingen i enhedslønomkostningerne.

Alt i alt bekræftede de foreliggende indikatorer for arbejdskraftsomkostningerne billedet af en fortsat moderat lønudvikling i 2006, selv om situationen var meget forskellig fra land til land. Disse indikatorers tiltagende vækst i 2. kvartal synes at have været midlertidig og skyldtes engangsbetalinger i konkrete lande. Væksten i aftalt løn var fortsat afdæmpet i 2006 (2,2 pct. i

13 Se boksen "Recent developments in total hours worked in the euro area" i ECB Månedsoversigt for september 2006.

Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger

(Ændring i pct. år/år)								
	2004	2005	2006	2005 4. kvrt.	2006 1. kvrt.	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.
Aftalt løn	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Samlede timelønomkostninger	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Lønsum pr. ansat	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>Memoposter</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Enhedslønomkostninger	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.
Anm.: Tal vedrørende aftalt løn omfatter ikke Slovenien.

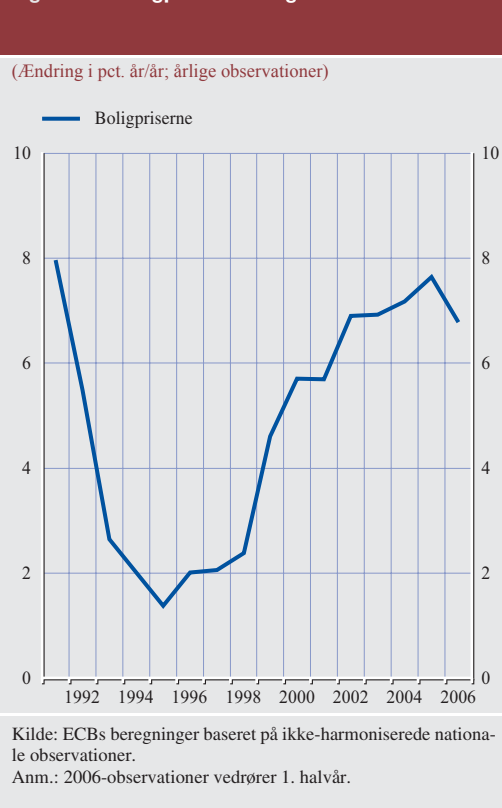
gennemsnit i forhold til 2,1 pct. i 2005) trods volatilitet i årets løb.

Den årlige vækst i enhedslønomkostninger lå fortsat stabilt på 0,8 pct. i de første tre kvartaler af 2006, hvilket var lavere end i 2005 og tidligere år. Samlet set bidrog arbejdskraftsomkostningerne fortsat til et behersket indenlandsk inflationspres i euroområdet. Således medførte den styrkede økonomiske aktivitet og forbedringerne af arbejdsmarkedsforholdene i 2006 tilsyneladende ikke nogen kraftig øgning af lønpresset i løbet af året. Dette afspejlede sandsynligvis visse faktors indvirkning på lønforhandlingerne, fx trusler om virksomhedsflytninger i forbindelse med en stærk global konkurrence, især i fremstillingssektoren, og øget opmærksomhed på nødvendigheden af at bevare omkostningskonkurrenceevnen. Andre forhold kan også have spillet ind, fx de gunstige effekter af en troværdig pengepolitik på inflationsforventningerne, den lavere grad af faglig organisering og en større andel deltids- og korttidskontrakter. I samme forbindelse kan arbejdsmarkedsreformer have spillet en rolle i den vedvarende afdæmpning af arbejdskraftsomkostningerne.

En moderat lønvækst og øget økonomisk aktivitet styrkede virksomhedernes indtjening i euroområdet i 2006. Indikatoren for det samlede profittillæg, som måles ved forskellen mellem BNP-deflatoren og enhedslønomkostningerne, pegede på en fortsat robust vækst i indtjeningen frem til 3. kvartal 2006.

BOLIGPRISERNE VISTE TEGN PÅ AFDÆMPNING

Boligpriserne i euroområdet, som ikke indgår i HICP, viste tegn på en yderligere gradvis nedgang i 2006 (se figur 27). Ifølge de foreliggende informationer skønnes boligprisernes årlige vækst at være faldet til 6,8 pct. i 1. halvår 2006 fra 7,3 pct. i 2. halvår 2005 og 8,0 pct. i 1. halvår

Figur 27. Boligprisudviklingen i euroområdet

2005. På landeniveau skete der en vis afdæmpning i udviklingen i boligpriserne i forhold til 2. halvår 2005 i Belgien, Spanien, Frankrig og Italien. I de øvrige eurolande var væksten stort set stabil med undtagelse af Irland, hvor der var en betydelig øget vækst. De foreliggende oplysninger tyder på, at boligprisudviklingen fortsat varierede meget i euroområdet. Især det tyske boligmarkeds langvarige afmatning står i kontrast til udviklingen i de fleste andre økonomier i euroområdet.

2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

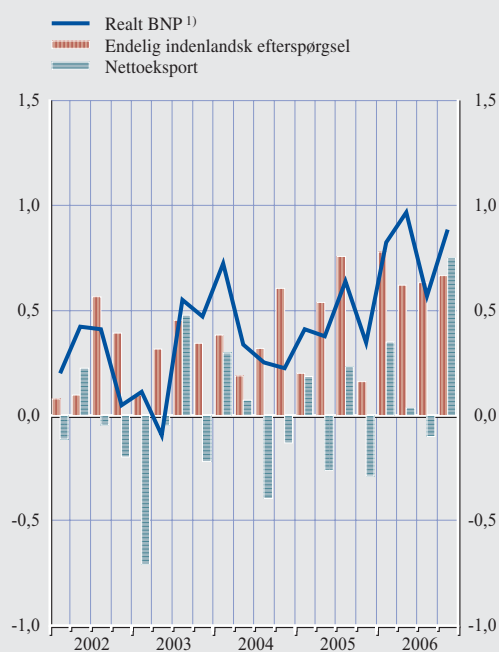
DEN ØKONOMISKE VÆKST STEG I 2006

Fra et niveau på 1,5 pct. i 2005 tiltog væksten i realt BNP i euroområdet kraftigt i 2006 til 2,8 pct. (korrigeret for antal arbejdsdage). Væksten overgik således de foreliggende skøn over den potentielle produktionsvækst og var den stærkeste siden 2000. Den økonomiske aktivitet, der begyndte at stige i 2. halvår 2005, tog yderligere fart i 1. halvår 2006, hvorefter den kun aftog en smule. Den kraftige stigning var til en vis grad uventet og skyldtes primært en markant styrket tillid blandt forbrugere og i erhvervslivet samt en betydelig forbedring af forholdene på arbejdsmarkedet. I 2. halvår aftog effekten af de tidligere ugunstige stød (især stigende oliepriser) kraftigt.

Euroområdet økonomi bedredes i 2006 efter en længere periode med afdæmpet vækst, der begyndte i 2001. Trods den robuste vækst i den globale økonomi var væksten før 2006 skuffende som følge af en række faktorer, især den manglende modstandsdygtighed over for forskellige stød, herunder de meget kraftige stigninger i oliepriserne. Trægheden i den indenlandske efterspørgsel i den periode kan også have været en følge af de private aktørers usikkerhed omkring deres fremtidige indtjening. Den konjunkturedgang, der begyndte i 2001, var også forbundet med en kraftig nedjustering af priserne på finansielle aktiver og et presserende behov fra virksomhedernes side for at omlægge deres balancer, hvilket begrænsede investeringerne og

Figur 28. Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

jobskabelsen. Efterhånden som virksomhederne gjorde fremskridt med hensyn til balanceomstruktureringerne, og deres tillid forbedredes i lyset af vedvarende gunstige finansieringsvilkår, steg investeringerne og i mindre omfang efterspørgslen efter arbejdskraft, hvilket førte til robust indenlandsk efterspørgsel i 2006. Den stærke globale vækst understøttede samtidig eksporten. Udenrigshandlens bidrag til den økonomiske vækst var dog stort set neutralt (se figur 28), især fordi den stigende økonomiske aktivitet satte skub i importen fra resten af verden.

Med hensyn til de indenlandske bidrag til væksten steg den samlede investeringsvækst kraftigt i 2006, hvor den nåede sit højeste niveau siden 2000 med 4,3 pct. i forhold til 2,7 pct. i 2005 (se tabel 3). Denne stigning var særlig markant i byggeriet, men sås også uden for byggesektoren. På baggrund af et positivt bidrag fra eksterne

Tabel 3. Sammensætningen af vækst i realt BNP

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

				Årlig vækst ¹⁾					Kvartalsvis vækst ²⁾				
	2004	2005	2006	2005 4. kvrt.	2006 1. kvrt.	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.	2005 4. kvrt.	2006 1. kvrt.	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.
Realt bruttonationalprodukt	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9
<i>heraf:</i>													
Indenlandsk efterspørgsel ³⁾	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1
Privat forbrug	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5
Offentligt forbrug	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5
Faste bruttoinvesteringer	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2
Lagerændringer ⁴⁾	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5
Nettoeksport ³⁾	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8
Eksport ⁵⁾	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7
Import ⁵⁾	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9
Real bruttoværditilvækst:													
<i>heraf:</i>													
Industri ekskl. byggeri	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4
Byggeri	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

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

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

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

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

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

faktorer understøttedes investeringsvæksten af høj og stigende indtjening, gunstige udsigter for efterspørgslen samt lave eksterne finansieringsomkostninger. Hertil kom, at byggeinvesteringerne var store både på boligområdet og især inden for andet byggeri.

Væksten i det private forbrug steg fra 1,5 pct. i 2005 til 1,8 pct. i 2006. I lyset af en udtalt forbedring af forbrugertilliden blev den beskedne stigning i husholdningernes udgifter sandsynligvis positivt påvirket af den højere vækst i den disponible realindkomst. De stigende realindkomster i 2006 blev primært opnået gennem en kraftig beskæftigelsesvækst og stigning i de ikke-arbejdskraftsrelaterede indkomster og på trods af de højere energiprisoners negative indvirkning på husholdningernes købekraft. Til sammenligning steg den reale lønsum pr. ansat kun beskedent. Disse virkninger blev ikke opvejet af

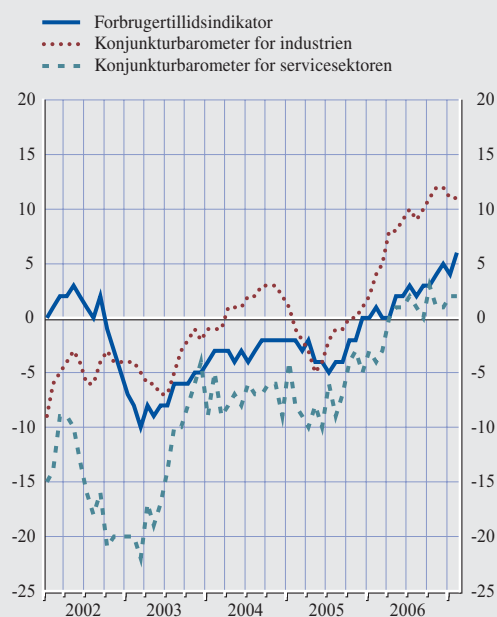
højere opsparring i husholdningerne. Den positive effekt på opsparingskvoten, der skyldtes en vis udjævning af forbruget – i lyset af stigende indkomster samt højere renter over hele løbetidsspektret – blev mere end opvejet af en reduktion i opsparringen af forsigtighedshensyn, der var et resultat af udviklingen på arbejdsmarkedet og eventuelt den kraftige stigning i husholdningernes nettoformue.

Hvad angår sektorfordelingen, var aktivitetsstigningen i 2006 mest udtalt i industrisektoren (ekskl. byggeri), mens værditilvæksten inden for markedsrelaterede tjenesteydelser var mere behersket. Denne udvikling er i overensstemmelse med de markante forbedringer af tilliden i industrien siden 2. halvår 2005, mens forbedringerne af tilliden i servicesektoren har været mindre udtalte (se figur 29).

Diverse mål for spredningen peger på, at forskellene mellem eurolandene med hensyn til væksten i realt BNP aftog en smule i 2006 (se boks 4). I forhold til året før tiltog den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP i de fleste eurolande i 2006, mens den var uændret i de øvrige lande.

Figur 29. Konjunkturbarometre

(Nettotal i pct.; sæsonkorrigeret)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.
Anm.: De viste tal er korrigeret for middelværdi.

Boks 4

FORSKELLE I PRODUKTIONSVÆKST MELLEMEUROLANDENE

I enhver monetær union er der forskelle i medlemslandenes økonomiske udvikling. I denne boks gives en kort oversigt over forskelle i produktionsvæksten mellem eurolandene, og hvordan de har udviklet sig i tidens løb. Desuden omtales nogle af de bagvedliggende faktorer, og der redegøres for forskellenes konsekvenser med hensyn til politik.

Spredningen i real BNP-vækst mellem eurolandene, målt ved den uvægtede standardafvigelse, har svinget omkring 2 procentpoint og har generelt ikke vist nogen tydelige opadrettet eller nedadrettet tendens i de sidste 35 år (se figuren). Samme mønster gør sig gældende for den vægtede spredning i produktionsvæksten, blot har standardafvigelsen i dette tilfælde svinget omkring 1 procentpoint. Siden begyndelsen af ØMUens tredje fase i 1999 er den uvægtede spredning mellem eurolandene imidlertid aftaget, mens den vægtede spredning har været mere eller mindre stabil. Forskellen mellem de to mål afspejler, at den reale BNP-vækst i nogle af de mindre eurolande har nærmet sig gennemsnittet for euroområdet siden 1999.

I nogle eurolande har væksten i realt BNP i de seneste år konsekvent ligget enten over eller under gennemsnittet for euroområdet. Navnlig i Grækenland, Spanien, Irland, Luxembourg og Finland har produktionsvæksten oversteget euroområdets gennemsnit hvert år siden midten af 1990'erne. Derimod steg realt BNP i Tyskland og Italien mindre end gennemsnittet for euroområdet i alle år

fra midten af 1990'erne til 2005. Disse vedvarende forskelle synes at indikere, at spredningen i den reale BNP-vækst mellem eurolandene hovedsageligt afspejler strukturelle forskelle i væksten og i mindre grad konjunkturmæssige forskelle¹.

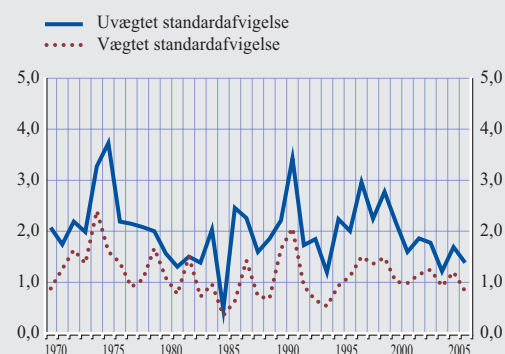
Nogle af forskellene i produktionsvæksten i eurolandene er naturlige og ønskværdige. Det gælder fx de tilfælde, hvor lavindkomstlande forsøger at indhente de øvrige lande, eller hvor befolkningsudviklingen er forskellig. Desuden kan der være midlertidige forskelle mellem landenes produktionsvækst som følge af fx en udligningsproces i den monetære union efter et stød. Vedvarende forskelle i produktionsvæksten kan dog også afspejle uhensigtsmæssige nationale økonomiske politikker, strukturel ineffektivitet og stivhed eller en dårligt fungerende tilpasningsmekanisme i eller mellem nogle lande, der kommer til udtryk i stigende interne balanceproblemer og en uensartet udvikling i konkurrenceevnen.

Den fælles pengepolitik kan ikke påvirke forskellene i produktionsvækst mellem eurolandene. En svag trendmæssig produktionsvækst skal imødegås via passende nationale politikker, der tager fat om finansielle og strukturelle forhold. Politikkerne skal især fokusere på at øge de nationale økonomiers evne til at tilpasse sig stød og i lande med langsom vækst desuden på at fremme høj produktivitet og udnyttelse af arbejdskraften samt yderligere at fremme det indre marked, samtidig med at stabile makroøkonomiske forhold fastholdes.

1 Yderligere oplysninger findes i boksen "Output growth differentials within the euro area: are they cyclical or trend-driven?" i ECB Månedsoversigt for oktober 2005.

Spredning i real BNP-vækst mellem eurolandene

(1 procentpoint)



Kilde: Europa-Kommissionen.

Anm.: Tal for Tyskland vedrører Vesttyskland frem til 1991. Tallene for 2006 er skøn foretaget af Europa-Kommissionen. Euroområdet omfatter ikke Slovenien.

Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet

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

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				3. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
Arbejdsstyrke	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.
Beskæftigelse	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.
Landbrug ¹⁾	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.
Industri ²⁾	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.
– Ekskl. byggeri	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.
– Byggeri	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.
Tjenesteydelser ³⁾	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.
Arbejdslededsprocent ⁴⁾													
I alt	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5
Under 25 år	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1
25 år og derover	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

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

3) Ekskl. eksterritoriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

LØBENDE FORBEDRINGER PÅ ARBEJDSMARKEDET

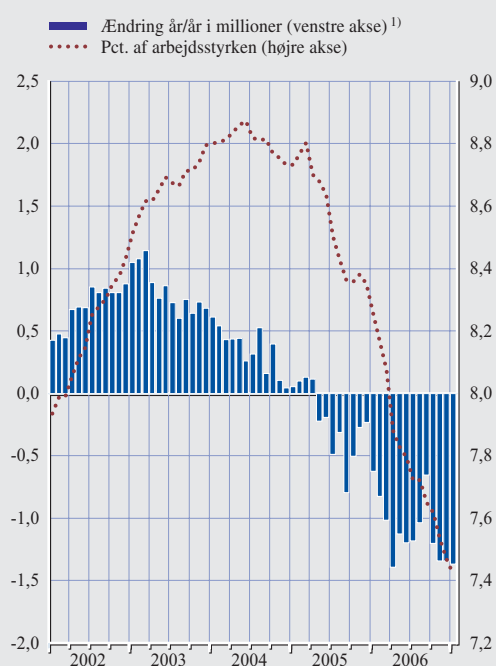
Arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet blev markant forbedret i 2006, hvor beskæftigelsen steg med omkring 0,3-0,5 pct. kvartal-til-kvartal (se tabel 4), svarende til over to millioner. Denne udvikling synes at stemme overens med den økonomiske vækst, de beherskede reallønomkostninger og den sandsynlige effekt af de seneste arbejdsmarkedspolitiske tiltag, der har fremmet deltidsbeskæftigelse og antallet af selvstændige. Da en del af konjunkturjusteringen af input af arbejdskraft under den seneste nedgang endvidere fandt sted via et fald i antallet af arbejdstimer pr. ansat (både deltids- og fuldtidsbeskæftigede), har input af arbejdskraft også været forbundet med en stigning i antallet af arbejdstimer i den senere tid. Hvad angår sektorfordelingen, steg beskæftigelsen kraftigt i servicesektoren og byggesektoren, mens det langvarige fald i industrien (ekskl. byggeri) ophørte.

Arbejdsløsheden, der begyndte at aftage medio 2004, faldt yderligere i 2006, og ledigheden nåede ned på 7,5 pct. i 4. kvartal 2006 (se figur 30). Det skal bemærkes, at det er første gang, arbejdsløsheden har været så lav siden seriens begyndelse i 1993. Selv om dette klart peger på en konjunkturbestemt stigning i arbejdsmarkedsforholdene i 2006, vurderes en del af faldet i arbejdsløsheden at være af strukturel karakter, dvs. en følge af arbejdsmarkedsreformerne i visse eurolande. Mens der i adskillige lande er gjort betydelige fremskridt i retning af et mere fleksibelt arbejdsmarked, er der i mange lande stadig behov for mere ambitiøse reformer.

Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten for hele økonomien steg yderligere i 2006. Stigningen i arbejdskraftsproduktiviteten skyldtes primært industrisektoren (ekskl. byggeri), mens produktivtetsvæksten i servicesektoren holdt sig stabilt på et niveau, der lå betydeligt under produktivtetsvæksten for industrisektoren (se figur 31).

Figur 30. Arbejdsløshed

(Månedlige observationer; sæsonkorrigeret)

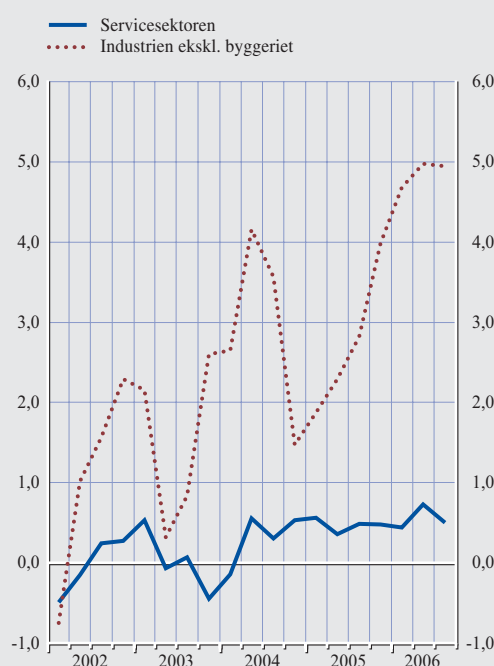


Kilde: Eurostat.

1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

Figur 31. Arbejdskraftsproduktiviteten

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: Eurostat.

Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten kunne delvis tilskrives konjunkturopsvinget i euroområdet i 2006. Euroområdet produktivitetsvækst var dog stadig skuffende, hvilket kan forklares ved strukturelle forhold. Faldet i produktivitetsvæksten siden midten af 1990'erne kan til en vis grad skyldes en forbigående virkning af en strukturel stigning i udnyttelsen af relativt lavt

uddannet arbejdskraft i forbindelse med gennemførelsen af arbejdsmarkedsreformerne. Den lavere produktivitetsvækst i euroområdet afspejler imidlertid også en utilstrækkelig anvendelse af nye produktivitetsfremmende teknologier samt manglende konkurrence og stram lovgivning på produktmarkederne (se boks 5).

Boks 5

UDVIKLINGEN I PRODUKTIVITETEN I EUROOMRÅDET OG BEHOVET FOR STRUKTUREREFORMER

Forbedring af produktiviteten er en afgørende faktor for økonomisk vækst og højere realindkomst pr. indbygger på mellemlangt til langt sigt. På den baggrund gennemgås her de seneste 15 års udvikling i arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet. Endvidere drøftes behovet for politikker, der kan bidrage til at øge produktivitetsvæksten i fremtiden. Produktiviteten måles ved arbejdskraftsproduktiviteten, der defineres som real produktion pr. input af arbejdskraft. Input af arbejdskraft måles enten ved det samlede antal arbejdstimer eller ved antallet af ansatte.¹

De seneste 10 års udvikling i produktiviteten i euroområdet har været skuffende. Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten er aftaget i euroområdet, hvor den nu er lavere end i USA, uanset om den måles pr. arbejdstime eller pr. ansat.² Den gennemsnitlige årlige vækst i produktivitet pr. arbejdstime er faldet fra 2,1 pct. i perioden 1990-1995 til 1,3 pct. i perioden 1996-2005.³ I USA er væksten i produktivitet pr. arbejdstime derimod steget fra 1,1 pct. til 2,4 pct. over samme tidshorisont (se figur A). Målt pr. ansat faldt væksten i arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet fra 1,7 pct. i perioden 1990-1995 til 0,8 pct. i perioden 1996-2005, mens den tilsvarende indikator i USA steg fra 1,3 pct. til 2,1 pct. (se figur B).⁴ Vækstmønstret for arbejdskraftsproduktiviteten har således ændret sig (både pr. arbejdstime og pr. ansat), idet USA har overhalet euroområdet i løbet af de seneste 10 år. Det kan delvis skyldes konjunkturudviklingen, men der kan heller ikke ses bort fra strukturudviklingens rolle.

Nedgangen i væksten i arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet kan til dels tilskrives øget udnyttelse af arbejdskraften. Denne udvikling kan bl.a. skyldes gennemførelsen af specifikke arbejdsmarkedsreformer i nogle eurolande, som fx omfattede reduktion af skatteklæber og implicit skat ved tidlig tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet⁵, samt lempelse af lovgivning vedrørende beskyttelse i ansættelsen (navnlig i 1990'erne) og støtte til deltidsarbejde. Disse tiltag, som alle havde til formål at øge mulighederne for beskæftigelse, navnlig for ufaglærte, kvinder, yngre og ældre arbejdstagere, har klart påvirket beskæftigelsen i positiv retning (se tabel A).

1 Det bemærkes, at selv om det samlede antal arbejdstimer er det foretrukne mål ud fra et økonomisk synspunkt, er skøn over antal arbejdstimer forbundet med målefejl. Selv om tallene giver relevante oplysninger til sammenligning af tendenser over tid, er de ikke egnet til sammenligning af niveauer af antal arbejdstimer mellem lande i et givet år.

2 På grund af det trendmæssige fald i det gennemsnitlige antal arbejdstimer er væksten i arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet som regel lavere målt pr. ansat.

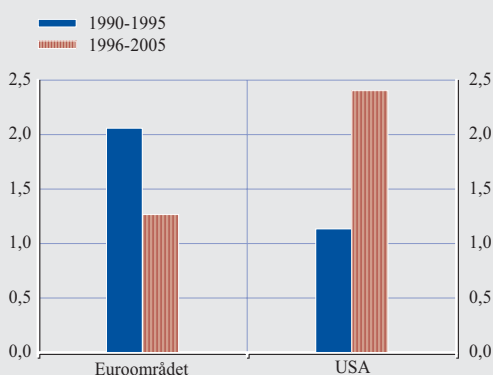
3 Se også artiklen "Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns" i ECB Månedsoversigt for juli 2004 samt boksen "Developments in euro area labour quality and their implications for labour productivity growth" i ECB Månedsoversigt for oktober 2005.

4 I denne analyse er der anvendt tal fra Groningen Growth and Development Centre (GGDC) Total Economy Database, og kildedataene findes på www.ggdc.net. Observationerne fra GGDC er baseret på OECD-kilder, men omfatter også yderligere beregninger (som først og fremmest tager højde for forskelle i kvalitetskorrektion).

5 Implicit skat defineres som den andel af pensionen, der "går tabt" ved senere tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet (målt i nutidsværdi) i forhold til arbejdsindkomsten.

Figur A. Vækst i produktivitet pr. arbejdstime

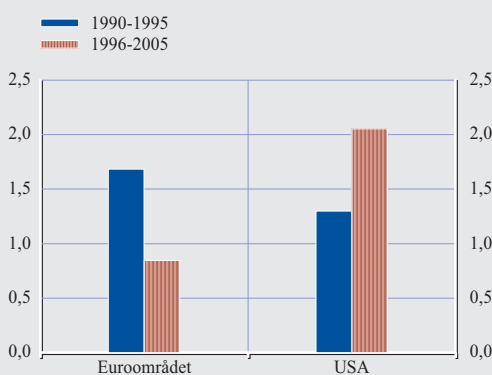
(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)



Kilder: Groningen Growth and Development Centre og ECBs beregninger.

Figur B. Vækst i produktivitet pr. ansat

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)



Kilder: Groningen Growth and Development Centre og ECBs beregninger.

Ikke desto mindre er skatter og ydelser fortsat betydeligt lavere i USA, hvor lovgivningen vedrørende beskyttelse i ansættelsen også er væsentlig mere lempelig. Den samlede beskæftigelse i euroområdet er således klart lavere end i USA (se tabel A). Som følge af behovet for at øge beskæftigelsen i euroområdet vil væksten i arbejdskraftsproduktiviteten imidlertid fortsat være under et vist pres. Denne udligningseffekt mellem beskæftigelse og produktivitet er sandsynligvis forbigående. Den understreger dog, at det er afgørende at indføre passende institutionelle rammer i euroområdet for at fremme og udbrede innovation med henblik på at øge væksten i arbejdskraftsproduktiviteten.

En anden vigtig årsag til den divergerende udvikling i arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet og USA er en større stigning i kapitalintensiteten (kapitaltjenester pr. arbejdstime) i USA. Det afspejler større investeringer i ikt-udstyr (informations- og kommunikationsteknologi), navnlig i servicesektorerne (se tabel A). Sektorfordelingen viser, at produktiviteten har været lavere i euroområdet end i USA navnlig inden for ikt-forbrugende servicesektorer, herunder detail- og engroshandel samt finansielle formidlere (se tabel B). Desuden udgør den ikt-producerende sektor i euroområdet en forholdsvis beskeden andel af realt BNP. Produktivitetsvæksten var kun højere i euroområdet end i USA inden for de traditionelle sektorer, der ikke er ikt-relaterede, men forspringet er mindsket betydeligt i de seneste 10 år. Den amerikanske økonomis struktur – med et mere fleksibelt arbejdsmarked, mere konkurrence på varemærkerne og færre hindringer for etablering af nye virksomheder

Tabel A. Udvalgte strukturindikatorer

	Euroområdet ¹⁾		USA	
	1995	2005	1995	2005
Arbejdsmarkedet (i pct.)				
Beskæftigelse i alt	58	64	73	72
Beskæftigelse, kvinder	47	55	66	66
Beskæftigelse, ældre arbejdstagere	40	55	61	
Andel af deltidsarbejde	12,7	17,0	14,2	12,8
Innovation				
Ikt-investeringer (i pct. af BNP) ²⁾	1,9	2,2	3,4	3,7
Investeringer i forskning og udvikling (i pct. af BNP) ³⁾	1,8	1,9	2,5	2,7

Kilder: Eurostat og OECD.

1) Tal for euroområdet er vægtede gennemsnit.

2) Observationer vedrørende 2003.

3) Observationer vedrørende 2004.

Tabel B. Sektorfordeling af vækst i produktivitet pr. arbejdstime¹⁾

(Gennemsnitligt årligt bidrag i procentpoint)

	Euroområdet		USA	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
Alle sektorer	2,3	1,5	1,0	2,5
Ikt-producerende sektor	0,3	0,4	0,7	0,9
Fremstilling	0,2	0,2	0,5	0,6
Service	0,1	0,2	0,2	0,3
Ikt-forbrugende sektor	0,5	0,4	0,3	1,3
Fremstilling	0,2	0,1	0,0	0,1
Service	0,3	0,3	0,3	1,1
Ikke-ikt-relaterede sektorer	1,5	0,7	0,1	0,3
Fremstilling	0,5	0,3	0,2	0,2
Service	0,6	0,2	-0,2	0,1
Andet	0,5	0,3	0,0	0,0

Kilder: Groningen Growth and Development Centre og ECBs beregninger.

1) Eventuelle uoverensstemmelser skyldes afrunding.

samt et mere effektivt kapitalmarked – har tilsyneladende i højere grad fremmet udnyttelsen af de teknologiske fremskridt.⁶

I de seneste 15 år har euroområdet gjort betydelige fremskridt med at forenkle lovgivningen vedrørende varemærkerne og skabe et betydeligt mere erhvervsvenligt økonomisk klima. Endvidere vil Europa-Parlamentets vedtagelse af direktivet om tjenesteydelser i december 2006 i høj grad bidrage til at forbedre situationen. Udvidelsen og udviklingen af det indre marked vil dog fortsat være et prioritetsområde, eftersom den eksisterende lovgivning i euroområdet stadig er alt for kompleks, navnlig sammenlignet med USA, og dermed udgør en hindring for fremme af innovation og arbejdskraftsproduktivitet. Det kan være en del af forklaringen på, at forskning og udvikling samt investeringer i venturekapital – to vigtige drivkræfter for innovation – stadig ligger betydeligt under de tilsvarende indikatorer i USA.

For at kunne nyde godt af en mere effektiv lovgivning kræves der imidlertid også en indsats for at forbedre arbejdsstyrkens uddannelses- og kompetenceniveau. Teknologiske fremskridt indebærer et skift i efterspørgslen efter arbejdskraft fra ufaglærte til højtuddannede via "kreativ destruktion". Således bidrager tiltag til forbedring af arbejdsstyrkens færdigheder samt livslang læring til innovation og fremmer udnyttelsen af de teknologiske fremskridt. Indtil videre har investeringerne i humankapital i Europa været utilstrækkelige for en "videnbaseret" økonomi. I 2004 havde kun 23 pct. af euroområdets befolkning i aldersgruppen 25-64 år en videregående uddannelse, i forhold til 39 pct. i USA.

Alt i alt spiller lovgivningens karakter en væsentlig rolle i udviklingen i arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet. Trods betydelige fremskridt inden for nogle områder har strukturreformerne i euroområdet ikke været vidtrækkende nok, og de er blevet gennemført for langsomt til at kunne bidrage til en "videnbaseret" økonomi og dermed fremme vækst i arbejdskraftsproduktiviteten og jobskabelsen. Både udfordringerne og løsningerne er i dag godt belyst, især i forbindelse med den fornyede Lissabon-strategi. Den aktuelle udfordring ligger i at øge reformtempoet.

⁶ Arbejdsgruppe under ESCBs Pengepolitiske Komite, "Competition, productivity and prices in the euro area services sector", ECB Occasional Paper nr. 44, april 2006; og R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker og J. Turunen, "Labour productivity developments in the euro area", ECB Occasional Paper nr. 53, oktober 2006.

2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

FORBEDRING AF BUDGETTERNE I 2006

På baggrund af en kraftig BNP-vækst og uventede indtægter var udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet forholdsvis gunstig i 2006. Ifølge eurolandenes opdaterede stabilitetspro-

grammer lå den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i 2006 på ca. 2,0 pct. af BNP i forhold til 2,4 pct. i 2005 (se tabel 5). Hvad angår de fem lande, som var omfattet af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud i 2006, skønnes Tyskland, Grækenland og Frankrig at have nedbragt eller fastholdt deres under-

Tabel 5. Budgetstillinger i euroområdet

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+)/underskud (-)

	2004	2005	2006
Euroområdet	-2,8	-2,4	-2,1
Belgien	0,0	-2,3	0,0
Tyskland	-3,7	-3,2	-2,1
Irland	1,5	1,1	2,3
Grækenland	-7,8	-5,2	-2,6
Spanien	-0,2	1,1	1,4
Frankrig	-3,7	-2,9	-2,7
Italien	-3,4	-4,1	-5,7
Luxembourg	-1,1	-1,0	-1,5
Holland	-1,8	-0,3	0,1
Østrig	-1,2	-1,5	.
Portugal	-3,2	-6,0	-4,6
Finland	2,3	2,7	2,9

Offentlig bruttogæld

	2004	2005	2006
Euroområdet	69,8	70,8	69,6
Belgien	94,3	93,2	87,7
Tyskland	65,7	67,9	68,0
Irland	29,7	27,4	25,1
Grækenland	108,5	107,5	104,1
Spanien	46,2	43,1	39,7
Frankrig	64,4	66,6	64,6
Italien	103,9	106,6	107,6
Luxembourg	6,6	6,0	7,5
Holland	52,6	52,7	50,2
Østrig	63,8	63,4	.
Portugal	58,6	64,0	67,4
Finland	44,3	41,3	39,1

Kilder: Europa-Kommissionen (for 2004-05), opdaterede stabilitetsprogrammer for 2006 (for 2006) samt ECBs beregninger.

Anm.: Observationer er baseret på definitionen i budgetunderskudsproceduren. Budgetsaldi er ekskl. indtægter fra salget af UMTS-licenser.

skud under referenceværdien på 3 pct. af BNP, om end dette i Grækenland og Frankrig i høj grad kan tilskrives midlertidige foranstaltninger til nedbringelse af underskuddet. To lande, Italien og Portugal, har fortsat et underskud et godt stykke over 3 pct. af BNP. Hvad angår Italien, viser nyere skøn et underskud på 4,4 pct. af BNP (et godt stykke under tallet i det opdaterede stabilitetsprogram). Hvis de midlertidige foranstaltninger, der har øget underskuddet, ikke var medregnet, ville underskuddet have været 2,4 pct. Luxembourg og Østrig har også fortsat betydelige budgetmæssige balanceproblemer, selv om underskuddet er under referenceværdien på 3 pct. af BNP, mens Belgien, Irland, Spanien, Holland og Finland skønnes at have budgetstillinger i balance eller et lille overskud.

En sammenligning af budgetmålene for 2006 ifølge de seneste opdaterede stabilitetsprogrammer med de budgetmål, som blev offentliggjort ultimo 2005 og i 1. halvår 2006, viser, at euroområdets underskud i gennemsnit var 0,2 procentpoint af BNP lavere. Denne udvikling afspejler resultater for Tyskland, som er betydeligt bedre end forventet (idet underskuddet skønnes at være blevet nedbragt til under referenceværdien på 3 pct. af BNP et år tidligere end planlagt) og for en række eurolande, som allerede har sunde budgetstillinger.

På baggrund af denne udvikling faldt euroområdets offentlige gældskvotefor første gang siden 2002 til en smule under 70 pct. af BNP i 2006. Det afspejler et fald i gældskvoten i størstedelen

af landene, med Italien – som nu har den højeste gældskvotepå – og Portugal som påfaldende undtagelser.

Budgetudviklingen kan hovedsagelig tilskrives den kraftige BNP-vækst, uventede indtægter og, i mindre grad, effektiv budgetkonsolidering. Forbedringen af den strukturelle budgetsaldo (den konjunkturkorrigerede budgetsaldo eksklusive engangstiltag og andre midlertidige foranstaltninger), som skønnes at udgøre ca. 0,4 pct. i 2006, afspejler til dels ovennævnte uventede indtægter. Det kan medføre overvurdering af den reelle grad af konsolidering. Stigningen i de offentlige indtægter kan tilskrives en række faktorer, herunder højere indtjening i virksomhederne, det stærke aktiemarked og, i visse lande, stigende huspriser

eller en mere effektiv skatteforvaltning. Disse faktorer har øget skatteindtægterne på indkomst og formue, men det nøjagtige bidrag fra de enkelte faktorer er vanskeligt at påvise. De aggregerede tal for euroområdet dækker over betydelige forskelle mellem de enkelte eurolande, navnlig dem, der har uforholdsmæssigt store underskud eller betydelige budgetmæssige balanceproblemer. Grækenland og Portugal har opnået betydelige forbedringer af den strukturelle budgetsaldo, og der forventes også at være sket forbedringer i Tyskland og, i mindre grad, i Frankrig. Derimod forværredes den strukturelle budgetsaldo i Luxembourg i betydeligt omfang. Budgetudviklingen afspejledes også i omfanget af udstedelser af gældsinstrumenter fra den offentlige sektor (se boks 6).

Boks 6

UDVIKLINGEN I USTEDTELSEN AF GÆLDSINSTRUMENTER I DEN OFFENTLIGE SEKTOR OG OBLIGATIONSRENTESPÆND I EUROOMRÅDET

Den offentlige sektors udstedelse af gældsinstrumenter faldt, og det samme gjorde underskuddet og gælden som andel af BNP i de fleste eurolande i 2006 på baggrund af styrket økonomisk aktivitet. De opdaterede stabilitetsprogrammer fra 2006 pegede på den første nedgang i den offentlige gældskvotepå i euroområdet siden 2002 til et niveau på lige under 70 pct. af BNP i 2006. Netto steg den offentlige sektors låntagning i euroområdet med 2,1 pct. i 2006 i forhold til 4,1 pct. i 2005 (se tabel A)¹.

En strukturanalyse af udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor viser, at staten tegnede sig for langt størstedelen af udstedelsen, nemlig 93,5 pct. af udestående gældsinstrumenter i 2006. Andre dele af den offentlige sektor udstedte de resterende 6,5 pct. Denne sektor er blevet mere aktiv. Andelen af gældsinstrumenter udstedt af staten faldt støt mellem 1999 og 2006, mens andelen af gældsinstrumenter udstedt af andre dele af den offentlige sektor omtrent fordobledes.

¹ Væksten beregnes på baggrund af finansielle transaktioner og omfatter derfor ikke omklassificeringer, revalueringer, valutakursændringer og andre ændringer, som ikke vedrører transaktioner. Nærmere oplysninger findes i de tekniske noter til tabel 4.3 og 4.4 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i ECB Månedsoversigt.

Tabel A. Gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Den offentlige sektor i alt	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
Langfristede gældsinstrumenter	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
Fastforrentede		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	3,1
Variabelt forrentede		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	2,8
Kortfristede gældsinstrumenter	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Kilde: ECB.

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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Staten	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
Langfristede gældsinstrumenter	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
Kortfristede gældsinstrumenter	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Andre dele af den offentlige sektor	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
Langfristede gældsinstrumenter	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
Kortfristede gældsinstrumenter	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Den offentlige sektor i alt								
Langfristede gældsinstrumenter	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
Fastforrentede	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
Variabelt forrentede	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
Kortfristede gældsinstrumenter	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Den offentlige sektor i alt, i milliarder euro	3.451,5	3.549,4	3.771,3	3.946,2	4.149,0	4.388,0	4.602,0	4.705,3

Kilde: ECB.

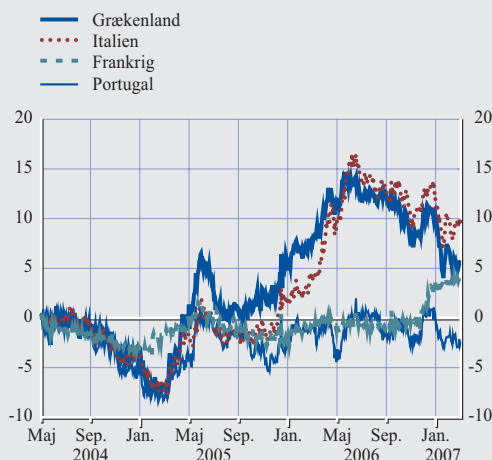
En væsentlig faktor, som i 2006 har gjort det mere attraktivt for den offentlige sektor at udstede langfristede end kortfristede gældsinstrumenter, har været indsnævringen af spændet mellem de lange og de korte renter. Så selv om den årlige vækst i langfristede gældsinstrumenter faldt fra 4,9 pct. i 2005 til 3,1 pct. i 2006, faldt den årlige vækst i kortfristede gældsinstrumenter endnu mere og blev faktisk negativ i 2006, således at der netto blev indfriet kortfristede gældsinstrumenter.

Eurolandene fokuserede dermed fortsat på langfristede gældsinstrumenter. Faktisk udgjorde langfristet gæld ca. 92,9 pct. af udestående gældsinstrumenter i 2006, dvs. lidt mere end i 2005, mens andelen af kortfristede gældsinstrumenter kun var 7,1 pct. (se tabel B). Tabel B viser, at størstedelen af de langfristede gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor var fastforrentede. Trods den lille stigning i 2006 er andelen af variabelt forrentede udstedelser gradvis faldet fra 10,6 pct. i 1999 til 8,0 pct. i 2006. De seneste tendenser i den offentlige sektors finansiering afspejler de betydelige fordele ved de sidste 10 års mere stabilitetsorienterede politikker, som også har bidraget til de seneste års lave lange renter. Den mest synlige fordel er, at en betydeligt mindre del af det offentlige budget går til rentebetalinger.

Hvad angår forskellene mellem landene, har den 10-årige statsobligationsrente i Tyskland hidtil i gennemsnit ligget lavest blandt eurolandene, primært som følge af obligationernes højere likviditet og dermed deres benchmarkstatus. Figur A viser de samlede ændringer i rentespændene for statsobligationer over for Tyskland for de lande, som ultimo 2006 var underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

Samlede ændringer i udvalgte rentespænd for statsobligationer over for Tyskland

(I basispoint; daglige observationer)



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: Der er tale om de samlede ændringer i spændene. De dage, hvor den underliggende benchmarkobligation blev ændret, er ikke medtaget, idet ændringer i benchmark som regel medfører spring i de målte spænd. Observationer foreligger fra maj 2004.

Tabel C. Eurolandenes kreditvurdering

(Ultimo 2006)

Vurdering af gæld og udsteder	Rating					
	S&P	Lande	Moody's	Lande	Fitch	Lande
Ekstremt stærk betalingsevne	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Meget stærk betalingsevne	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
Stærk betalingsevne	A+	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Kilder: Standard and Poor's (S&P), Moody's og Fitch.

Forskellen i statsobligationsrenten mellem eurolandene afspejler forskelle med hensyn til likviditet og kreditrisiko. For de lande, som ikke var underlagt budgetunderskudsproceduren, forblev rentespændene for statsobligationer lave, og der blev ikke registreret nogen væsentlige bevægelser i løbet af 2006. Omvendt udvidedes spændene for Italien og Grækenland i 1. halvår 2006. Desuden voksede de italienske spænd markant efter valget i foråret på baggrund af usikkerhed om resultatet. I 2. halvår 2006 indsnævredes de italienske og græske spænd, om end de ikke faldt tilbage til niveauet primo året.

Med Italien som undtagelse ændredes eurolandenes kreditvurdering ikke i 2006. I oktober 2006 nedsatte Standard & Poor's sin kreditvurdering af Italien fra AA- to A+, mens Fitch nedjusterede fra AA to AA- (se tabel C).² Meddelelsen om nedgraderingen af Italien havde kun ringe indflydelse på rentespændet over for Tyskland. Både Portugals og Frankrigs rentespænd over for Tyskland var mere eller mindre stabilt i hele perioden.

² Den foreliggende dokumentation peger på relevansen af finansielle variable som bestemmende faktorer for kreditvurderingen af lande. Se A. Afonso, P. Gomes og P. Rother, "What 'hides' behind sovereign debt ratings?", ECB Working Paper nr. 711, januar 2007.

UDSIGTERNE FOR DE OFFENTLIGE FINANSER I 2007

De opdaterede stabilitetsprogrammer ultimo 2006 peger på et yderligere fald i euroområdet underskud i 2007 til 1,4 pct. af BNP, hvilket afspejler en strukturel forbedring på ca. 0,4 procentpoint. Den planlagte budgetkonsolidering er i euroområdet som helhed hovedsagelig baseret på foranstaltninger på både indtægts- og udgiftssiden. Både indtægts- og udgiftsfremskrivningerne er imidlertid højere end i den forudgående runde af stabilitetsprogrammer, hvilket tyder på, at de uventede indtægter til dels forventes at være af permanent karakter, og at de er øremærket til yderligere forbrug. Eurorådets gennemsnitlige gældskvote forventes at falde yderligere til 68 pct. af BNP, hvilket hovedsagelig kan tilskrives det primære overskud.

Budgetkonsolideringen i euroområdet i 2007 forventes i høj grad at kunne tilskrives Tyskland og Italiens justeringsbestræbelser. I Tyskland bidrager den fortsatte udgiftsbegrænsning og forhøjede indirekte skatter til budgetjusteringen. Ifølge fremskrivningerne vil Italiens underskud falde til lige under 3 pct. af BNP, hvilket er i overensstemmelse med tidsfristen i Rådets henstilling. Nedgangen kan for en stor del tilskrives konsolideringspakken i budgettet for 2007, som hovedsagelig er baseret på skatteindtægter, samt at midlertidige faktorer, som har bidraget til at øge underskuddet, ikke længere gør sig gældende. Portugal, som også havde et underskud på over 3 pct. i 2006, og hvis tidsfrist for korrektion af sit uforholdsmæssigt store underskud er 2008, planlægger at fortsætte sine justeringsbestræbelser, men forventer ikke desto mindre et under-

skud væsentligt over referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2007. I de fleste af landene med finanspolitiske balanceproblemer er den planlagte konsolidering mod de mellemfristede budgetmålsætninger beskeden.

DE FINANSPOLITISKE STRATEGIER SKAL FOKUSERE PÅ AT STYRKE KONSOLIDERINGEN

Opdateringen af stabilitetsprogrammerne for 2006 tyder generelt på, at landene planlægger at fortsætte udviklingen hen imod holdbare budgetstillinger, men der er også tegn på, at budgetmålene ikke altid omfatter tilstrækkelig konsolidering, eller at der endnu ikke foreligger detaljerede planer for konkrete og troværdige foranstaltninger. Det indebærer risici for fremtiden. Under de gunstige forhold med økonomisk vækst og robust indtægter i de fleste lande er det nødvendigt, at de finanspolitiske strategier sikrer en proaktiv tilgang og fokuserer på at styrke konsolideringstiltagene. Udsigterne til, at de "gode tider" vil vare ved i den nærmeste fremtid, skal udnyttes fuldt ud til at opnå holdbare budgetstillinger og en hastigt faldende gældskvoteprocent så hurtigt som muligt, også i lyset af de demografiske udfordringer for de offentlige finansers holdbarhed. Det er vigtigt, at alle landene opfylder deres forpligtelser i henhold til den reviderede stabilitets- og vækstpagt fuldt ud, så troværdigheden af EUs finanspolitiske rammer styrkes.

Tidligere erfaringer viser, at en utilstrækkelig proaktiv tilgang er den største risiko for finanspolitikken under et opsving. Som det også var tilfældet i ØMUens første år, kan uventede indtægter under et opsving friste landene til at indføre ufinansierede skattelettelser og/eller lempe udgiftsbegrænsningerne. For at undgå en gentagelse af tidligere fejltagelser, og at der opstår makroøkonomiske balanceproblemer, er det afgørende, at alle landene afstår fra at gennemføre konjunkturmedløbende finanspolitiske lemper og stræber efter at opnå holdbare budgetstillinger under det igangværende opsving. Ellers vil der være begrænsede muligheder for at lade de automatiske stabilisatorer virke under den næste nedgang, hvilket igen vil føre til et

behov for at stramme finanspolitikken på en konjunkturmedløbende måde. Utilstrækkelige fremskridt med hensyn til konsolidering kan også lægge et fornyet pres på gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten under den næste konjunkturedgang.

Medlemslande med finanspolitiske ubalancer, som ikke har et uforholdsmæssigt stort underskud, bør øge deres konsolideringstiltag ved hjælp af troværdige foranstaltninger og nå deres mål på mellemlangt sigt hurtigere end planlagt i de opdaterede stabilitetsprogrammer. Som det fremgår af den reviderede stabilitets- og vækstpagt, kræver de aktuelle økonomiske forhold reelt konsolidering ud over benchmarkmålet 0,5 pct.

Lande med et underskud, der ligger over referenceværdien på 3 pct. af BNP, skal træffe alle de foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at korrigere situationen så hurtigt som muligt, og foranstaltningerne skal understøttes af streng efterlevelse af Rådets henstillinger. De forbedrede budgetudsigter åbner mulighed for ophævelse af beslutningerne om uforholdsmæssigt store underskud for flere lande i den nærmeste fremtid. I den forbindelse er det vigtigt, at de uforholdsmæssigt store underskud korrigeres på en bæredygtig måde gennem permanente og troværdige konsolideringstiltag. Derefter kræves der hurtige yderligere fremskridt hen imod landenes mål på mellemlangt sigt, således at der skabes råderum til at undgå nye overskridelser af underskudsloftet. I lande, hvor der ifølge prognoserne er en risiko for, at forpligtelserne ikke bliver overholdt, kræves der større anstrengelser for at nå målene og for at undgå yderligere foranstaltninger som led i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

Medlemslande, der allerede har opnået sunde budgetstillinger, bør bevare disse eller søge at konsolidere dem yderligere. I nogle få tilfælde, hvor budgetstillingen allerede er i overskud, samtidig med at den økonomiske efterspørgsel er kraftig, kan en strammere finanspolitik bidrage til at reducere risikoen for overophedning.

Statistiske oplysninger af høj kvalitet og sund statistisk rapportering er fortsat vigtig for at kunne vurdere budgetsituationen og behovet for justeringstiltag korrekt.

Endelig er det værd at bemærke, at budgetkonsolideringen skal ske som led i omfattende udgiftsbaserede strukturreformprogrammer i overensstemmelse med Lissabon-strategien. Det vil ikke kun bidrage til at afbøde negative virkninger på efterspørgslen af konsolideringen gennem voksende tillid, men også til at opnå holdbare offentlige finanser, produktionsvækst og stigende beskæftigelse i euroområdet.

2.6 UDVIKLINGEN I VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN

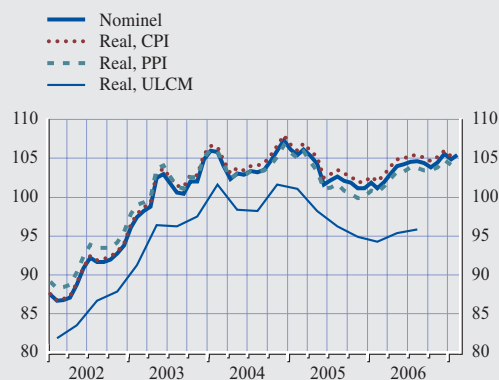
DEN EFFEKTIVE EUROKURS APPRECIEREDE I 2006

Den opadgående tendens i den nominelle effektive eurokurs begyndte i 4. kvartal 2005 og intensiveredes i 2006. Euroens appreciering var forholdsvis bredt funderet i 1. halvår 2006, hvilket hovedsagelig afspejlede dens appreciering over for den amerikanske dollar, den japanske yen, den kinesiske renminbi og flere andre asiatiske valutaer, som formelt eller reelt er knyttet til den amerikanske dollar. I 2. halvår stabiliseredes euroen indledningsvis bredt, hvorefter den igen apprecierede ultimo oktober. Ved årets udgang var den effektive eurokurs næsten 5 pct. stærkere end i begyndelsen af januar og lå 2,5 pct. over gennemsnittet i 2005.

Euroens styrke i det meste af 2006 skyldtes bl.a. markedets opfattelse af, at den generelle økonomiske udvikling var blevet gunstigere i euroområdet. Mens yderligere tegn på en forøgelse af USAs underskud på betalingsbalancens løbende poster formodentlig støttede euroen i forhold til den amerikanske dollar i starten af året, flyttede markedets opmærksomhed sig gradvis til forskellene i konjunkturforløbet og den fremtidige udvikling i den pengepolitiske stilling i de to økonomiske områder. Dette skift skyldtes hovedsagelig de forbedrede økonomiske udsigter i euroområdet, som stod i modsætning til markedets bekymringer for en eventuel betydelig nedgang i den økonomiske vækst i USA. Mod

Figur 32. Nominelle og reale effektive eurokurser ¹⁾

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



Kilde: ECB.

1) En stigning i EER-24-indeksene repræsenterer en appreciering af euroen. De seneste månedlige observationer vedrører februar 2007 for de nominelle effektive eurokurser og januar 2007 for de reale effektive eurokurser. Den seneste observation for det ULCM-baserede reale EER-24 vedrører 3. kvartal 2006 og er delvis baseret på ECBs skøn.

årets slutning førte fornyede tegn på en amerikansk konjunkturedgang, på baggrund af moderate stigninger i forbrugerpriserne i USA og et svagere boligmarked, til en yderligere indsnævring af rentespændet over for eurodenominerede aktiver og til en fornyet appreciering af euroen over for dollaren.

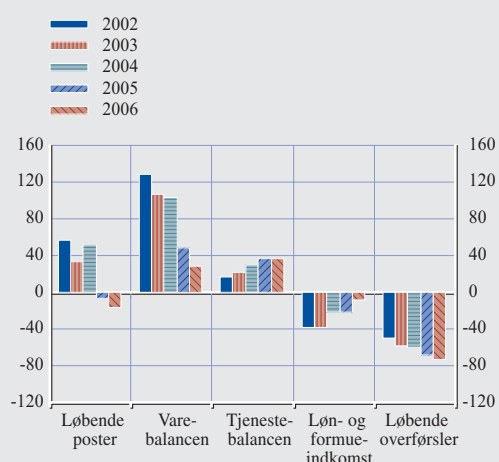
Den japanske yen deprecierede gradvist over for euroen i 2006 på trods af fortsat økonomisk vækst i Japan i den samme periode. En af faktorerne bag svækkelsen af yennen er tilsyneladende det store rentespænd mellem japanske aktiver og andre store økonomiers aktiver, som menes at have tilskyndet til et betydeligt antal "carry trade"-transaktioner på baggrund af en lav implicit volatilitet i valutakursen.¹⁴

Den 29. december 2006 lå euroen på USD 1,32 og JPY 156,93, hvilket er henholdsvis 11,4 pct.

14 Udtrykket "carry trade" henviser til en handelsstrategi, der sigter mod at drage fordel af rentespændet mellem to valutaområder ved at købe i én valuta med en lavere rente og investere i en anden valuta med en højere rente og derved tjene "carry". Denne strategi er lønsom, så længe valutaen, der giver et højere afkast, ikke deprecierer så meget i forhold til den, der giver et lavere afkast, at det udligner rentefordelen.

Figur 33. Betalingsbalancens løbende poster

(Milliarder euro; årlige observationer; sæsonkorigeret)



Kilde: ECB.

og 12,4 pct. højere end ved årets begyndelse. Euroen apprecierede også betydeligt over for den canadiske dollar (11,2 pct.), Hongkong-dollar (11,7 pct.) og den kinesiske renminbi (ca. 8 pct.) og mere moderat, ca. 3 pct. i gennemsnit, over for den australske dollar, schweizerfrancen, den norske krone og de fleste andre asiatiske valutaer. Disse stigninger blev delvis opvejet af euroens depreciering over for det britiske pund (2,2 pct.) og en række af EU-landenes valutaer, navnlig den slovakiske koruna (næsten 9 pct.) og den tjekkiske koruna (5,3 pct.).

I de første to måneder af 2007 var den nominelle effektive eurokurs stort set uændret.

De reale effektive eurokurser – baseret på forskellige omkostnings- og prismål – apprecierede også i 2006 med næsten det samme beløb som den nominelle effektive eurokurs (se figur 32). I 4. kvartal 2006 lå den reale effektive eurokurs baseret på forbrugerpriserne ca. 3 pct. over niveauet et år tidligere.

LIDT STØRRE UNDERSKUD PÅ DE LØBENDE POSTER I 2006

Euroområdet viste i 2006 et underskud på 16,2 mia. euro (eller 0,2 pct. af BNP) i forhold til et underskud på 6,8 mia. euro i 2005

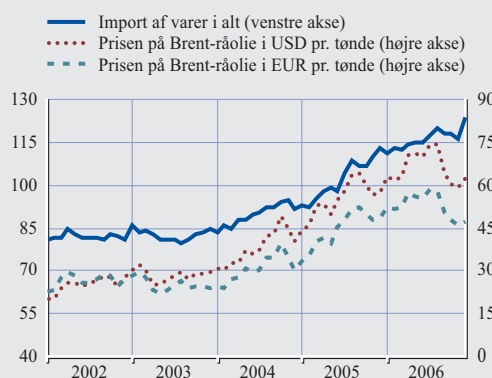
(eller 0,1 pct. af BNP). Det lidt større underskud skyldtes hovedsagelig et reduceret overskud på varebalancen (med 20,3 mia. euro), da importværdien af varer voksede hurtigere end eksportværdien af varer (henholdsvis 16,1 pct. og 13,8 pct. i 2006). Faldet i overskuddet på varebalancen, samt et lidt større underskud på løbende overførsler, blev kun delvis udlignet af et faldende underskud på løn- og formueindkomst, mens overskuddet på tjenestebalancen var stort set uændret (se figur 33).

Varehandlen med lande uden for euroområdet steg betydeligt i 2006. På importsiden steg importmængderne i løbet af 2006, hvilket afspejler den øgede økonomiske aktivitet i euroområdet og euroens appreciering. Højere importpriser på olie og råvarer ekskl. olie var imidlertid vigtige årsager til stigningen i importværdierne og således også til faldet i overskuddet på varebalancen (se figur 34).

Selv om de stigende oliepriser virkning på euroområdets handelsbalance blev delvis udlignet af euroens appreciering over for den amerikanske dollar, fortsatte underskuddet på handlen med olie med at stige og lå i 12-månedersperioden frem til oktober 2006 på sammenlagt 181 mia. euro (over 2 pct. af BNP), hvilket var 39 mia. euro højere end året før. På den mere positive

Figur 34. Euroområdets import af varer og prisen på Brent-råolie

(Månedlige observationer)



Kilder: Eurostat og Bloomberg.

side synes euroområdet at have nydt godt af genplaceringen af olieindtægterne – via øget efterspørgsel fra de olieeksporterende lande – der kompenserede for en del af den formueoverførsel, som de højere importpriser medførte.

På eksportsiden bidrog stigningerne i både eksportpriser og eksportmængder til den værdimæssige vækst i 2006. Eurorådets eksport steg mængdemæssigt betydeligt i 2006, først og fremmest på grund af den stærke udenlandske efterspørgsel. Eksporten til Asien (især Kina) og de nye EU-lande var særlig dynamisk som følge af den kraftige økonomiske aktivitet i disse regioner. Eksportpriserne steg mindre end i det fore-

gående år, hovedsagelig på grund af mindre prisstigninger på kapitalgoder. Samtidig betød euroens appreciering i 2006 en nedgang i pris- og omkostningskonkurrenceevnen, hvilket også kan have bidraget til et yderligere tab i eksportmarkedsandelen inden for euroområdet.

Den nedadgående tendens i eurorådets eksportmarkedsandel hænger også sammen med strukturelle faktorer i den globale økonomi som fx den stigende betydning af nye globale aktører på eksportmarkederne. Boks 7 beskriver nærmere, hvordan euroområdet tilpasser sig de mere og mere globale og konkurrenceprægede økonomiske forhold.

Boks 7

GLOBALISERING OG EUROOMRÅDETS KONKURRENCEEVNE¹

Globalisering er ikke et nyt fænomen, men der er stigende enighed om, at effekterne af globalisering er ved at ændre de globale produktions- og handelsmønstre fuldstændig.

I denne boks vurderes de seneste ændringer i eurorådets og andre større økonomiers eksportstruktur i et globaliseringsperspektiv.² Balassa-indekset for komparative fordele (se tabellen) viser en værdi på over 1, hvis et lands eksport i en given sektor overstiger det globale gennemsnit. Det fremgår, at euroområdet i perioden 1993-2004 havde en forholdsvis god spredning i sin eksportstruktur, og at euroområdet primært specialiserede sig i eksport af kapital- og forskningsintensive varer, men også arbejdsintensive varer. Det er umiddelbart overraskende, at euroområdet delvis har specialiseret sig i eksport af arbejdsintensive varer, da andelen af kapital i forhold til arbejdskraft ligger forholdsvis højt i euroområdet sammenlignet med mange udviklingslande. Resultaterne i nedenstående tabel kan således give anledning til visse forbehold. For det første er Balassa-indekset, som ikke er korrigeret for import af halvfabrikata, noget misvisende, eftersom komparative fordele sandsynligvis vedrører processer og aktiviteter i hver enkelt indenlandsk branche. For det andet er klassifikationen i de fire varegrupper i tabellen baseret på forholdsvis brede eksportkategorier.³

I modsætning til euroområdet har de tre største konkurrenter blandt de industrialiserede lande – Japan, Storbritannien og USA – ifølge indekset ingen komparativ fordel vedrørende arbejdsintensiv eksport. De har i stedet for specialiseret sig mere i forskningsintensive produkter. Japan har også specialiseret sig i primært kapitalintensive varer, hvilket afspejler landets store kapitalapparat. Det er ikke overraskende, at Kina, de andre dynamiske asiatiske økonomier (DAE-landene)⁴

1 Denne boks er baseret på U. Baumann og F. di Mauro, "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges", ECB Occasional Paper nr. 55.

2 Det samlede billede for euroområdet dækker over betydelige forskelle i handelsstruktur og -resultater mellem de enkelte eurolande.

3 Et alternativt mål for relativ eksportspecialisering er beskrevet i "Relative export structures and vertical specialisation: a simple cross-country index", Banco de Portugal, Working Papers, januar 2007.

4 DAE-landene er Indien, Indonesien, Hongkong, Singapore, Sydkorea, Taiwan, Malaysia, Filippinerne og Thailand.

Komparativ fordel fordelt efter faktorintensitet ¹⁾

(Indeks²⁾; gennemsnit 1993-2004)

Eksporten er primært:	Euro-området ³⁾	USA	Storbritannien	Japan	Kina	DAE-lande	Central- og østeuropæiske lande
Råvareintensiv	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6
Arbejdsintensiv	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2
Kapitalintensiv	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2
Forskningsintensiv	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5

Kilder: Chelem-databasen i Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII), ECBs beregninger.

1) Se bilag A (tabel A3) i ECB Occasional Paper nr. 55 vedrørende listen over de sektorer, som optræder i hver af de angivne kategorier af faktorintensitet.

2) Balassa-indeks over komparative fordele, som beregner de enkelte landes relative eksportspecialisering for fire produktgrupper (råvareintensive, arbejdsintensive, kapitalintensive og forskningsintensive sektorer) i forhold til globale gennemsnit. Det sker på følgende måde: $RCA_{k,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$, hvor tælleren repræsenterer andelen af sektor j i land k 's samlede eksport, og nævneren svarer til sektor j 's andel i pct. af verdens samlede eksport.

3) Kun eksport til lande uden for euroområdet.

samt de central- og østeuropæiske lande⁵ har specialiseret sig i arbejdsintensive varer, da det afspejler deres relative faktorintensitet. DAE-landene har, trods deres komparative fordel i arbejdsintensive aktiviteter, også specialiseret sig i forskningsintensive produkter i højere grad end euroområdet. De central- og østeuropæiske lande, som ikke har nogen komparativ fordel vedrørende forskningsintensive varer, hvilket tydeligt afspejler deres lave investeringer i forskning og udvikling⁶, har en forholdsvis høj grad af specialisering i råvareintensive varer.

5 Central- og østeuropæiske lande er SNG (Armenien, Aserbajdsjan, Belarus, Georgien, Kasakhstan, Kirgisistan, Moldova, Den Russiske Føderation, Tadsjikistan, Turkmenistan, Ukraine, Usbekistan), Estland, Litauen, Letland, det tidligere Jugoslavien (senere Bosnien-Hercegovina, Kroatien, Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien, Serbien, Montenegro og Slovenien), Albanien, Bulgarien, det tidligere Tjekkioslovakiet (senere Tjekkiet og Slovakiet), Ungarn, Polen, Rumænien, Tyrkiet.

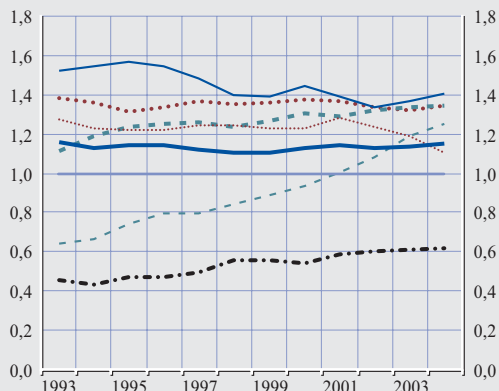
6 De indenlandske investeringer i forskning og udvikling udgør i gennemsnit under 1 pct. af BNP i de central- og østeuropæiske lande, i forhold til 1,9 pct. i euroområdet, 2,6 pct. i USA og 3,2 pct. i Japan (kilde: OECD Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005 og Eurostat, Structural Indicators Database).

Figur A. Udvikling i komparativ fordel

(Indeks¹⁾; årlige observationer)

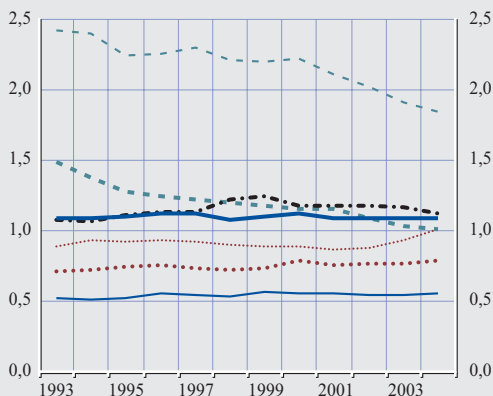
1 Primært forskningsintensiv eksport

— Euroområdet ····· Storbritannien
 ····· USA - - - - Kina
 - - - - DAE-lande ····· Central- og østeuropæiske lande
 — Japan



2 Primært arbejdsintensiv eksport

— Euroområdet ····· Storbritannien
 ····· USA - - - - Kina
 - - - - DAE-lande ····· Central- og østeuropæiske lande
 — Japan



Kilder: Chelem og ECBs beregninger.

1) Balassa-indeks over komparativ fordel (se endvidere fodnote 2 til tabellen ovenfor med hensyn til indeksets konstruktion).

Euroområdet og andre industrilandes eksportspecialisering i forskningsintensive sektorer har næsten ikke ændret sig i løbet af tiden sammenlignet med visse større vækstmarkedsøkonomier, fx Kina, som er stærkt på vej ind i disse sektorer (se figur A1).⁷ På tilsvarende måde er der ikke observeret væsentlige ændringer i de industrialiserede økonomiers specialisering i arbejdsintensive varer, og euroområdets specialisering på dette område er fortsat relativt høj (se figur A2).

Med hovedvægten lagt på mellemteknologiske produkter, fx maskiner og udstyr, motorkøretøjer, kemikalier og elektriske apparater, specialiserer euroområdet sig i gennemsnit også i nogle af de hurtigt voksende sektorer inden for den globale efterspørgsel, fx lægemidler og medicinsk udstyr, præcisionsinstrumenter og optiske instrumenter samt fly og rumfartøjer. Euroområdet har dog også en forholdsvis stærk specialisering inden for nogle af de langsommere voksende sektorer, fx ikke-metalliske mineralske produkter. Alt i alt specialiserer euroområdet sig ikke i en bestemt sektor, men eksportstrukturen har en forholdsvis god spredning sammenlignet med andre industrialiserede lande. Det beskytter sandsynligvis euroområdets samlede produktion i perioder med svag global efterspørgsel i en enkelt sektor. Selv om euroområdets eksportspecialisering i forskningsintensive sektorer alt i alt næsten ikke har ændret sig i løbet af tiden, viser disaggregerede observationer, at euroområdets eksportører ikke desto mindre har øget deres specialisering inden for nogle af de højteknologiske sektorer (fx lægemidler og medicinsk udstyr, præcisionsudstyr og optiske instrumenter samt informations- og kommunikationsteknologi (ikt), hvor den globale efterspørgsel viser solid vækst. Andre industrialiserede lande, fx Japan og USA, har derimod reduceret deres specialisering inden for dette område. Det kan skyldes stærk konkurrence fra vækstmarkedsøkonomierne i Asien og ikt-boblen, der bristede i år 2000.

Udviklingen i euroområdets eksportkonkurrenceevne kan også være positivt påvirket af andre faktorer. De seneste spørgeskemaundersøgelser, empiriske undersøgelser og teoretiske modeller tyder på, at virksomhederne nyder godt af investeringer i udlandet. Kraftig aktivitet inden for udenlandske direkte investeringer blandt virksomhederne i euroområdet kan således bidrage til at øge den samlede produktivitet i euroområdet.⁸

Mens vækstmarkedsøkonomierne hidtil har specialiseret sig i lavteknologiske, mellem-lavteknologiske og udvalgte højteknologiske sektorer, vil de i fremtiden sandsynligvis øge deres specialisering i de mellem-højteknologiske sektorer. Det kan udsætte visse sektorer, hvor euroområdet traditionelt har stået stærkt, fx motorkøretøjer og maskiner og udstyr, for øget konkurrence og eventuelt kræve omfattende tilpasning. Der er tegn på, at det allerede er ved at ske, idet de central- og østeuropæiske lande, Kina og DAE-landene i de seneste 10 år har øget deres eksportspecialisering i de mellem-højteknologiske sektorer, herunder motorkøretøjer, transportudstyr samt maskiner og udstyr i øvrigt.

Denne umiddelbare vurdering af euroområdets eksport bør suppleres med en eksplicit vurdering af importsiden, eftersom globalisering også har haft en betydelig indflydelse på importgennemtrængningen og sammensætningen af de enkelte landes import. Liberalisering af handel samt voksende internationale produktionsnetværk har i de seneste 10 år bidraget til en brat stigning i importgennemtrængningen for de største industrialiserede lande. Mellem 1991 og 2005 blev importen af varer og tjenesteydelser som andel af realt BNP mere end tredoblet i USA og næsten fordoblet i Japan, mens euroområdet og Storbritannien lå et sted midt imellem. Desuden blev den

7 Denne udvikling kan være påvirket af den store relative vægt af modne økonomier i forhold til vækstmarkedsøkonomier, men kan også afspejle vækstmarkedsøkonomiernes "catching-up"-proces på det teknologiske område.

8 Se fx artiklen "Germany in the Globalisation Process", i Deutsche Bundesbanks månedsoversigt for december 2006; A. Bernard, J. Jensen og P. Schott (2005), "Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods", NBER Working Paper 11404; og E. Helpman, M. Melitz og S. Yeaple (2004), "Exports versus FDI", *American Economic Review*, 94, s. 300-316.

generelle stigning i importgennemtrængningen ledsaget af en kraftig forøgelse af importen fra udviklingslandene. For euroområdet har det medført et relativt skift i importandelene for produktionsvarer fra handelspartnere inden for euroområdet og andre industrialiserede lande til vækstmarkedsøkonomier, der også er lavomkostningslande (figur B). Dette skift har været særlig tydeligt for halvfabrikata og kapitalgoder. Det er et klart signal om, at vækstmarkedsøkonomierne vinder frem som leverandører af inputvarer til produktionsprocessen. Denne tendens er forbundet med den mere generelle tendens til et øget importindhold i euroområdets eksport.

Alt i alt oplever euroområdet allerede øget konkurrence fra vækstmarkedsøkonomierne, men der vil være tale om yderligere tilpasning i fremtiden. I forhold til USA, som tilsyneladende bevæger sig mere målrettet hen imod forskningsintensive produkter, specialiserer euroområdet sig delvis i arbejdsintensive varer. Desuden vinder vækstmarkedsøkonomierne ikke kun frem som eksportkonkurrenter i lavteknologiske og arbejdsintensive sektorer – som deres relative begunstiggelse med produktionsfaktorerne ellers kunne tyde på – men også mere og mere inden for teknologiske og kapitalintensive produkter. Samtidig taber euroområdet terræn inden for sine traditionelt stærke områder, herunder maskiner og udstyr. Det bekræftes af tegn på en kraftig stigning i importen af kapitalgoder fra de nye EU-lande, der delvis erstatter import fra eurolande.

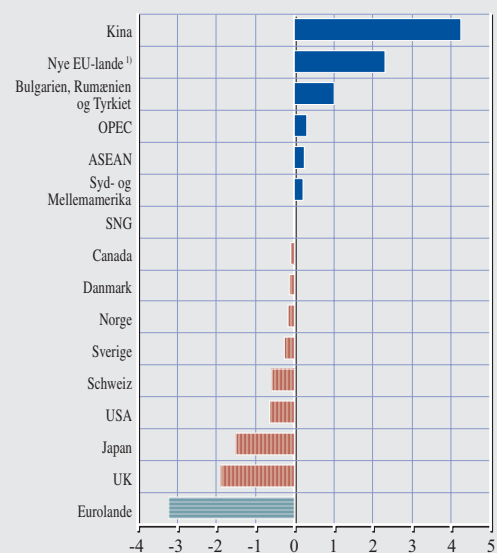
Tilpasningen til de strukturelle ændringer kan ikke opnås ved øget protektionisme, som bare vil medføre endnu længere tilpasningsperioder. Hvis tilpasningen skal lykkes, skal det i stedet sikres, at de nødvendige strukturelle ændringer finder sted under forhold, hvor forbigående tab af velfærd (fx midlertidigt højere arbejdsløshed) holdes på et minimum, og som fremmer fleksibel overførsel af resurser til nye vækstområder. Det er den bedste måde at imødegå globaliseringens udfordringer på, men det kræver til gengæld strukturreformer i euroområdet samt øgede investeringer i forskning og udvikling for at opnå den innovation, der er nødvendig for at udvikle nye, lovende områder at specialisere sig i.

NETTOINDSTRØMNING AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER I 2006

Euroområdets finansielle poster viste en nettoindstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 109,2 mia. euro i 2006 i

Figur B. Ændring i andelen i euroområdets import af produktionsvarer fordelt efter oprindelsesland

(Ændringer i procentpoint, 1995-2005)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

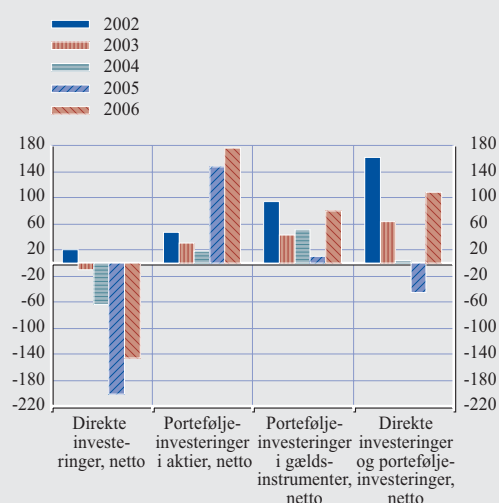
Anm.: Importandele er baseret på handelsværdier og beregnes som andelen af euroområdets import fra enkelte lande/regioner divideret med euroområdets samlede import fra lande i og uden for euroområdet.

1) Lande, der blev medlem af EU i 2004.

forhold til en nettoudstrømning på 45,4 mia. euro i 2005. Dette skyldtes primært en betydeligt lavere nettoudstrømning af direkte investeringer og en større nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer i både aktier og gældsinstrumenter (se figur 35).

Figur 35. Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet

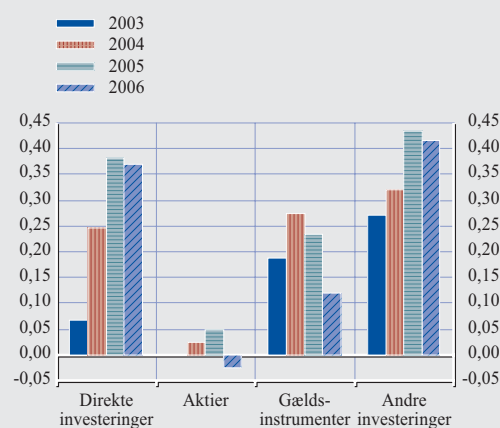
(Milliarder euro; årlige observationer)



Kilde: ECB.

Figur 36. Finansielle strømme fra euroområdet til de nye EU-lande

(I pct. af de nye EU-landes BNP)



Kilde: ECB.

Anm.: Observationerne for 2006 er baseret på de første kvartaler.

Når der ses bort fra effekten af en enkelt stor transaktion i forbindelse med omstruktureringen af en stor virksomhed i euroområdet i 2005, skyldes det stigende underskud på direkte investeringer i 2006 en stigning i euroområdets residents direkte investeringer i udlandet, især i form af investeringer i egenkapital i de nye EU-lande og i Storbritannien og USA. Samtidig mere end fordobledes indstrømningen af udenlandske direkte investeringer til euroområdet i forhold til niveauet i 2004 og 2005, hvilket måske til dels afspejler markedets forventninger om forbedrede økonomiske udsigter for euroområdet.

Når der igen ses bort fra effekten af ovennævnte omstrukturering, kan stigningen i nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer i 2006 tilskrives ikke-residents stigende nettokøb af aktier udstedt i euroområdet, som støttes af den gunstige vækst i indtjeningen hos virksomhederne i euroområdet og højere afkast på aktier i euroområdet end i USA. Stadig flere tegn på forbedrede økonomiske udsigter i euroområdet i løbet af året kan have spillet en væsentlig rolle i denne udvikling.

Hvad angår fastforrentede værdipapirer, udgjorde nettoindstrømningen af gældsinstrumenter 79,2 mia. euro (i forhold til 8,7 mia. euro i 2005), som skyldes en markant stigning i ikke-residents køb af obligationer og aktier udstedt i euroområdet.

Den geografiske fordeling af porteføljestrømmene viser, på grundlag af akkumulerede strømme i de første tre kvartaler af 2006, at USA, finansielle offshorecentre og Asien ekskl. Japan var hovedmodtagere af euroområdets porteføljeinvesteringer i aktier. Euroområdets investorer var også store nettokøbere af gældsinstrumenter udstedt af disse regioner samt af Storbritannien. Euroområdets fremstillingsvirksomheder kan have fortsat deres udflytning af dele af deres produktion især til de nye EU-lande, da indstrømningen af udenlandske direkte investeringer til disse lande (målt som andel af landenes BNP) er steget i de sidste fire år (se figur 36).

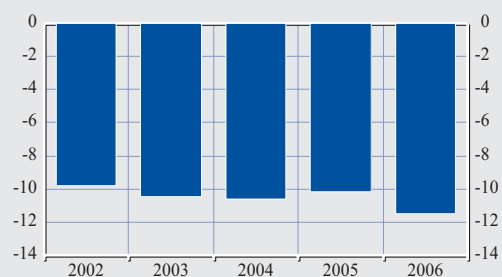
KAPITALBALANCEN OVER FOR RESTEN AF VERDEN FØRNINGEDES YDERLIGERE I 2006

Tal for euroområdet kapitalbalance over for resten af verden frem til 3. kvartal 2006 viser, at euroområdet havde nettopassiver på 965 mia. euro (hvilket er 11,5 pct. af euroområdets BNP) i forhold til nettopassiver på 811 mia. euro (10,1 pct. af BNP) ultimo 2005 (se figur 37). De øgede nettopassiver i 2006 kunne overvejende tilskrives en stigning i nettopassivposten for porteføljeinvesteringer (på 145 mia. euro) og andre investeringer (på 83 mia. euro), der kun delvis blev opvejet af en stigning i nettoaktivposten for direkte investeringer (på 70 mia. euro) og reserveaktiver (på 5 mia. euro).

Eftersom underskuddet på euroområdets løbende poster kun udgjorde 20 mia. euro i 2006, skyldtes stigningen i euroområdets nettopassiver hovedsagelig effekter af værdiændringer som følge af ændringer i aktivpriser samt valutakursudsving.

Figur 37. Kapitalbalancen over for resten af verden, netto

(I pct. af BNP)



Kilde: ECB.

Anm.: Tallene vedrører udestående ultimo perioden. Tallene for 2006 vedrører ultimo 3. kvartal.

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

DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet tiltog markant i 2006 (se tabel 6).¹⁵ Selv om der var en generel tendens til øget økonomisk aktivitet, varierede den årlige vækst betydeligt landene imellem. Blandt de lande, der blev medlem af EU i maj 2004 (2004-landene), var produktionsvæksten højest i Estland og Letland, hvor den lå på eller over 11,4 pct. I Tjekkiet, Litauen og Slovakiet steg realt BNP også kraftigt med mellem 6,1 og 8,3 pct. Væksten i realt BNP var lavest i Malta. I de øvrige lande, dvs. Danmark, Sverige og Storbritannien, tiltog væksten i forhold til 2005 og lå tæt på eller over euroområdets niveau i 2006.

I de fleste EU-lande uden for euroområdet var den økonomiske aktivitet drevet af den indenlandske efterspørgsel. Det private forbrug blev stimuleret af stigninger i den disponible realindkomst som følge af robust lønvækst og faldende arbejdsløshed samt af vedvarende høje huspriser. Væksten i faste bruttoinvesteringer tiltog, bl.a. takket være en længere periode med gunstige finansieringsforhold, et forbedret erhvervsklima og i nogle lande stor tilstrømning af udenlandske direkte investeringer. I de fleste af landene

bidrog kraftige stigninger i kreditgivningen, som delvis skyldtes gunstige finansielle forhold, også til robust vækst i den indenlandske efterspørgsel.

Stigningen i eksporten tiltog i mange lande som følge af stærk efterspørgsel hos de vigtigste handelspartnere og betragtelige udenlandske direkte investeringer i de seneste år. I de fleste lande holdt importvæksten dog trit med eksportvæksten takket være solid indenlandsk efterspørgsel og det relativt høje importindhold i mange landes eksportvarer. Samlet set var bidraget fra nettoeksporten til væksten i realt BNP i 2006 derfor mere eller mindre neutralt for EU-landene uden for euroområdet, og kun i Ungarn, Malta, Slovakiet og Sverige sås et væsentligt positivt bidrag. Den høje vækst i importen og eksporten i mange lande tyder på, at handelsintegrationen i 2004-landene stadig er i gang, om end der er sket store fremskridt.

I takt med den øgede økonomiske aktivitet fortsatte situationen på arbejdsmarkedet med at for-

15 Dette afsnit vedrører de 13 EU-lande, der var uden for euroområdet i perioden frem til ultimo december 2006 (dvs. Tjekkiet, Danmark, Estland, Cypern, Letland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slovenien, Slovakiet, Sverige og Storbritannien).

Tabel 6. Vækst i realt BNP

(Ændring i pct. år/år)

	2003	2004	2005	2006	2006 1. kvrt.	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.
Tjekkiet	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Danmark	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estland	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Cypern	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Letland	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Litauen	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Ungarn	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malta	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Polen	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Slovenien	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Slovakiet	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Sverige	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Storbritannien	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
EU-10 ¹⁾	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
EU-13 ²⁾	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Euroområdet	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Kilde: Eurostat.

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

2) Aggregatet EU-13 omfatter observationer for de 13 EU-lande uden for euroområdet i perioden frem til ultimo december 2006.

bedres i mange EU-lande uden for euroområdet i 2006. Der er dog markante forskelle landene imellem. Mens arbejdsløsheden fortsat var meget høj i Polen og Slovakiet, blev arbejdsmarkedet ret stramt i andre lande, fx Danmark, de baltiske lande og Storbritannien. I de fleste af 2004-landene var beskæftigelsesvæksten mere afdæmpet, end den hurtige produktionsvækst kunne indikere. Årsagen er, at væksten i realt BNP hovedsagelig kunne tilskrives indførelsen af ny teknologi samt stærk produktivitetsvækst som følge af bl.a. de betragtelige udenlandske direkte investeringer i de seneste år. Mange af 2004-landene kæmper også fortsat med strukturelle flaskehalse, såsom at arbejdskraften ikke befinder sig der, hvor den efterspørges, eller ikke har de nødvendige kvalifikationer. Sammen med udvandringen af arbejdskraft, der har været med til at stramme arbejdsmarkedet, kan disse flaskehalse blive en hindring for vækst i de lande, hvor der er opstået mangel på arbejdskraft.

PRISUDVIKLINGEN

HICP-inflationen steg betragteligt i næsten alle EU-lande uden for euroområdet i 2006 (se tabel 7). Inflationen lå fortsat højest i de hurtigtvoksende økonomier i de baltiske lande, Ungarn og

Slovakiet, men den lå tæt på eller lidt over euroområdets gennemsnit i de øvrige EU-lande uden for euroområdet. Den gennemsnitlige inflation lå under 2 pct. i Danmark, Polen og Sverige, mens den i Tjekkiet ikke kom over 2,1 pct. i 2006.

Den opadgående tendens i inflationen i EU-landene uden for euroområdet i 2006 kunne delvis tilskrives ændringer i administrerede priser og indirekte skatter i en række lande, fx Tjekkiet, Letland, Litauen, Ungarn, Malta og Slovakiet. Den øgede inflation i sommeren 2006 var i det store og hele en følge af de kraftigt stigende energipriser. I en række lande blev inflationsudviklingen også påvirket af fødevarerpriserne, der begyndte at stige mere markant i 2006 efter meget afdæmpede stigninger eller endda fald i 2005. I de fleste af landene bidrog hastig vækst i den indenlandske efterspørgsel imidlertid til den underliggende inflationspres.

I lande med stor valutakursfleksibilitet havde valutaens appreciering generelt en afdæmpende effekt på importpriserne og – som følge af landenes forholdsvis store åbenhed – i sidste ende på den samlede inflation. I lyset af det økonomiske opsving i de fleste EU-lande uden for euroområdet

Tabel 7. HICP-inflation

(Ændring i pct. år/år)

	2003	2004	2005	2006	2006 1. kvrt.	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.
Tjekkiet	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Danmark	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estland	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Cypern	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Letland	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Litauen	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Ungarn	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Polen	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Slovenien	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Slovakiet	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Sverige	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Storbritannien	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
EU-10 ¹⁾	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
EU-13 ²⁾	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Euroområdet	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Kilde: Eurostat.

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

2) Aggregatet EU-13 omfatter observationer for de 13 EU-lande uden for euroområdet i perioden frem til ultimo december 2006.

var den gennemsnitlige lønudvikling i 2006 stærk. Især steg de nominelle lønninger markant i de lande, der oplevede størst produktionsvækst (dvs. de baltiske lande), hvor lønvæksten oversteg produktivitetsvæksten og bidrog til et inflationspres.

FINANSPOLITIK

Finanspolitikkerne i EU-landene uden for euroområdet var fortsat uensartede i 2006. Tre lande (Danmark, Estland og Sverige) havde budgetoverskud, mens de øvrige 10 havde budgetunderskud (se tabel 8). Budgetresultatet i 2006 lå stort set på linje med eller over de budgetmål, der

Tabel 8. Budgetstillinger

(I pct. af BNP)				
Offentligt overskud (+)/underskud (-)				Observationer fra konvergensprogrammet for 2006
	2003	2004	2005	
Tjekkiet	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Danmark	1,1	2,7	4,9	4,1
Estland	1,9	2,3	2,3	2,6
Cypern	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Letland	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Litauen	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Ungarn	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malta	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Polen	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Slovenien	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Slovakiet	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Sverige	0,1	1,8	3,0	3,0
Storbritannien	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
EU-10 ¹⁾	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
EU-13 ²⁾	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Euroområdet	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

Offentlig bruttogæld				Observationer fra konvergensprogrammet for 2006
	2003	2004	2005	
Tjekkiet	30,1	30,7	30,4	30,6
Danmark	44,4	42,6	35,9	28,6
Estland	5,7	5,2	4,5	3,7
Cypern	69,1	70,3	69,2	64,7
Letland	14,4	14,5	12,1	10,7
Litauen	21,2	19,4	18,7	18,4
Ungarn	58,0	59,4	61,7	67,5
Malta	70,2	74,9	74,2	68,3
Polen	43,9	41,8	42,0	42,0
Slovenien	28,5	28,7	28,0	28,5
Slovakiet	42,7	41,6	34,5	33,1
Sverige	51,8	50,5	50,4	46,5
Storbritannien	38,9	40,4	42,4	43,7
EU-10 ¹⁾	41,6	41,0	40,7	41,2
EU-13 ²⁾	41,1	41,8	42,4	42,7
Euroområdet	69,3	69,8	70,8	69,6

Kilder: Europa-Kommissionen (for 2004-05), opdaterede konvergensprogrammer for 2006-07 (for 2006) samt ECBs beregninger.
 Anm.: Observationer er baseret på definitionen i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Budgetsaldi (observationer fra Kommissionen) er ekskl. indtægter fra salg af UMTS-licenser. For Danmark, Polen og Sverige omfatter observationerne pensionskasser under den anden søjle. Deres vurderede forbedrende effekt i 2006 er som følger: Danmark 1,0 pct. af BNP, Polen 2,0 pct. af BNP, Sverige 1,1 pct. af BNP. Ligesom i de seneste opdateringer af konvergensprogrammerne og i Kommissionens efterårsprognoser fra 2006 omfatter tallene for Ungarn ikke længere pensionskasser under den anden søjle.

1) Aggregatet EU-10 omfatter observationer for de 10 medlemslande, der tiltrådte EU 1. maj 2004.
 2) Aggregatet EU-13 omfatter observationer for de 13 EU-lande uden for euroområdet i perioden frem til ultimo december 2006.

var angivet i de opdaterede konvergensprogrammer fra ultimo 2005, undtagen i Ungarn. I mange tilfælde var der dog tale om et bedre udgangspunkt ultimo 2005 og voksende skatteindtægter, der delvis kan tilskrives højere BNP-vækst end oprindeligt forventet. Den strukturelle budgetkonsolidering synes at være gået i stå i de fleste lande. Kun Malta skønnes at have opnået en positiv ændring i den konjunkturkorrigerede budgetsaldo på mindst 0,5 pct. af BNP (ekskl. enkeltstående og andre midlertidige foranstaltninger). Omvendt sås der faktisk en konjunkturmedløbende lempelse af finanspolitikken i en række lande trods stærk produktionsvækst.

Ved udgangen af 2006 var Tjekkiet, Ungarn, Malta, Polen, Slovakiet og Storbritannien underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Ifølge 2006-07-opdateringerne af de respektive konvergensprogrammer faldt underskudskvotienten i 2006 i alle disse lande, bortset fra Ungarn og Slovakiet, og underskuddet kom under 3 pct. af BNP i Malta og Storbritannien. Polen havde ligesom i 2005 en underskudskvotient, som lå under referenceværdien. Hvis der ses bort fra den statistiske afvigelse ved medregning af obligatorisk offentlige "fundede" pensionsordninger under den offentlige sektor (som udløber i 2007), ville underskudskvotienten imidlertid have oversteget grænseværdien på 3 pct.

Hvad angår Ecofin-Rådets væsentligste beslutninger vedrørende budgetunderskudsproceduren i 2006, blev denne ophævet for Cypern i juli efter indberetning af en underskudskvotient, der lå under referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2005. Omvendt iværksatte Rådet i januar 2006 proceduren over for Storbritannien og opfordrede til, at det uforholdsmæssigt store underskud blev korrigeret senest i finansåret 2006-07. I september 2006 fremlagde Ungarn et justeret konvergensprogram – som Rådet havde anmodet om i januar – hvor underskuddet forventedes at være 10,1 pct. af BNP i 2006, dvs. væsentligt over det oprindelige mål. I Rådets henstilling fra oktober 2006 blev tidsfristen for korrektion af Ungarns uforholdsmæssigt store underskud med et år til 2009. Med hensyn til Polen

besluttede Rådet i november 2006, at de polske myndigheders foranstaltninger var utilstrækkelige til at korrigere landets uforholdsmæssigt store underskud inden tidsfristens udløb, dvs. 2007.

Den offentlige gældskvotens lå i 2006 stadig et godt stykke under 60 pct. af BNP i de fleste EU-lande uden for euroområdet. Cypern og Malta oversteg fortsat referenceværdien på 60 pct., selv om gældskvoten faldt i 2006. I Ungarn steg den til gengæld kraftigt til over 67 pct. af BNP. I de fleste andre EU-lande uden for euroområdet mindskedes gældskvoten, eller den forblev i store træk uændret.

UDVIKLING I BETALINGSBALANCEN

Det samlede overskud/underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter varierede fortsat betydeligt mellem EU-landene uden for euroområdet i 2006 (se tabel 9), om end det overordnede mønster var en forværring i forhold til 2005. Mens Danmark og Sverige havde betragtelige overskud, havde Storbritannien og 2004-landene alle underskud. Sammenlignet med 2005 voksede underskuddet i de fleste lande, navnlig i Letland, hvor det var ca. 20 pct. af BNP i 2006. I Estland og Litauen var underskuddet på over 10 pct. af BNP. I Tjekkiet, Cypern, Ungarn, Malta og Slovakiet var det mellem 4 og 8 pct. af BNP, mens det i de øvrige lande lå på et mere beskedent niveau.

I mange af 2004-landene kan underskuddet delvis tilskrives "catching-up" processen, for så vidt at de afspejler investeringer i produktionskapacitet, som ikke ville have været mulige på grundlag af indenlandsk opsparing alene. Store underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter i nogle af EU-landene uden for euroområdet kan dog være tegn på risici for holdbarheden af kapitalbalancen over for resten af verden, især hvis de skyldes stærkt offentligt eller privat forbrug, høj vækst i kreditgivning eller boliginvesteringer.

Sammenlignet med 2005 steg nettoindstrømmingen af udenlandske direkte investeringer i de fleste EU-lande uden for euroområdet i 2006. Selv

Tabel 9. Betalingsbalancen, udvalgte poster

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrome af udenlandske direkte investeringer				Nettostrome af porteføljeinvesteringer			
	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾
Tjekkiet	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Danmark	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estland	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Cypern	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Letland	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Litauen	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Ungarn	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malta ²⁾	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Polen	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Slovenien	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Slovakiet	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Sverige	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Storbritannien	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
EU-10 ³⁾	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
EU-13 ⁴⁾	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Euroområdet	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Kilde: ECB.

1) Tallene for 2006 vedrørende Estland, Malta, Sverige og Storbritannien er 4-kvartalers gennemsnit indtil 3. kv. 2006, da der ikke foreligger nyere observationer.

2) De betragtelige nettoudstrømninger af porteføljeinvesteringer for Malta afspejler de finansielle aktiviteter i internationale banker, som opererer fra Malta. Sådanne nettoudstrømninger relateret til porteføljeinvesteringer opvejes næsten fuldstændig af andre indstrømninger af investeringer.

3) Aggregatet EU-10 omfatter observationer for de 10 medlemslande, der tiltrådte EU 1. maj 2004; 4-kvartalers gennemsnit indtil 3. kv. 2006.

4) Aggregatet EU-13 omfatter observationer for de 13 EU-lande uden for euroområdet i perioden frem til ultimo december 2006; 4-kvartalers gennemsnit indtil 3. kv. 2006.

om nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer fortsat udgjorde en vigtig finansieringskilde i en række af landene, var den i mange tilfælde ikke tilstrækkelig til at dække det kombinerede underskud på de løbende poster og kapitalposterne. Det gælder navnlig de baltiske lande. Samtidig var nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer fortsat negativ eller stort set neutral i alle EU-lande uden for euroområdet bortset fra Ungarn og Slovakiet. I disse to lande kunne kapitalindstrømningen fra porteføljeinvesteringer tilskrives højere nettogældsstiftelse – som i nogle tilfælde var delvis forbundet med obligationsrentespændene – om end kapitalindstrømningen relateret til køb og salg af aktier også spillede en rolle. Andre investeringsstrømme var i det store og hele positive i de fleste af 2004-landene, hovedsagelig som følge af lån fra bankers moderselskaber til deres datterselskaber i regionen.

VALUTAKURSER

Valutakursudviklingen i EU-landene uden for euroområdet i 2006 afspejlede stort set de enkelte landes valutakursregimer. Danmarks, Estlands, Cyperns, Letlands, Litauens, Maltas, Sloveniens og Slovakiets valutaer deltog alle i ERM2 med et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. omkring deres centralkurs over for euroen for den danske kronens vedkommende dog med et smallere bånd på $\pm 2,25$ pct. For alle de lande, hvis valuta kom med i ERM2 i 2004 og 2005 (dvs. alle ovenstående lande undtagen Danmark), var aftalerne om deltagelse baseret på en række forpligtelser fra de relevante myndigheders side, bl.a. om at føre en holdbar finanspolitik, fremme en behersket lønudvikling, som modsvarer produktivitetsvæksten, begrænse væksten i kreditgivningen og gennemføre yderligere strukturreformer. I nogle tilfælde var indtræden i ERM2 også forbundet med ensidige forpligtelser fra landenes side til at holde sig inden for et smallere udsvingsbånd. Ensidede forplig-

Tabel 10. Udviklingen i ERM2

Valuta	Tiltrædelsesdato	Øvre kurs	Centralkurs	Nedre kurs	Maksimal afvigelse i pct.	
					Opad	Nedad
DKK	1. januar 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
EEK	28. juni 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2. maj 2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
LVL	2. maj 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
LTL	28. juni 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2. maj 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SIT	28. juni 2004	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
SKK	28. november 2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

Kilde: ECB.

Anm.: En nedadrettet (opadrettet) afvigelse svarer til en udvikling i retning af den nedre (øvre) kurs og er en styrkelse (svækkelse) af valutaen over for euroen. For de rapporterede maksimale afvigelser fra centralkursen i ERM2 er referenceperioden fra 2. januar 2006 til 2. marts 2007.

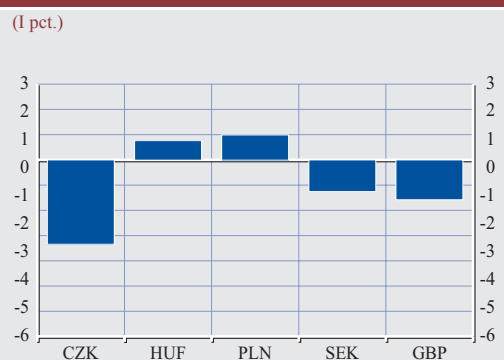
telser giver ikke ECB yderligere forpligtelser. Særligt blev det aftalt, at den estiske kroon og den litauiske litas kunne komme med i ERM2, selv om de bevarede deres currency boards. De maltesiske myndigheder meddelte, at de ville fastholde liren på centralkursen over for euroen, mens de lettiske myndigheder ville fastholde latsen på centralkursen over for euroen med et udsvingsbånd på ± 1 pct.

For de fleste af valutaerne har det været forholdsvis uproblematisk at deltage i ERM2. Den danske krone, den estiske kroon, det cypriotiske pund, den lettiske lats, den litauiske litas, den maltesiske lire og den slovenske tolar var meget stabile over for euroen i 2006 og begyndelsen af 2007. Indtil 2. marts 2007 lå disse valutaer – med undtagelse af den slovenske tolar, der uigenkaldeligt blev erstattet med euroen ved udvidelsen af euroområdet den 1. januar 2007 – hele tiden på eller meget tæt på deres centralkurs. Kun den slovakiske koruna udviste forholdsvis høj volatilitet (se tabel 10). Efter et parlamentsvalg i Slovakiet og en periode med turbulens på de internationale kapitalmarkeder, kom korunaen under nedadrettet pres i løbet af juli og lå en overgang for første gang nogen sinde under centralkursen i ERM2. Takket være interventioner fra Národná banka Slovenskas side, fornyet tillid i markedet til den nye regerings økonomiske politik, en sund makroøkonomisk udvikling og øget global risikovillighed apprecierede den slovakiske

koruna igen fra midten af juli. Den 28. december 2006 intervererede Národná banka Slovenska på valutamarkedet for at dæmpe apprecieringspresset. Primo 2007 apprecierede den slovakiske koruna imidlertid yderligere og lå den 2. marts 2007 10,7 pct. over centralkursen i ERM2.

Hvad angår valutaerne i de EU-lande uden for euroområdet, som ikke deltager i ERM2, varierede udviklingen fra land til land (se figur 38). I 2006 apprecierede den tjekkiske koruna og den svenske krone gradvis i forhold til euroen, men tabte terræn i begyndelsen af 2007, og den 2. marts 2007 var de henholdsvis 3,0 og 1,1 pct. stærkere i forhold til euroen. Trods udsving i 2. halvår 2006 styrkedes det britiske pund fra primo juli understøttet af en positiv økonomisk udvikling i Storbritannien og forventninger om højere renter. Den 2. marts 2007 lå pundet 1,4 pct. højere end i januar 2006. I samme periode deprecierede den ungarske forint og den polske zloty lidt og udviste en vis volatilitet. I 1. halvår 2006 deprecierede begge valutaer kraftigt i forhold til euroen som reaktion på stigende global risikoaversion i forhold til vækstmarkedsøkonomierne. I Ungarn kan et nedadrettet pres på forinten også have afspejlet budgetsituationen og bekymringer i markedet vedrørende landets eksterne balanceproblemer. Fra primo juli 2006 begyndte forinten og zlotyen imidlertid at styrkes over for euroen, bl.a. takket være større global risikovillighed og for Ungarns vedkom-

Figur 38. Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2



Kilde: ECB.

Anm.: En positiv (negativ) værdi er udtryk for en apreciering (depreciering) af valutaen i forhold til euroen. Ændringer vedrører perioden fra 2. januar 2006 til 2. marts 2007.

mende højere pengepolitiske renter og gennemførelsen af en budgetkonsolideringsplan. Den 2. marts 2007 lå forint og zlotyen på nogenlunde samme niveau i forhold til euroen som primo 2006.

DEN FINANSIELLE UDVIKLING

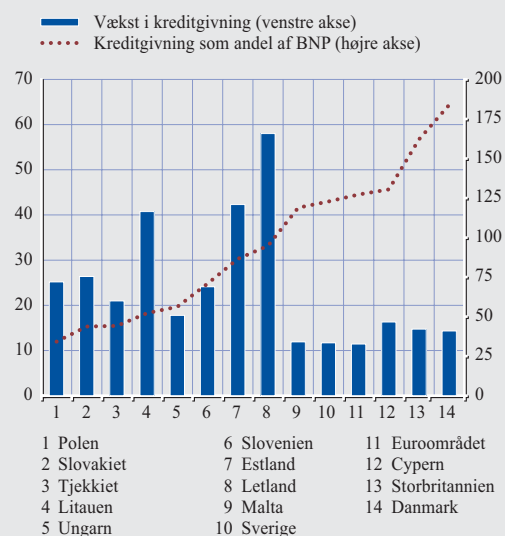
Mellem januar 2006 og februar 2007 fulgte udviklingen i de lange statsobligationsrenter i de fleste EU-lande uden for euroområdet nogenlunde udviklingen i euroområdet med en stigning i begyndelsen af året efterfulgt af et mindre fald fra juni 2006 og frem. I februar 2007 lå de lange renter i EU-landene uden for euroområdet i gennemsnit ca. 60 basispoint højere end primo 2006. Stigningen var størst i Letland (ca. 150 basispoint), primært som følge af de forværrede inflationsudsigter. I de øvrige EU-lande uden for euroområdet steg de lange renter mindre end i euroområdet. I forhold til renterne i euroområdet var statsobligationsrentespændene i EU-landene uden for euroområdet i februar 2007 i gennemsnit lavere end primo 2006. Det lange rentespænd vedblev at være forholdsvis stort i Ungarn, hvor det i februar 2007 lå på ca. 285 basispoint. Udviklingen i Ungarns offentlige finanser og eksterne balanceproblemer bidrog til at fastholde et stort spænd for de lange obligationsrenter.

Aktiemarkedene i de fleste EU-lande uden for euroområdet udviklede sig gunstigt fra januar 2006 til februar 2007, ikke mindst i Estland, Cypern og Polen, hvor aktiestigningerne lå klart over gennemsnittet for euroområdet målt ved Dow Jones Euro Stoxx-indeksset. Aktiemarkedene i alle EU-lande uden for euroområdet reagerede imidlertid negativt på turbulensen på det globale aktiemarked ultimo februar.

I 2006 var væksten i kreditgivning til den private sektor stadig høj i alle EU-lande uden for euroområdet (et årligt gennemsnit på 24 pct. årtil-år for EU-landene uden for euroområdet samlet set). Mod slutningen af 2006 synes den årlige vækst i kreditgivning at være aftagende eller at have stabiliseret sig i mange lande, om end generelt på et forholdsvis højt niveau. En mulig forklaring på denne udvikling kan være renteforhøjelserne fra ECB og de fleste nationale centralbanker uden for euroområdet i 2006 (se nedenfor), og den deraf følgende stramning af pengepolitikens stilling. Kreditvæksten var

Figur 39. Kreditgivning til den private sektor i 2006

(Ændring i pct. år/år; i pct. af BNP)



Kilder: ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus og Bank of England.

Anm.: Observationer for Cypern og Storbritannien er baseret på en national definition. Observationerne vedrører den årlige vækst i kreditgivningen i december 2006.

mest dynamisk i de hastigt voksende baltiske lande (i Letland med tæt på 60 pct. ultimo i 2006) (se figur 39). I Tjekkiet, Ungarn, Polen, Slovenien og Slovakiet tiltog den årlige vækst i kreditgivning til den private sektor til mindst 20 pct. år-til-år ultimo 2006. Hastig vækst i kreditgivningen i disse "catching-up"-økonomier skal ses i lyset af udviklingen af finanssektoren. Kreditgivning til den private sektor i forhold til BNP er i alle 2004-landene bortset fra Cypern og Malta stadig langt under euroområdet gennemsnit. Ikke desto mindre udgør hastig vækst i kreditgivningen også en risiko i forhold til overophedning og uforholdsmæssigt store eksterne og interne balanceproblemer. Især den store og stigende andel af låntagning i udenlandsk valuta giver anledning til bekymring. I Danmark, Sverige og Storbritannien tiltog den årlige vækst i kreditgivningen til den private sektor i 2006 i forhold til 2005, til et niveau på mellem 12 og 15 pct. ultimo 2006.

PENGEPOLITIK

Hovedmålet for pengepolitikken i alle EU-lande uden for euroområdet er prisstabilitet. De pengepolitiske strategier varierer imidlertid betydeligt fra land til land (se tabel 11).

I 2006 var pengepolitikken og valutakursordningerne for EU-landene uden for euroområdet stort set uændret, selv om de pengepolitiske rammer blev finjusteret en smule i enkelte lande med henblik på kommende monetær integration.

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger mellem januar 2006 og februar 2007, gennemførte de fleste centralbanker i ERM2 pengepolitiske stramninger. I mange tilfælde fulgte de ECB, som i 2006 forhøjede minimumsbudrenten i eurosystemets primære markedsoperationer med i alt 125 basispoint til 3,5 pct. Medio februar 2006 forhøjede Danmarks Nationalbank den pengepolitiske rente med 10 basispoint til 2,5 pct. Renteforhøjelsen skyldtes, at der i de første uger af februar var en udstrømning af valuta, bl.a. som følge af danske institutionelle investorer købt af udenlandske aktier og andre værdipapirer. Derefter fulgte Nationalbanken ændringerne i ECBs officielle renter og forhøjede den

pengepolitiske rente fra 2,5 til 3,75 pct. Eesti Pank og Lietuvos bankas, der ikke har nogen pengepolitiske renter, eftersom de opererer med currency boards, fulgte automatisk ændringerne i ECBs pengepolitik. Desuden vedtog Eesti Pank en række forebyggende politiktiltag for den finansielle sektor, herunder at forhøje reservekravskoefficienten fra 13 til 15 pct. for at imødegå mulige risici for den finansielle stabilitet i forbindelse med den fortsat stærke vækst i kreditgivningen, navnlig hvad angår realkredit. Central Bank of Cyprus forhøjede den pengepolitiske rente med 25 basispoint til 4,5 pct. på baggrund af ECBs pengepolitiske stramning og stigende inflationspres. I et forsøg på at stramme likviditetsforholdene i økonomien forhøjede Latvijas Banka den pengepolitiske rente fra 4 til 5 pct. ad to omgange, og reservegrundlaget blev udvidet til også at omfatte bankers forpligtelser med en fast løbetid på over to år. Central Bank of Malta forhøjede den pengepolitiske rente tre gange med i alt 75 basispoint til 4,0 pct. på baggrund af en indsnævring af det korte rentespænd over for euroen til fordel for den maltesiske lire. Národná banka Slovenska forhøjede ad fire omgange den pengepolitiske rente fra 3,0 til 4,75 pct. hovedsagelig som følge af opjustering af inflationsprognoserne på grund af de højere energipriser. Endelig nedsatte Banka Slovenije, der skulle tilpasse sin pengepolitiske rente (60-day tolar bill-renten) til niveauet i euroområdet inden indførelsen af euroen den 1. januar 2007, gradvis den pengepolitiske rente i 1. halvår 2006, mens den lå fast på 3,5 pct. fra august og frem (se også kapitel 3).

Uden for ERM2 forhøjede de fleste centralbanker i EU-landene uden for euroområdet deres pengepolitiske renter, primært ud fra inflationsbetragtninger. Česká národní banka forhøjede den pengepolitiske rente med 50 basispoint til 2,5 pct., navnlig som følge af inflationsudsigterne. Magyar Nemzeti Bank forhøjede den pengepolitiske rente fem gange med i alt 200 basispoint til 8,0 pct. hovedsagelig på baggrund af forværrede inflationsudsigter. Bank of England forhøjede den pengepolitiske rente med i alt 75 basispoint til 5,25 pct., hvilket især skal ses i lyset af stabil vækst og høj inflation, som sand-

Tabel 11. Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet i 2006

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

Kilde: ESCB.
1) CPI svarer til HICP.

synligvis vil ligge over centralbankens målsætning i et stykke tid. Sveriges Riksbank forhøjede den pengepolitiske rente fra 1,5 pct. til 3,25 pct. for at sikre, at inflationen lå tæt på målet.

Narodowy Bank Polski var den eneste centralbank i et EU-land uden for euroområdet og uden for ERM2, som nedsatte den pengepolitiske rente – fra 4,5 til 4 pct. ad to omgange – på baggrund af en større inflationsnedgang end forventet og mere gunstige inflationsudsigter.



KAPITEL 2

CENTRALBANK- OPERATIONER OG -AKTIVITETER

I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

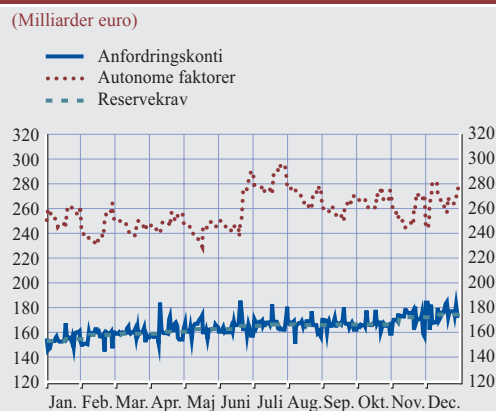
De operationelle rammer for gennemførelsen af den fælles pengepolitik¹ fungerede fortsat effektivt i 2006 og bekræftede således den generelt positive erfaring med de nye rammeændringer, som blev indført i marts 2004. Eonia havde fortsat en meget lav volatilitet i 2006. Standardafvigelsen i spændet mellem Eonia og minimumsbudrenten var 5 basispoint i 2006, dvs. det samme som i 2005 og 4 basispoint lavere end i 2004. Denne lave volatilitet i de korte pengemarkedsrenter bidrog til at sende klare signaler om pengepolitikens stramhedsgrad. På trods af de generelt stabile forhold på pengemarkedet fortsatte udvidelsen af spændet mellem Eonia og minimumsbudrenten i 2006. Med henblik på at reducere udvidelsen af spændet tildelte ECB mere end benchmarkbeløbet² i de relevante primære markedsoperationer.

Udviklingen i 2006 gav anledning til en yderligere test af de operationelle rammers evne til at neutralisere effekten af en ændring i forventningerne vedrørende ECBs officielle renter³ inden for en reservekravsperiode. I alle de reservekravsperioder, som gik forud for en rentestigning i 2006, lå det gennemsnitlige spænd mellem Eonia og minimumsbudrenten på mellem 7 og 8 basispoint, med undtagelse af reservekravsperioden, som sluttede den 8. august, hvor det lå på 5 basispoint. Disse spænd er sammenlignelige med dem, der blev observeret i reservekravsperioder, som ikke blev efterfulgt af en stigning i ECBs officielle renter, hvor det gennemsnitlige spænd lå på 8 basispoint. Set i forhold til situationen før rammerne blev ændret i marts 2004, hvor det gennemsnitlige spænd i reservekravsperioder med en rentestigning lå på 17 basispoint – meget højere end det spænd, som typisk observeres – tyder erfaringerne fra 2006 på, at de ændrede rammer har bidraget betydeligt til at beskytte de korte pengemarkedsrenter mod effekten af en ændring i forventningerne til renterne.

VURDERING OG STYRING AF LIKVIDITETSFORHOLDENE

Eurosystemets likviditetsstyring bygger på den daglige vurdering af likviditetsforholdene i euro-

Figur 40. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2006



Kilde: ECB.

områdets banksektor med henblik på at bestemme sektorens likviditetsbehov og dermed, hvor meget likviditet der skal tildeles i de ugentlige primære markedsoperationer og eventuelt i andre markedsoperationer som finjusterende operationer. Banksektorens likviditetsbehov defineres som summen af bankernes reservekrav, den del af kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti hos deres nationale centralbanker, som overstiger reservekravet (overskydende reserver), samt de autonome faktorer. De autonome faktorer er poster på eurosystemets balance, som påvirker bankernes likviditetsbehov, men som normalt ikke kontrolleres direkte af eurosystemets likviditetsstyring (fx seddelomløbet, statslige indskud og nettofordringer på udlandet).

I 2006 var det gennemsnitlige daglige likviditetsbehov i euroområdet banksektor 422,4 mia. euro, hvilket er en stigning på 12 pct. i forhold til

- 1 En nærmere beskrivelse af de operationelle rammer findes i "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", september 2006.
- 2 Benchmarkbeløbet er det tildelingsbeløb, som normalt kræves for at skabe afbalancerede forhold på det kortfristede pengemarked i lyset af ECBs komplette likviditetsprognose. Den offentliggjorte benchmarktildeling afrundes til de nærmeste 500 mio. euro.
- 3 Ændringer i ECBs officielle renter gennemføres i henhold til de operationelle rammer som ændret i marts 2004 først ved starten af en ny reservekravsperiode.

2005. Reservekravene udgjorde i gennemsnit 163,7 mia. euro, mens de overskydende reserver udgjorde 0,7 mia. euro og de autonome faktorer 257,9 mia. euro. Blandt de autonome faktorer steg cirkulerende eurosedler med 12 pct. i 2006, sammenlignet med en årlig vækst på ca. 15 pct. i 2005. Pengesedler satte rekord med 629,2 mia. euro den 28. december 2006.

PRIMÆRE MARKEDSOPERATIONER

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

For at gøre det nemmere for kreditinstitutterne at udarbejde deres bud til de egentlige primære markedsoperationer fortsatte ECB i 2006 med at offentliggøre en egentlig prognose over det daglige gennemsnit af de autonome faktorer og benchmarkbeløbet. Formålet med denne kommunikationspolitik er at undgå forkerte opfattelser i markedet af, om tildelingsbeslutningerne i forbindelse med de primære markedsoperationer sigter mod at afbalancere likviditetsforholdene eller ej.

I 2006 varierede tildelingsbeløbene i de primære markedsoperationer mellem 280 mia. euro og 338 mia. euro. Der blev i gennemsnit afgivet 377 bud, hvilket indebærer en lille stigning i deltagesfrekvensen siden indførelsen af de nye rammer i marts 2004. Den likviditet, der blev tilført via de primære markedsoperationer, udgjorde i gennemsnit 73 pct. af den samlede nettotilførsel af likviditet i eurosystemets pengepolitiske operationer. Det gennemsnitlige spænd mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten var 5,5 basispoint i forhold til 5,3 basispoint i 2005 og 1,6 basispoint i 2004.

Efter at have konstateret en opadrettet tendens i spændet mellem skæringsrenten og minimums-

budrenten, begyndte ECB i oktober 2005 at tildele 1 mia. euro over benchmarkbeløbet i alle primære markedsoperationer undtagen den sidste primære markedsoperation i reservekravsperioden. Mellem oktober 2005 og marts 2006 stabiliseredes spændet således på gennemsnitligt 5 basispoint. Det begyndte imidlertid at stige igen i april 2006, hvor det nåede op på 9 basispoint ved månedens udgang. Som reaktion herpå gav ECB, ligesom i oktober 2005, udtryk for sin bekymring over denne stigning, og tildelingen over benchmarkbeløbet blev øget fra 1 mia. euro til 2 mia. euro. Foranstaltningen blev udvidet til den sidste primære markedsoperation i reservekravsperioden, idet ECB stadig ønskede at opnå balance i likviditetsforholdene mod slutningen af reservekravsperioden. Denne politik indsnævrede spændet, og ECB vendte derfor gradvis tilbage til benchmarktildelingen i september 2006. Da spændet udvidedes igen i oktober, tildelte ECB 1 mia. euro over benchmarkbeløbet og fastholdt denne politik indtil december 2006, hvor den gradvis øgede tildelingen yderligere over benchmarkbeløbet for at smidiggøre forholdene på det kortfristede pengemarked i juleferien og omkring årsskiftet.

FINJUSTERENDE OPERATIONER

Som følge af de ændringer af de operationelle rammer, der blev indført i marts 2004, blev antallet af dage mellem den sidste tildeling i en primær markedsoperation og den sidste dag i en reservekravsperiode øget, hvilket førte til en større risiko for fejl i eurosystemets prognose for de autonome likviditetsfaktorer og dermed til potentielt større ubalancer i likviditetsforholdene. Den absolutte forskel mellem prognosen og det faktiske resultat over otte dage var 7,21 mia. euro i gennemsnit i 2006. For at undgå, at disse fejl fører til omfattende anvendelse af de stående faciliteter, og for at undgå store spænd mellem dag-til-dag renten og minimumsbudrenten udførte eurosystemet en finjusterende operation på reservekravsperiodens sidste dag, når ECB forventede en betydelig ubalance i likviditetsforholdene. Der blev i 2006 gennemført i alt elleve finjusterende operationer, hvoraf de fem var likviditetstilførende (17. januar, 7. februar, 11. april, 10. oktober og 12. december) og seks likvi-

ditetsopsugende (7. marts, 9. maj, 14. juni, 11. juli, 8. august og 5. september).

LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

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

De langfristede markedsoperationer tegnede sig i 2006 i gennemsnit for 27 pct. af den samlede nettolikviditet tilført via markedsoperationer. ECB tildelte den tilsigtede mængde i alle de langfristede markedsoperationer i 2006. Tildelingsbeløbet i hver enkelt operation blev øget fra 30 mia. euro til 40 mia. euro i januar 2006 og til 50 mia. euro i januar 2007.

STÅENDE FACILITETER

Eurosystemets to stående faciliteter, dvs. den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten, tilfører og opsuger dag-til-dag likviditet til renter, som udgør en korridor for dag-til-dag interbankrenten. I 2006 var korridoren uændret på 200 basispoint og centreret omkring minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer. Renten på både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten blev i årets løb forhøjet med i alt 125 basispoint og lå ultimo året på henholdsvis 4,50 pct. og 2,50 pct.

I 2006 udgjorde den gennemsnitlige daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet 126 mia. euro, mens den gennemsnitlige daglige anvendelse af indlånsfaciliteten var 171 mia. euro. Den beherskede anvendelse af de stående faciliteter i 2006 var i overensstemmelse med tidligere år og afspejler en høj grad af effektivitet på interbankmarkedet samt mindre ubalancer i likviditetsforholdene på den sidste dag i hver reserve-

kravsperiode. Denne reduktion af ubalancerne er udtryk for anvendelsen af finjusterende operationer i tilfælde af betydelige prognosefejl.

RESERVEKRAVSSYSTEMET

Kreditinstitutter i euroområdet er forpligtet til at have mindstereserver på konti i de nationale centralbanker. Det enkelte instituts reservekrav udgør 2 pct. af reservegrundlaget, som bestemmes i forhold til poster på instituttets balance. Reservekravsforpligtelsen skal være opfyldt i gennemsnit i løbet af en reservekravsperiode. Systemet har to funktioner. For det første skal det stabilisere de korte pengemarkedsrenter via gennemsnitsfaciliteten, og for det andet skal det øge likviditetsunderskuddet, dvs. bankernes samlede behov for refinansiering fra eurosystemet. Reservekravene steg gradvis i 2006 og nåede op på 174,3 mia. euro i årets sidste reservekravsperiode i forhold til 153,3 mia. euro i den tilsvarende periode året før.

BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Eurosystemet er forpligtet til at kræve tilstrækkelig sikkerhed for udlån. Dette krav har til formål at beskytte eurosystemet mod tab og at sikre, at tilstrækkelig sikkerhed er tilgængelig for potentielle modparter. Kreditoperationer skal også udføres på en effektiv og gennemsigtig måde og give eurosystemets modparter lige adgang. Af disse grunde accepterer eurosystemet en lang række aktiver som sikkerhed.

I 2006 steg gennemsnitsværdien af de omsættelige belånbare aktiver med 6 pct. i forhold til 2005 til i alt 8,8 billioner euro (se figur 41). Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor, som udgjorde 4,5 billioner euro, tegnede sig for 52 pct. af den samlede værdi, mens resten var covered bonds (af Pfandbrief-typen) eller uncovered bonds udstedt af kreditinstitutter (2,6 billioner euro eller 29 pct.), erhvervsobligationer (0,8 billioner euro eller 9 pct.), asset-backed securities (0,5 billioner euro eller 6 pct.) og andre obligationer, fx udstedt af overnationale organisationer (0,3 billioner euro eller 4 pct.). Den gennemsnitlige værdi af omsættelige aktiver, som modparterne anvender til sikkerhedsstillelse i eurosystemet

mets kreditoperationer, var 930 mia. euro i 2006 i forhold til 866 mia. euro i 2005 (se figur 42).

Figur 43 viser forskellen mellem aktiver, der kan anvendes som sikkerhed (men ikke nødvendigvis deres vægt på modparternes balancer), og aktiver, der faktisk anvendes som sikkerhed i eurosystemets kreditoperationer, fordelt efter type. Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor udgjorde 52 pct. af den tilgængelige omsættelige sikkerhedsstillelse, men kun 28 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse. I modsætning hertil tegnede uncovered bonds udstedt af kreditinstitutter sig for 16 pct. af den tilgængelige omsættelige sikkerhedsstillelse, men 32 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse. Asset-backed securities udgjorde 6 pct. af den tilgængelige sikkerhedsstillelse, men 12 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse.

Eurosystemet styrkede fortsat sine rammer for sikkerhedsstillelse i 2006. Navnlig blev det forberedende arbejde til den gradvise indførelse af en samlet liste over belånbare aktiver, som er fælles for alle eurosystemets kreditoperationer, afsluttet i overensstemmelse med den tidsplan, som Styrelsesrådet offentliggjorde i februar 2005.

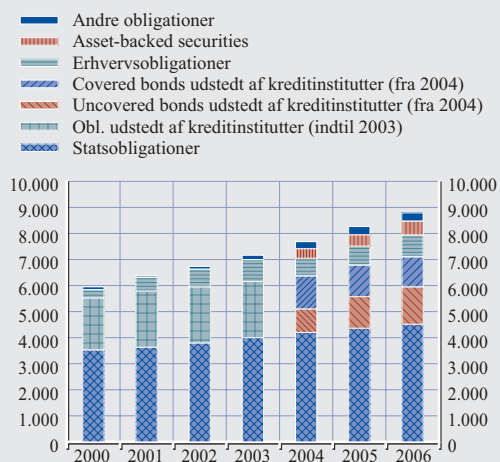
Det første skridt i denne gradvise indførelse, som omfattede omsættelige aktiver, blev afsluttet i 2005. Det forberedende arbejde til det andet skridt blev afsluttet i 2006, og den 1. januar 2007 blev en særlig aktivklasse, nemlig ikke-omsættelige aktiver, herunder navnlig gældsfordringer (også benævnt banklån), indført.⁴ Systemet med to lister over aktiver til sikkerhedsstillelse, som er blevet anvendt siden starten af Den Monetære Union, vil pr. 31. maj 2007 være fuldt ud erstattet af den samlede liste.

Den samlede liste over sikkerhedsstillelse blev indført som reaktion på ulemperne ved systemet med to lister i forbindelse med en tiltagende integration af de finansielle markeder i euroområdet. Hensigten er, at den skal skabe lige konkurrencevilkår i euroområdet, fremme lige behandling af modparter og udstedere samt generelt gøre rammerne for sikkerhedsstillelse mere gennemsigtige. Den samlede liste tager også højde for den stigende efterspørgsel efter sikkerhedsstillelse på de private engrosmarkeder og eurosystemets stigende anvendelse af sikkerhed.

4 Nærmere oplysninger findes i "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", september 2006.

Figur 41. Belånbare omsættelige aktiver

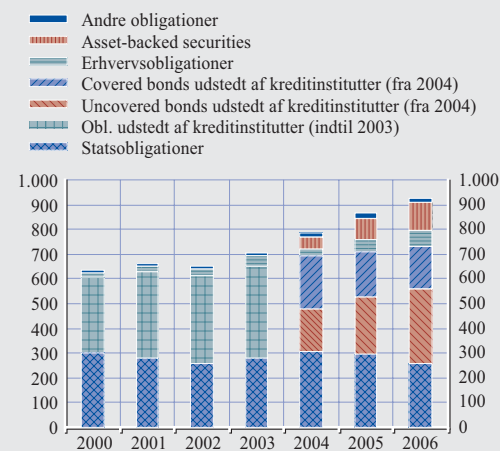
(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

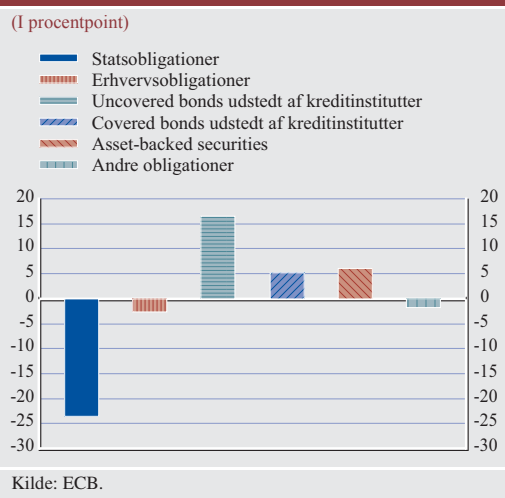
Figur 42. Brug af omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

Figur 43. Forskel mellem andelen af belånbare omsættelige aktiver og andelen af faktisk sikkerhedsstillelse i 2006



Ved at øge en hel aktivklasses likviditet, fx gældsfordringer, bidrager den samlede liste over sikkerhedsstillelse generelt til, at euroområdet finansielle system fungerer mere smidigt og i højere grad afspejler aktivsiden på modparternes balancer.

Eurosystemet har defineret særlige belånbarhedskriterier og en kreditvurderingsramme, som finder anvendelse på ikke-omsættelige aktiver i hele euroområdet. Derved sikres det, at disse aktiver opfylder de samme sikkerhedsstandarder som dem, der gælder for omsættelige aktiver. Hvad angår gældsfordringer, forventes det, at et begrænset antal belånbarhedskriterier og operationelle kriterier i en overgangsperiode frem til 31. december 2011 fortsat vil variere i euroområdet. I denne periode kan de nationale centralbanker fastsætte en minimumsgrænse for gældsfordringer til indenlandsk brug og bestemme, om der skal opkræves et gebyr for brug heraf. Liste 2-papirer, som ikke opfylder belånbarhedskriterierne i henhold til den samlede liste, vil blive udfaset pr. 31. maj 2007.

Der er blevet anvendt nye belånbarhedskriterier for asset-backed securities siden maj 2006. De nye kriterier begrænser belånbarheden til instrumenter, der medfører et egentligt salg ("true-

sale"), og har således primært til formål at udelukke både finansierede og ufinansierede asset-backed securities, hvor kreditrisikoen er blevet syntetisk overført ved hjælp af kreditderivater. Endvidere er kun ikke-efterstillede trancher⁵ belånbare. Asset-backed securities, som tidligere var belånbare, men ikke opfyldte de nye kriterier, var belånbare indtil 15. oktober 2006. Enheder, der er udstedt af franske fonds *communs de créances*, vil fortsat kunne belånes i en overgangsperiode indtil ultimo 2008.

I september 2006 besluttede eurosystemet at acceptere markedet for kortfristede europæiske værdipapirer (Step) som et ikke-reguleret marked i forbindelse med sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, så snart Step-statistik over renter var blevet offentliggjort på ECBs websted. Obligationer udstedt i henhold til programmer, som er i overensstemmelse med Step, skal overholde de generelle belånbarhedskriterier for omsættelige aktiver.

Endvidere har internationale gældsinstrumenter i form af globale ihændehaberbeviser siden 1. januar 2007 skullet udstedes i form af NGN'er (New Global Notes) og deponeres hos en international værdipapircentral. Internationale ihændehaberbeviser, som er udstedt som "classical global notes" inden 1. januar 2007, forbliver belånbare indtil løbetids udløb.

RISIKOSTYRING

Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse har bl.a. til formål at omsætte de statumæssige krav om tilstrækkelig sikkerhedsstillelse til konkrete værktøjer og procedurer, der sikrer en tilstrækkelig reduktion af de finansielle risici i tilbageførselsforretninger. For at nå dette mål skal den sikkerhed, som accepteres i hver enkelt transaktion, være af en sådan kvalitet og kvantitet, at eurosystemet i tilfælde af en modparts misligholdelse og en efterfølgende realisering af

⁵ En tranche (eller sub-tranche) anses for ikke-efterstillet i forhold til andre trancher (eller sub-trancher) af samme emission, hvis denne tranche (eller sub-tranche) prioriteres højere end andre trancher eller sub-trancher (foranstilles) og modtager betaling (hovedstol og renter) forud for disse eller som den sidste bærer et tab i forhold til de underliggende aktiver.

sikkerheden på markedet med stor sandsynlighed kan opnå dækning for hele fordringen.

Risikominimering inden for rammerne af eurosystemets likviditetstilførende tilbageførselsforretninger er baseret på tre elementer:

– Eurosystemet bruger aktiver med høj kreditkvalitet som sikkerhed for sine operationer. Eurosystemets rammer for kreditvurdering definerer de procedurer, regler og teknikker, som sikrer, at alle belånbare aktiver på den samlede liste over sikkerhedsstillelse overholder eurosystemets høje kreditstandarder. Hvad angår aktiver, der er belånbare i eurosystemets kreditoperationer, er grænseværdien for kreditkvalitet defineret som en kreditvurdering på mindst "single A".⁶ Eurosystemets rammer for kreditvurdering sikrer konsekvens, nøjagtighed og sammenlignelighed mellem de fire kilder til kreditvurdering⁷, som de bygger på. Som forberedelse til indførelsen af den samlede liste over sikkerhedsstillelse den 1. januar 2007 færdiggjorde eurosystemet i løbet af 2006 rammerne for kreditvurdering, så de omfatter både omsættelige og ikke-omsættelige aktiver.

– Sikkerhed skal vurderes nøjagtigt og dagligt. I mangel af en gældende markedspris for et bestemt aktiv på den hverdag, der går forud for værdiansættelsesdagen, fastsætter eurosystemet en teoretisk pris. I april 2006 satte eurosystemet to værdiansættelsescentre i drift, som fastsætter teoretiske værdier: Det ene drives af Deutsche Bundesbank og vurderer komplekse fastforrentede gældsinstrumenter, det andet drives af Banque de France og vurderer asset-backed securities.

– For at modvirke markeds- og likviditetsrisici underlægges sikkerheden risikostyring, efter at den er blevet vurderet. Denne risikostyring beskytter eurosystemet mod finansielle risici i forbindelse med dets operationer, men har også til formål at undgå at straffe modparter og at gøre det muligt for dem at anvende belånbare aktiver effektivt. I 2006 definerede eurosystemet derfor en samlet metodologisk



ramme for fastsættelse af haircuts for både omsættelige og ikke-omsættelige belånbare aktiver, igen i lyset af den samlede liste, som trådte i kraft den 1. januar 2007.

1.2 VALUTAOPERATIONER

I 2006 udførte ECB ingen interventioner på valutamarkedet af hensyn til politikformål. ECBs valutatransaktioner var udelukkende forbundet med investeringsaktiviteter. Desuden udførte ECB ingen valutaoperationer i valutaer fra lande uden for euroområdet, som deltager i ERM2.

Den stående aftale mellem ECB og IMF om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre foreskrevne indehavere blev anvendt i tre tilfælde i 2006.

6 "Single A" betyder en rating på lang sigt på mindst "A-" hos Fitch eller Standard & Poor's eller "A3" hos Moody's.

7 De fire kilder er eksterne kreditvurderingsbureauer (ratingbureauer), de nationale centralbankers interne kreditvurderingssystemer, modparternes interne ratingbase-rede systemer og ratingværktøjer hos tredjemand. Hver kilde til kreditvurdering omfatter flere forskellige systemer til vurdering af kreditkvaliteten.

1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

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

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECBs valutareserveportefølje omfatter valutareserver overført fra de nationale centralbanker i euroområdet til ECB samt reserver fra ECBs tidligere valuta- og guldoperationer. Hovedformålet med ECBs valutareserver er at sikre, at eurosystemet på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide ressourcer til sine valutaoperationer vedrørende tredjelandsvalutaer. Hovedprincipperne for forvaltningen af ECBs valutareserver er likviditet, sikkerhed og afkast i nævnte rækkefølge.

ECBs portefølje består af amerikanske dollar, japanske yen, guld og SDR. Guld og SDR blev ikke aktivt investeret i 2006. ECB solgte i alt ca. 80 tons guld i årets løb. Dette salg var i fuld overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 8. marts 2004, som ECB har undertegnet. Det samlede provenu fra salget af guld blev tillagt yenporteføljen.

Værdien af ECBs valutareserveaktiver⁸ til aktuelle kurser og markedspriser faldt fra 43,5 mia. euro⁹ ultimo 2005 til 42,3 mia. euro ultimo 2006, hvoraf 32,0 mia. euro var i fremmed valuta – japanske yen og amerikanske dollar – og 10,3 mia. euro var i guld og SDR. Baseret på valutakurserne ultimo 2006 tegnede aktiver i amerikanske dollar sig for 83 pct. af valutareserverne, mens aktiver i japanske yen tegnede sig for 17 pct. Ændringen i porteføljens værdi i 2006 afspejlede hovedsagelig den amerikanske dollar og den japanske yens depreciering over for euroen, som kun delvis blev opvejet af apprecieringen af guld og de positive nettoafkast (som består af kapitalgevinster og renteindtægter) fra aktiviteter i forbindelse med porteføljeforvaltning.

De nye operationelle rammer for ECBs forvaltning af valutareserver blev indført uden problemer i januar 2006. De enkelte nationale centralbanker kan nu som hovedregel kun forvalte én portefølje (dvs. en portefølje i enten amerikanske dollar eller i japanske yen), om end to nationale centralbanker for øjeblikket forvalter to.¹⁰ Denne ændring havde til formål at gøre den decentraliserede udførelse af investeringsoperationer i eurosystemet mere effektiv.

I 2006 fortsatte arbejdet med at udvide listen over belånbare instrumenter til investering af valutareserveaktiver. Valutaswaps til investeringsformål og amerikanske Strips¹¹ blev føjet til listen. Der skete også fremskridt i arbejdet med indførelsen af renteswaps, og den interne test af systemerne er næsten afsluttet. Et nyt pilotprojekt for automatisk værdipapirudlån er blevet igangsat, og ECB vil udpege en leverandør af automatisk værdipapirudlån i dollarporteføljen.

FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECBs egenportefølje består af den investerede modpost til ECBs indbetalte kapital og det til enhver tid indestående i den almindelige reservefond samt hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici. Formålet med denne portefølje er at sikre ECB indtægter, som kan bidrage til at dække driftsudgifterne. Forvaltningen heraf skal på langt sigt skabe en indtjening, der er højere end den gennemsnitlige rente på ECBs primære markedsoperationer. Porteføljen investeres i eurodenominerede aktiver.

8 Valutareserveaktiver, netto, beregnes som officielle reserveaktiver plus indlån i fremmed valuta hos residerter minus forudbestemte nettotræk på valutabeholdninger i forbindelse med repoer og terminsforretninger. Nærmere oplysninger findes på www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html

9 Beløbet i Årsberetningen 2005 var kun baseret på de officielle reserveaktiver (41,0 mia. euro). Denne publikation anvender en variant af definitionen af reserveaktiver, netto, som er forklaret i fodnote 8.

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

11 Strip står for Separate Trading of Registered Interest and Principal, og er et værdipapir, som opstår ved at adskille hovedstolen fra rentebetalingerne på en amerikansk statsobligation.

Værdien af porteføljen til gældende markedspriser steg fra 6,4 mia. euro ultimo 2005 til 7,5 mia. euro ultimo 2006. Det meste af stigningen i markedsværdien kan tilskrives investeringen af ECBs hensættelser i 2005 til dækning af valutakurs-, rente- og guldpriserisici i egenporteføljen. Afkast af investeringer bidrog også positivt til stigningen i markedsværdien.

I løbet af året blev nul kuponobligationer og commercial paper af høj kvalitet udstedt af enheder, som allerede er godkendt til investering af egenportefølje, tilføjet på listen over investeringsmuligheder, som forvalterne af denne portefølje har til rådighed. Endvidere blev listen over godkendte udstedere af covered bonds og usikrede "senior bonds" udvidet.

RISIKOSTYRING

I forbindelse med dens investeringsaktiviteter udsættes ECB for finansielle risici som fx markeds-, kredit- og likvidetsrisici. Disse risici styres ved hjælp af strenge politikker og procedurer, en omfattende grænsestruktur og daglig overvågning af, at grænserne overholdes.¹² ECBs rammer for risikostyring i forbindelse med investeringsoperationer blev yderligere udbygget i 2006. Hvad angår styringen af renterisici, blev der indført bindende relative grænser for Value-at-Risk (VaR)¹³ for porteføljer i forhold til benchmarks som erstatning for tidsbegrænsninger.

Den dominerende risiko, som ECB er eksponeret for, er markedsrisiko. En fordeling af VaR for ECBs investeringsporteføljer viser, at mere end ni tiendedele af markedsrisikoen på et hvilket som helst konventionelt tillidsniveau skyldes valuta- og guldpriserisici, mens resten stammer fra renterisiko. Skøn over VaR for ECBs kreditrisiko er endnu lavere end for renterisikoen, da kreditrisikoen reduceres ved hjælp af strenge belånbarede kriterier og grænser for lande, udstedere og modparter.

Finansielle risici afhænger i høj grad af størrelsen og sammensætningen af ECBs valutareserver og i mindre grad af aktivallokeringen i de forskellige valutaporteføljer. Den lave rente-

risiko afspejler dog også den forholdsvis lave modificerede varighed på ECBs investeringsporteføljer.

¹² Se fodnote 10.

¹³ VaR på tillidsniveau α og over tidshorisonten T defineres som det tab, som med sandsynligheden $1-\alpha$ vil blive overskredet over tidshorisonten T . Beregningen af VaR som udtryk for kreditrisiko er vanskeligere og underlagt flere antagelser end beregningen af VaR for markedsrisiko.

2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGS-SYSTEMER

Det er eurosystemets lovbestemte opgave at fremme betalingssystemernes smidige funktion. Det vigtigste instrument til at udføre denne opgave – ud over overvågningsfunktionen (se afsnit 4 i kapitel 4) – er faciliteter, der kan sikre effektive og robuste clearing- og betalingsafviklingsystemer. Derfor har eurosystemet etableret Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, kaldet Target, til store betalinger i euro. Arbejdet med udviklingen af næste generation af systemet, Target2, er allerede godt i gang. Planen er, at den første gruppe lande går over til Target2 den 19. november 2007.

Hvad angår værdipapirafvikling, tilbyder eurosystemet og markedet en række kanaler, der gør det lettere at stille sikkerhed på tværs af landegrænser. Desuden overvejer eurosystemet mulighederne for at tilbyde værdipapircentralerne værdipapirafvikling i centralbankpenge på den fælles platform med harmoniserede procedurer, der skal anvendes til Target2-betalingstjenester (Target2-Securities).

2.1 TARGET-SYSTEMET

Det nuværende Target-system er "systemernes system" baseret på de nationale realtidsbruttoafviklingssystemer (RTGS-systemer) i 17 EU-lande samt ECBs betalingsmekanisme (EPM) og et interlinkingsystem, der giver mulighed for at behandle betalinger mellem de forbundne systemer.

I 2006 fortsatte Target med at bidrage til pengeomarkedets smidige funktion i euroområdet, og eftersom eurosystemets kreditoperationer behandles via Target, spillede systemet fortsat en vigtig rolle i gennemførelsen af den fælles pengepolitik. Da Target-systemet kan tilbyde realtidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning, tiltrækker det også en lang række andre betalinger. Target fungerer smidigt og tilfredsstillende i 2006 og fortsatte med at afvikle stadig flere store betalinger i euro. Det er i overensstemmelse med eurosystemets politiske mål om at fremme afvikling i centralbankpenge

som et særligt sikkert betalingsmiddel. I 2006 blev 89 pct. af den samlede omsætning for store betalinger i euro afviklet via Target. Target er tilgængeligt for alle kreditoverførsler i euro mellem de forbundne banker uden øvre eller nedre grænser med hensyn til værdi. Betalingerne kan afvikles mellem banker inden for et EU-land (indenlandske betalinger) og mellem banker i forskellige EU-lande (grænseoverskridende betalinger).

Ifølge en undersøgelse fra 2006 havde Target 10.564 deltagere pr. 31. december 2005. I alt kan omkring 53.000 institutter, især deltagernes filialer, nås via Target ved hjælp af en identifikationskode (Bank Identifier Code - BIC).

Som følge af beslutningen om ikke at tilslutte sig Target2 forberedte Sveriges Riksbank i 2006 frakoblingen af sit Target-modul, E-RIX, med virkning fra 2. januar 2007.

TARGET-OPERATIONER

I 2006 steg det daglige gennemsnit af betalinger behandlet i Target med 10 pct. både antalsmæssigt og værdimæssigt. Tabel 12 viser en oversigt over betalinger i Target i 2006 i forhold til året før. Target-systemets samlede tilgængelighed, dvs. deltagernes mulighed for at anvende Target i åbningstiden uden at der sker fejl, nåede i 2006 op på 99,87 pct., og 96,75 pct. af de grænseoverskridende betalinger blev behandlet inden for fem minutter.

Tabel 12. Betalinger i Target¹⁾

Mængde (antal transaktioner)	2005	2006	Ændring (i pct.)
Samlet			
I alt	76.150.602	83.179.996	9
Dagligt gennemsnit	296.306	326.196	10
Indenlandske betalinger²⁾			
I alt	58.467.492	64.162.211	10
Dagligt gennemsnit	227.500	251.617	11
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	17.683.110	19.017.785	8
Dagligt gennemsnit	68.806	74.580	8
Værdi (milliarder euro)			
Samlet			
I alt	488.900	533.541	9
Dagligt gennemsnit	1.902	2.092	10
Indenlandske betalinger²⁾			
I alt	324.089	348.764	8
Dagligt gennemsnit	1.261	1.368	8
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	164.812	184.777	12
Dagligt gennemsnit	641	725	13

Kilde: ECB.

1) Der var 257 åbningdage i 2005 og 255 åbningdage i 2006.

2) Herunder betalinger for fjerdeltagere.

TILSLUTNING TIL TARGET FOR DE NATIONALE CENTRALBANKER I DE LANDE, DER BLEV EU- MEDLEMMER I 2004

I oktober 2002 besluttede Styrelsesrådet, at de nye EU-landes centralbanker efter udvidelsen i 2004 skulle have mulighed for, men ikke pligt til, at tilslutte sig det nuværende Target-system. I lyset af det nuværende Target-systems begrænsede resterende levetid og for at spare på omkostningerne udviklede eurosystemet alternativer til fuld integration, som giver de lande, der blev EU-medlemmer i 2004, mulighed for at forbinde deres systemer med det nuværende Target-system.

Efter Narodowy Bank Polskis tilslutning til Target via Banca d'Italias RTGS-system i 2005 blev Eesti Panks RTGS-system i euro den 20. november 2006 også forbundet til Target via Banca d'Italias system. De slovenske banker har siden juli 2005 kunnet benytte Target via en fjernadgang til det tyske Target-modul. I forbindelse med Sloveniens indtræden i euroområdet i januar 2007 besluttede Banka Slovenije af effektivitetshensyn ikke at udvikle sit eget RTGS-system, men at benytte Deutsche Bundesbanks RTGS-system til at tilslutte sig Target. Banka Slovenije påbegyndte sine operationer som medlem af eurosystemet den 2. januar 2007.

NØDPROCEDURER FOR SYSTEMISK VIGTIGE BETALINGER I TARGET

Som følge af Target-systemets centrale rolle på markedet og dets brede markedsdækning er passende beskyttelse mod en lang række trusler afgørende for systemets pålidelighed og smidige funktion. Det er således essentielt, at systemisk vigtige betalinger – dvs. betalinger der kan medføre systemiske risici, hvis de ikke gennemføres til tiden – afvikles uden forsinkelse, selv under usædvanlige omstændigheder. Eurosyste­met har etableret nødprocedurer for at sikre, at sådanne betalinger afvikles på en hensigtsmæssig måde selv i tilfælde af funktionsfejl i Target. I 2006 viste en række yderligere afprøvninger blandt centralbanker (og en række banker), at Targets nødprocedurer fungerer effektivt. De bekræftede, at eurosyste­met er i stand til at sikre, at betalings-systemerne og de finansielle markeder fortsat kan fungere smidigt i krisesituationer.

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

ESCB fortsætter den tætte dialog med brugerne af Target for at sikre, at der tages tilstrækkelig højde for deres behov, og at der efterfølgende gennemføres passende foranstaltninger. Som i de tidligere år blev der i 2006 afholdt regelmæssige møder mellem de nationale centralbanker, som er tilsluttet Target, og de nationale Target-brugergrupper. Desuden blev der afholdt fællesmøder mellem ESCBs Working Group on Target2 og den europæiske banksektors Target Working Group for at drøfte operationelle aspekter af Target. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af repræsentanter fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse. Som operatør af det største RTGS-system i verden målt på værdien af de gennemførte transaktioner havde

eurosystemet fortsat tæt kontakt med RTGS-operatører i andre vigtige valutaområder i 2006. Stadig flere indbyrdes forbindelser, fx som følge af transaktioner via Continuous Linked Settlement (CLS), har skabt et behov for fælles drøftelser om operationelle spørgsmål.

2.2 TARGET2

Den 21. juli 2006 offentliggjorde Styrelsesrådet en meddelelse om Target2, som forklarede de små ændringer i gebyrstrukturen for standardydelse i Target2, beskrev de grundlæggende principper for gebyrerne på ydelser for tilknyttede systemer og indeholdt oplysninger om forskellige muligheder for deltagelse i Target2. Desuden udspecificeredes den nye gebyrstruktur for den valgfri likviditetspooling og en række andre nye gebyrer. Specifikationerne sikrer, at gebyrerne i Target2 dækker alle former for adgang til systemet.

Desuden offentliggjorde Styrelsesrådet den 22. november 2006 den tredje statusrapport om Target2. Rapporten indeholdt opdaterede oplysninger til markedsdeltagerne om eurosystemets beslutninger vedrørende udestående gebyrforhold og juridiske forhold samt nødprocedurer og de forestående test- og migreringsaktiviteter. Desuden blev det fastslået, at forberedelserne forløb som planlagt, og den 19. november 2007 blev bekræftet som startdato for Target2. Datoerne for de efterfølgende to migreringsbølger, nemlig 18. februar og 19. maj 2008, blev også bekræftet. Derefter vil alle centralbanker og Target-brugere være gået over til Target2.

Med hensyn til gebyrer for standardydelse besluttede Styrelsesrådet, at der i den aftagende betalingsstruktur skulle indføres en ekstra gebyrsats på 12,5 eurocent pr. betaling ud over 100.000 betalinger pr. måned. Denne ændring i gebyrstrukturen for standardydelse blev mulig efter en opjustering af forventningerne til antallet af transaktioner på grundlag af en analyse af den mængdemæssige udvikling i det nuværende

Target-system, der tydede på en højere vedvarende vækst end oprindeligt antaget.

Styrelsesrådet traf også beslutning vedrørende de tre elementer af gebyrstrukturen for tilknyttede systemer. For det første opkræves et fast årligt gebyr på 12.000 euro fra hvert tilknyttet system, der afvikler i centralbankpenge, uanset om afvikling finder sted via RTGS-systemet eller via centralbankens egne såkaldte home accounts. For det andet opkræves et årligt gebyr på mellem 5.000 og 50.000 euro fra de tilknyttede systemer på grundlag af deres underliggende bruttoværdi. For det tredje opkræves de tilknyttede systemer et transaktionsgebyr i form af enten et enhedsgebyr eller et aftagende gebyr (der dog begge også vil indeholde et fast element).

Det blev også besluttet at sænke prisen på likviditetspooling for at gøre det mere attraktivt for bankerne.¹⁴ Likviditetspooling betragtes som en nyttig funktion, der imødegår den indbyggede likviditetsfragmentering, der følger af eurosystemets decentrale kontostruktur. Desuden vil kontogrupper være omfattet af gruppepriser, så det aftagende transaktionsgebyr gælder for alle gruppens betalinger, som om de blev foretaget fra en enkelt konto.

Hvad angår deltagelse, tilbyder Target2 de "klassiske" muligheder for direkte og indirekte deltagelse. Desuden bliver der mulighed for "multi-adressatadgang", hvorved en direkte deltager kan give sine filialer og/eller datterselskaber inden for EØS, der er med i koncernen, adgang til at kanalisere betalinger gennem deltagerens RTGS-konto uden dennes medvirken. Endelig vil enhver kunde hos en direkte deltager, som har en identifikationskode, kunne sende betalingsordrer eller modtage betalinger via den direkte deltager i Target2 ("adresserbar BIC-adgang"). Fra et teknisk og driftsmæssigt synspunkt minder adresserbar BIC-adgang om indirekte deltagelse, dog med den forskel at en indirekte deltager genkendes af systemet og derfor er omfattet af

¹⁴ Yderligere oplysninger findes i ECBs "Communication on TARGET2", der blev udsendt den 21. juli 2006 og ligger på <http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html>.

beskyttelsesbestemmelserne i den relevante nationale lovgivning, der gennemfører direktivet om endelig afregning, for så vidt at lovgivningen dækker indirekte deltagere.

Ud over den tekniske udvikling af den fælles platform blev der i 2006 fokuseret på de juridiske rammer for Target2, udviklingen af interne driftsprocedurer og fastlæggelse af brugertestaktiviteter. Planen er, at brugertestaktiviteterne skal begynde i maj 2007, mens den første gruppe lande migrerer til Target2 den 19. november 2007. Banksektoren blev den 11. juli 2006 præsenteret for en brugerfokuseret projektplan, der kunne give et fingerpeg om de vigtigste milepæle i Target2-projektet.

Relevante og opdaterede oplysninger offentliggøres regelmæssigt på ECBs og de nationale centralbankers Target2-websteder, fx:

- Den 17. februar 2006 oplyste eurosystemet om overlappningen mellem Target2-migreringen og SWIFTNet Fase 2-migreringen. Det anbefaledes at afslutte SWIFTNet Fase 2-migreringen inden Target2-migreringen, selv om de to migreringer er teknisk uafhængige af hinanden.
- De nationale migreringsprofiler blev regelmæssigt opdateret mellem april og november 2006. For den enkelte centralbank viser profilerne, hvilke moduler af den fælles platform der benyttes, og hvordan afvikling i tilknyttede systemer foregår fra dag 1 efter migreringen til Target2. Som supplement til profilerne blev der den 30. oktober 2006 offentliggjort en oversigt over centralbankernes brug af deres egne home accounts.
- Den endelige udgave af brugermanualen til den fælles platforms informations- og kontrolmodul blev udsendt den 7. december 2006, mens der året igennem løbende blev udsendt opdateringer af "User Detailed Functional Specifications book 4" om XML-meddelelser og de tilsvarende XML-skemafiler.

- En foreløbig version af brugertestvejledningen til Target2 med beskrivelser af testprocedurer og certificeringsscenerier for deltagere blev udsendt den 7. november 2006. Desuden blev en webbaseret applikation gjort tilgængelig online den 31. januar 2007, hvorved fremtidige Target2-deltagere fik adgang til testrelaterede oplysninger.

2.3 TARGET2-SECURITIES

Den 7. juli 2006 meddelte ECB, at eurosystemet overvejede mulighederne for at tilbyde afviklingsydelse for værdipapirtransaktioner i euro, der afvikles i centralbankpenge.

Under den nuværende ordning afvikler værdipapircentralerne i euroområdet den side af værdipapirtransaktionerne, der afvikles i centralbankpenge, gennem Target-systemets lokale RTGS-modul. For at dette kan lade sig gøre, skal værdipapircentralerne også deltage i deres hjemlands nationale RTGS-system. Det indebærer, at institutioner, der deltager i afviklingen hos mere end en værdipapircentral, skal have en afviklingskonto for hvert af de pågældende Target-moduler.

I Target2 bliver det teknisk muligt for deltagerne gennem en enkelt Target2-konto at afvikle transaktioner via alle værdipapircentraler, hvor afvikling i euro finder sted i centralbankpenge. Muligheden for at centralisere kontantafviklingen på en enkelt konto i Target2 vil sandsynligvis øge markedets efterspørgsel efter en lignende centralisering af værdipapirafviklingen på en enkelt værdipapirkonto. Det vil give Target2-deltagerne mulighed for at optimere deres likviditetsstyring for sikrede og usikrede pengemarkeds-transaktioner, hvorved de fuldt ud kan udnytte fordelene ved Target2. Hvis eurosystemet tilbyder værdipapircentralerne en fælles tjeneste til afvikling af værdipapirhandler, får Target2-deltagerne denne mulighed for at styre deres værdipapirportefølje integreret med Target2-kontantkontoen. Platformen kan kun anvendes til afvikling af transaktioner, mens værdipapircentralernes andre funktioner (fx corporate actions, de-

potfunktioner, opbevaring og forvaltning) fortsat vil ligge i værdipapircentralernes regi. Hensigten er at opnå synergi med andre faciliteter, der drives af eurosystemet, især i forbindelse med Target2-systemet.

Eurosystemet annoncerede den mulige lancering af en ny tjeneste, Target2-Securities, som efterfølgende blev diskuteret på nationalt og europæisk plan med værdipapircentraler og andre markedsdeltagere. Den 28. september blev den foreløbige feedback fra markedet vedrørende Target2-Securities offentliggjort på ECBs websted. Hele branchen ønskede flere oplysninger fra eurosystemet om initiativet, men bankerne så generelt flere muligheder end værdipapircentralerne. Projektet fik klar støtte fra Europa-Kommissionen.

Den 20. oktober 2006 annoncerede ECB, at Styrelsesrådet havde bedt Betalingsformidlingskomiteen om at gennemføre en detaljeret undersøgelse af de driftsmæssige, økonomiske, juridiske og tekniske aspekter af at introducere Target2-Securities. Som led i forberedelserne til Styrelsesrådets beslutning vedrørende Target2-Securities kontaktede ECB forskellige markedsdeltagere og infrastrukturoperatører for at fremlægge sine ideer til de væsentligste tekniske funktioner i Target2-Securities. Fra midten af december 2006 blev der holdt møder med forskellige interessenter for at drøfte en lang række spørgsmål vedrørende initiativet.

Lanceringen af Target2-Securities, som i givet fald skal ejes og drives fuldstændig af eurosystemet, vil som følge af den høje effektivitet og den tekniske harmonisering kunne give store omkostningsbesparelser for markedsdeltagerne, især når det gælder grænseoverskridende handler. Target2-Securities vil være et stort skridt i retning af at etablere en fælles grænseflade for eurosystemet over for markedet. Desuden vil systemet kunne danne grænseflade til eurosystemets system til styring af sikkerhedsstillelse og dermed gøre paneuropæisk likviditetsstyring lettere. Der vil formodentlig kunne opnås synergi med andre funktioner, der drives af eurosystemet

– ikke mindst Target2 og løsninger til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse.

2.4 AFVIKLINGSPROCEDURER FOR SIKKERHED

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

Værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i eurosystemet steg fra 444 mia. euro i december 2005 til 514 mia. euro i december 2006. I alt udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ultimo 2006 52,3 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet. I 2006 oversteg den grænseoverskridende sikkerhedsstillelse for første gang den indenlandske sikkerhedsstillelse. Disse tal bekræfter tidligere års tendens til en stigende integration på de finansielle markeder i euroområdet og en større tilbøjelighed blandt modparterne til at have aktiver udstedt i andre eurolande i deres porteføljer.

KORRESPONDENTCENTRALBANKMODELLEN

CCBM var fortsat den vigtigste kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen. CCBM tegnede sig for 39,7 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet i 2006. Aktiver forvaltet via CCBM steg fra 353 mia. euro ultimo 2005 til 414 mia. euro ultimo 2006.

Arbejdet med at revidere CCBMs tekniske og operationelle rammer med henblik på gennemførelse af eurosystemets nye rammer for sikkerhedsstillelse, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i juli 2005, blev afsluttet i 2006. CCBM-rammerne er også blevet revideret med henblik på integration af nye eurolande. CCBM-aftalen med Banka Slovenije blev underskrevet den 21. december 2006.

Da der ikke er noget samlet markedsalternativ til CCBM, der i sin tid blev udarbejdet som en midlertidig ordning, eftersom der ikke fandtes nogen markedsløsning for hele euroområdet, besluttede Styrelsesrådet den 3. august 2006 at fortsætte med CCBM, også efter 2007. ECB er i gang med at undersøge mulighederne for at harmonisere de operationelle rammer for sikkerhedsstillelse i eurosystemet.

GODKENDE LINKS MELLEM NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Nationale værdipapirafviklingssystemer kan forbindes ved hjælp af kontraktbaserede og operationelle aftaler med henblik på grænseoverskridende overførsel af aktiver mellem systemerne. Når værdipapirerne er overført via sådanne links til andre værdipapirafviklingssystemer, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtig som indenlandsk sikkerhed. I øjeblikket har modparterne adgang til 59 links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt. Desuden dækker disse links kun dele af euroområdet. Links er godkendt til eurosystemets kreditoperationer, hvis de lever op til eurosystemets ni brugerstandarder.¹⁵ Eurosystemet vurderer nye links eller forbedringer af godkendte links i forhold til disse standarder. I 2006 blev tre eksisterende godkendte links forbedret, og alle fik en positiv vurdering. Desuden vurderes i øjeblikket muligheden for at benytte relayed links, dvs. links, hvor flere end to værdipapircentraler indgår.

Sikkerhed forvaltet via links steg fra 91 mia. euro i december 2005 til 99 mia. euro i december 2006, men udgjorde kun 10,5 pct. af den samlede (grænseoverskridende og indenlandske) sikkerhedsstillelse i eurosystemet i 2006.

¹⁵ "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

3 SEDLER OG MØNTER

3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNDBEREGNINGEN DERAFT

EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Ultimo 2006 var der 11,3 mia. cirkulerende euro-sedler til en samlet værdi af 628,2 mia. euro. Det var en stigning i antal på 9,5 pct., svarende til en værdimæssig stigning på 11,2 pct. i forhold til ultimo 2005 (10,4 mia. sedler til en samlet værdi af 565,2 mia. euro). Værdien af de cirkulerende eurosedler er steget konstant siden indførelsen af eurosedler og -mønter i 2002, om end den årlige stigningstakt er aftaget (se figur 44 og 45). Det skønnes, at mellem 10 og 20 pct. af den samlede værdi af eurosedler i cirkulation holdes af residerter uden for euroområdet, der fortsat efterspørger eurosedler, hovedsagelig til værdilagring eller som parallelvaluta.

Den kraftige vækst i cirkulationen af 50-, 100- og 500-eurosedler fortsatte i 2006, idet antallet steg med henholdsvis 12,5 pct., 9,6 pct. og 13,2 pct. Væksten i cirkulationen af de øvrige sedler lå på mellem 2,7 og 8,2 pct. (se figur 46).

I 2006 steg antallet af cirkulerende euromønter (dvs. nettocirkulationen ekskl. de nationale centralbankers beholdninger) med 10,4 pct. til 69,5 mia., mens værdien af de cirkulerende mønter steg med 7,4 pct. til 17,9 mia. euro. Den for-

holdsvis store stigning i antallet af mønter skyldtes navnlig en fortsat stærk efterspørgsel efter mønter med lav pålydende værdi som følge af et relativt højt antal tabte mønter samt samling.

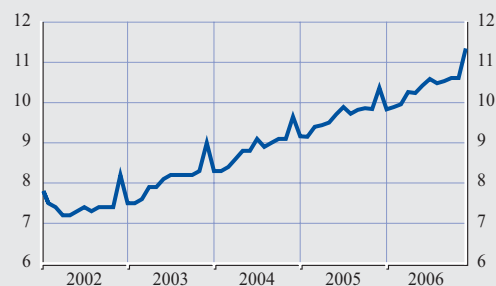
EUROSYSTEMETS HÅNDBEREGNING AF EUROSEDLER

I 2006 fortsatte de seneste års let opadgående tendens i udstedelse og tilbagetrækning af eurosedler. Euroområdet nationale centralbanker udstedte i 2006 32,5 mia. sedler, mens 31,5 mia. sedler blev returneret. Returneringsfrekvensen¹⁶ for eurosedler faldt en anelse fra 3,17 i 2005 til 3,03 i 2006. Alle eurosedler, der returneres fra cirkulation til de nationale centralbanker i euroområdet, behandles i fuldautomatiske maskiner, hvor deres ægthed og egnethed til cirkulation kontrolleres. Det sker for at sikre kvaliteten af de cirkulerende eurosedler. Omkring 5,2 mia. eurosedler (en stigning på 26,2 pct. i forhold til året før) blev anset for uegnede til cirkulation og blev udskiftet af de nationale centralbanker.

16 Defineret som det samlede antal eurosedler, der returneres til de nationale centralbanker i en given periode, divideret med det gennemsnitlige antal cirkulerende eurosedler i den pågældende periode.

Figur 44. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2006

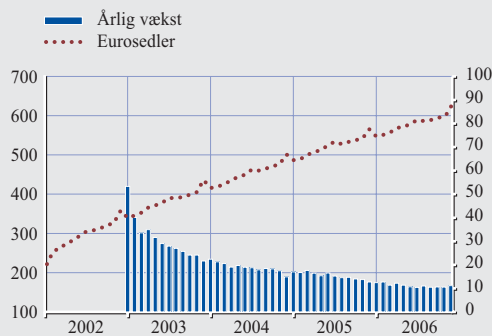
(Milliarder)



Kilde: ECB.

Figur 45. Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2006

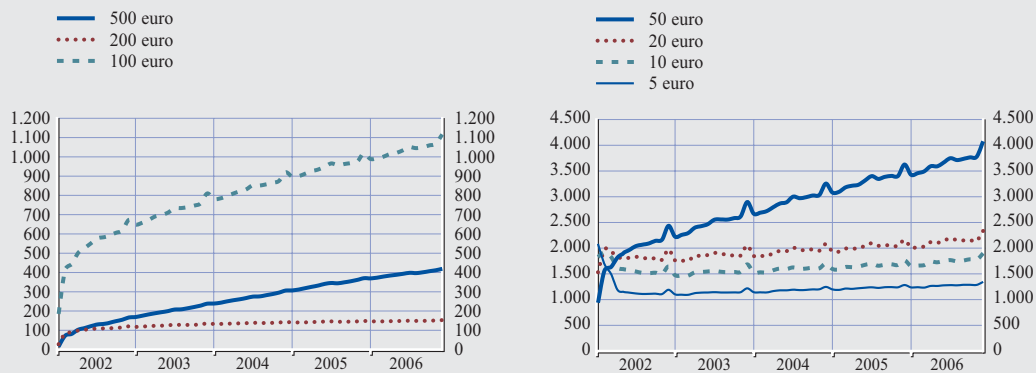
(Milliarder euro, venstre akse; i pct., højre akse)



Kilde: ECB.

Figur 46. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2006, pålydende værdi

(Millioner)



Kilde: ECB.

3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

FALSKE EUROSEDLER

Antallet af falske eurosedler, der blev taget ud af cirkulation, faldt en smule i 2006 efter at have ligget stabilt i to år. Figur 47 viser tendensen i antallet af fundne falske eurosedler med halvårslige intervaller siden eurosedlernes indførelse. I alt modtog de nationale analysecentre¹⁷ ca. 565.000¹⁸ falske eurosedler i 2006. En bemærkelsesværdig udvikling i 2006 var ændringen i, hvilken pålydende værdi der blev forfalsket. Tidligere var 50-eurosedlen genstand for flest forfalskninger. I 2006 faldt andelen af fundne falske 50-eurosedler imidlertid markant, mens der sås en tilsvarende stigning i antallet af falske 20-eurosedler og i noget mindre grad i antallet af falske 100-eurosedler (se tabel 13). Den samlede pålydende værdi af de fundne falske sedler, og dermed forfalskningernes potentielle skadevirkning, mindskedes dermed i 2006.

Tabel 13. Fordeling af falske sedler efter seddelværdi

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Procent	1	4	40	34
	100 euro	200 euro	500 euro	I alt
Procent	18	2	1	100

Kilde: Eurosystemet.

Offentligheden kan trygt stole på euroens sikkerhed. Den er en godt beskyttet valuta, både i kraft af de avancerede sikkerhedselementer og de effektive europæiske og nationale retshåndhavende myndigheder. Denne tillid bør dog aldrig være blind, og ECB råder offentligheden til at være på vagt og huske "føl-se-vip"-metoden.¹⁹

BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

Eurosystemet fortsatte i 2006 sit tætte samarbejde med Europol og Europa-Kommissionen (især Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig, OLAF) om bekæmpelse af forfalskning af euroen. Eurosystemet gør en aktiv indsats, både i og uden for EU, for at uddanne kasserere i at genkende og håndtere falske sedler.

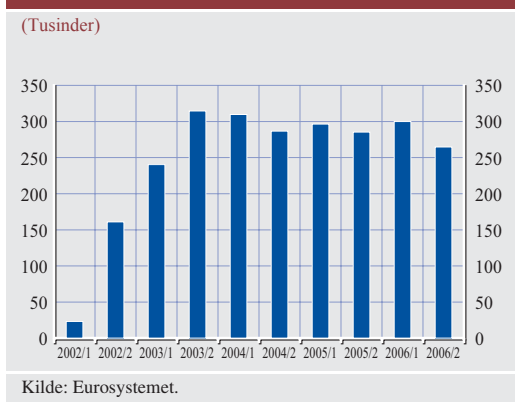
Det internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre) støtter fortsat centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group), som er et samarbejde mellem 27 centralbanker anført af G10-centralbankcheferne, og fungerer som teknisk center for alle medlemmer. Dets væsentligste

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

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

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

Figur 47. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2006



rolle er at yde teknisk bistand og at drive et centraliseret kommunikationssystem for alle, som arbejder med beskyttelse mod forfalskning.

3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

RAMMER FOR AFSLØRING AF FORFALSKNINGER OG KVALITETSSORTERING

Rammerne for recirkulation af eurosedler vedrører kreditinstitutternes og andre konthåndterende virksomheders afsløring af forfalskninger og kvalitetssortering, fastlægger en fælles politik for recirkulation af eurosedler inden for kreditsektoren og etablerer ensartede regler og minimumsstandarder for håndtering af eurosedler, som skal overholdes af kreditinstitutter og andre konthåndterende virksomheder. På grundlag af en beslutning, som Styrelsesrådet traf i december 2004, har alle de nationale centralbanker i euroområdet, med to undtagelser, nu gennemført rammerne nationalt.

For kreditinstitutter og andre konthåndterende virksomheder gælder en overgangsperiode indtil udgangen af 2007, hvor de skal tilpasse deres konthåndterende maskiner til de nye krav. Eftersom der er store forskelle i de nationale infrastrukturer til konthåndtering, besluttede Styrelsesrådet i december 2006 at forlænge den etårige overgangsperiode i nogle eurolande.

Overgangsperioden forlænges med to år i Frankrig, dvs. til udgangen af 2009, og med tre år i Grækenland, Spanien, Irland, Italien og Portugal, dvs. til udgangen af 2010.

Et centralt element i disse rammer er kravet om at kontrollere sedler, som skal udleveres i pengeautomater, for ægthed og egnethed til cirkulation ved hjælp af medarbejderbetjente maskiner, der overholder eurosystemets standarder. Kundebetjente maskiner til deponering og recirkulation af konthanter skal også opfylde visse tekniske standarder for verificering og efterfølgende håndtering af eurosedler. De fleste af euroområdet's nationale centralbanker har forsynet maskinfabrikkerne med test til udstyret. Desuden har ECB oprettet et websted med en oversigt over alle maskiner, der har bestået eurosystemets fælles testprocedure og dermed er egnede til brug i forbindelse med recirkulation.

I juli 2006 vedtog Styrelsesrådet en overgangsordning for den fremtidige gennemførelse af rammerne for recirkulation af eurosedler i alle nye eurolande. De nationale centralbanker i de medlemslande, der indfører euroen inden 2010, skal gennemføre rammerne senest 12 måneder efter euroens indførelse. Derefter følger en etårig overgangsperiode for kreditinstitutter og andre konthåndterende virksomheder. De nationale centralbanker i medlemslande, der indfører euroen i 2010 eller senere, skal gennemføre reglerne inden euroens indførelse, men kreditinstitutter og andre konthåndterende virksomheder har stadig en etårig overgangsperiode til at tilpasse deres udstyr.

Ved at tilpasse deres aktiviteter til rammerne for recirkulation af eurosedler styrker kreditinstitutter og andre konthåndterende virksomheder deres evne til at afsløre eventuelle falske eurosedler. Det bidrager effektivt til deres overholdelse af den juridiske forpligtelse til straks at tage potentielle forfalskninger ud af cirkulation og stille dem til rådighed for de retshåndhavende myndigheder til yderligere undersøgelse. Desuden sikres, at de eurosedler, kreditinstitutterne udleverer til kunderne, er i god stand, hvilket gør det lettere at skelne mellem ægte og falske sedler.

ETABLERING AF ET ECI-PILOTPROGRAM

Styrelsesrådet besluttede i 2006 at lancere et ECI-pilotprogram (extended custodial inventory) i Asien. Et ECI er et kontantdepot hos en privat bank (ECI-bank), der opbevarer sedler og mønter. Eurosystemet forventer, at ECI-programmet vil fremme den internationale distribution af eurosedler og forbedre overvågningen af sedlernes cirkulation uden for euroområdet. Da det skønnes, at 10-20 pct. af den samlede værdi af eurosedler i cirkulation befinder sig uden for euroområdet, vil eurosystemet gerne have flere oplysninger om disse sedler. Efter en åben udbudsprocedure er to store banker, der begge er aktive på engrosmarkedet for pengesedler, blevet udvalgt som ECI-banker. Den ene ECI-bank etableres i Hongkong og den anden i Singapore. Deutsche Bundesbank bliver den logistiske og administrative modpart til ECI-bankerne. Begge ECIs kommer i drift i 1. halvår 2007. ECI-pilotprogrammet skal bruges til at vurdere ECIernes funktion, deres bidrag til oplysning om eurosedler, der cirkulerer uden for euroområdet, og deres betydning for engrosmarkedet for pengesedler. På grundlag af pilotprogrammet vil Styrelsesrådet i 2008 beslutte, om ECI-programmet skal videreføres.

DIALOG MED EUROPEAN PAYMENTS COUNCIL OG ANDRE INTERESSETER OM HÅNDTERING AF KONTANTER

Oplysninger om brugerkravene hos forskellige interessenter – hvor banksektoren er de nationale centralbankers vigtigste modpart – har stor betydning, hvis eurosystemets håndtering af kontanter og udbud af relevante kontanttjenester skal fungere smidigt. Aktuelle spørgsmål såsom reduktion af de samlede omkostninger drøftes med europæiske interessenter i forskellige fora, fx Euro Cash User Group og European Payments Councils arbejdsgruppe om kontanter.

Kontantforsyningskæden varierer fra land til land og afspejler en række forskelle landene imellem (fx centralbankens og banksystemets opbygning, lovgivningen, offentlighedens betalingsvaner, pengetransportinfrastrukturen og geografiske forhold). Derfor er det ikke hensigtsmæssigt med en "en for alle"-model til kon-

tantforsyning i euroområdet. Styrelsesrådet vedtog dog i september 2006, at der skal etableres en tids- og køreplan for øget harmonisering af de nationale centralbankers kontanttjenester på mellemlangt sigt.

PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2006 blev der i alt fremstillet 7,0 mia. eurosedler i forhold til 3,63 mia. i 2005. Den lavere produktion i 2005 skyldtes i høj grad anvendelse af de seddellagre, der var opbygget siden 2002, hvor usikkerheden i forbindelse med indførelsen af eurosedler og -mønter førte til etablering af store startlagre.

Stigningen i produktionsvæksten i 2006 afspejlede følgende faktorer: i) en stigning i antallet af sedler i cirkulation, ii) en stigning i antallet af sedler, som skulle udskiftes, iii) nedbringelsen af de nationale centralbankers lagre og iv) beslutningen om, at der i 2006 skulle fremstilles sedler til dækning af en del af det fremtidige behov.

Fremstillingen af eurosedler var også i 2006 underlagt det decentrale puljesystem, som blev indført i 2002. Det betyder, at hver national centralbank i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddeltværdier (se tabel 14).

DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

Efter en forberedelsesfase, hvor kravene til den nye serie eurosedler blev fastlagt, og en oversigt over mulige tekniske forbedringer blev udarbejdet, godkendte Styrelsesrådet i 2006 den over-

Tabel 14. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2006

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	NCBer, der iværksætter produktion
5 euro	1.080,0	ES, FR, IE, AT, FI
10 euro	1.780,0	DE, GR, FR, NL
20 euro	1.940,0	DE, ES, FR, IT, PT
50 euro	1.920,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	280,0	IT, LU, AT
200 euro	-	-
500 euro	-	-
I alt	7.000,00	

Kilde: ECB.

ordnede projektplan for udarbejdelsen af den nye serie og lanceringen af valideringsfasen. Sidstnævnte omfatter afprøvning af forskellige sikkerhedselementer for at vurdere deres egnethed samt identifikation af potentielle problemer i forbindelse med trykning af store mængder. De fleste af valideringsaktiviteterne udføres af papirfabrikker og trykkerier, der er godkendt af ECB til fremstilling af den nuværende serie. På grundlag af resultaterne af valideringsfasen defineres de generelle specifikationer for den nye seddelse, og designarbejdet igangsættes.

De nye eurosedler baseres ligesom den første serie på temaet "Europas tidsaldre og stilarter", og en række designelementer genbruges i den nye serie. Der er udvalgt en designer, som skal forny det nuværende design.

Den første seddel i den nye serie forventes udstedt om få år. Det nøjagtige udstedelsestidspunkt og udstedelsesrækkefølgen afhænger dog af situationen med hensyn til fornyelse af sikkerhedselementer og forfalskning af eurosedler. De forskellige sedler i den nye serie lanceres over en årrække.

4 STATISTIK

Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, som underbygger pengepolitikken i euroområdet og hjælper den med at udføre forskellige ESCB-opgaver. Oplysningerne anvendes også af de finansielle markeder og offentligheden. Som i tidligere år forløb det statistiske arbejde problemfrit i 2006. Det gjaldt også de statistikker, som vedrørte forberedelserne til udvidelsen af euroområdet og EU i 2007. En vigtig milepæl i ECBs mellemfristede strategi for det statistiske arbejde blev nået ultimo maj med den første fælles offentliggørelse fra ECB/Eurostat af et integreret sæt årlige ikke-finansielle og finansielle konti på sektorbasis for euroområdet. Formidlingen af statistik for euroområdet blev også væsentligt forbedret som følge af indførelsen af ECBs nye online statistiske datatjeneste, Statistical Data Warehouse. Endvidere bidrog ECB i tæt samarbejde med ESCBs Statistikkomite fortsat til harmoniseringen af statistiske begreber i Europa og til revisionen af centrale globale statistikstandarder.

4.1 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER FOR EUROOMRÅDET

Ultimo maj 2006 offentliggjorde ECB og Eurostat i fællesskab for første gang et integreret sæt årlige ikke-finansielle og finansielle sektorkonti for euroområdet for årene 1999-2004. Disse konti kan betragtes som "nationalregnskabet" for euroområdet. De danner bl.a. grundlag for en omfattende analyse af forbindelserne mellem den finansielle og den ikke-finansielle udvikling i økonomien og de indbyrdes forbindelser mellem forskellige sektorer (husholdninger, ikke-finansielle selskaber, finansielle selskaber og offentlig forvaltning og service) og mellem disse sektorer og resten af verden. Disse årlige konti har banet vej for offentliggørelsen af et komplet system af kvartalsvise integrerede sektorkonti for euroområdet fra og med medio 2007. Statistikkerne udarbejdes af eurosystemet i samarbejde med Eurostat og de nationale statistikbureauer.

I september 2006 blev de første månedlige statistikker over udeståender i Step-initiativet (Short-Term European Paper) offentliggjort på ECBs websted. I løbet af 2007 vil de blive suppleret med daglige statistikker over mængder og renter (se afsnit 3 i kapitel 4).

En ny forordning, som er rettet mod postgiroinstitutioner, der modtager indskud, og som indgår i sektoren ikke-finansielle selskaber, har styrket den retlige ramme for indsamlingen af monetær statistik. Endvidere har Styrelsesrådet også foretaget små ændringer i ECBs retningslinjer om kvartalsvise finansielle konti og statistik over de offentlige finanser. I overensstemmelse med den etablerede praksis om at supplere ECBs retsakter med praktiske retningslinjer for udarbejdelse har ECB også udgivet vejledningen "Government Finance Statistics Guide".

Inden for flere forskellige områder arbejdes der på at forbedre statistikkerne for euroområdet yderligere i de kommende år. Navnlig fortsatte eurosystemet i 2006 med at udvikle en ramme for indsamling af harmoniserede statistikker om ikke-MFler, fx investeringsforeninger og kreditformidlende selskaber, som er vigtige aktører på de finansielle markeder. Der er gjort betydelige fremskridt på dette område, og en ECB-forordning om statistiske rapporteringskrav til investeringsforeninger er nu under udarbejdelse. Endvidere er eurosystemet i gang med at undersøge behovet og muligheden for at forbedre de statistiske oplysninger om forsikringsselskaber og pensionsfonde. Den lovgivningsmæssige ramme for MFI-balancestatistik og MFI-rentestatistik er også ved at blive revideret og tilpasset til nye brugerkrav og den finansielle og økonomiske udvikling. Euroområdets betalingsbalance og kapitalbalance over for resten af verden er blevet integreret, hvorefter udviklingen i ultimobeholdninger ikke kun udtrykkes i form af transaktioner, men også i form af værdiændringer som følge af pris- og valutakursændringer samt andre mængdemæssige ændringer.

Ved udarbejdelse af statistik for euroområdet, som efterspørges af såvel interne som eksterne brugere, lægger ESCB stor vægt på at minimere

rapporteringsbyrden. I 2006 fortsatte ESCB således sit arbejde med at udvikle en central værdipapirdatabase (Centralised Securities Database, CSDB), som forventes at udmønte sig i synlige resultater i de kommende år. CSDB, som er et statistikprojekt inden for ESCB med interessenter i både ECB og de nationale centralbanker, er en database med oplysninger om benchmarks for alle de værdipapirer udstedt i euroområdet, som er relevante for ESCBs udarbejdelse af statistikker. Hensigten er, at den skal fungere som et værktøj til udarbejdelse og kvalitetsforbedring af en lang række finansielle statistikker for ESCB.

I januar 2007 offentliggjorde ECB for første gang harmoniserede indikatorer for eurolandenes konkurrenceevne, som bygger på en række forbrugerprisindeks. Indikatorerne er beregnet ved hjælp af de samme metoder og datakilder, som dem der anvendes ved beregning af det reale effektive eurokursindeks.

Endelig indeholder Månedsoversigten også skøn over euroområdets kapitalapparat og husholdningernes boligformue.

4.2 ØVRIG STATISTISK UDVIKLING

I september 2006 indførte ECB en mere brugervenlig og omfattende datatjeneste over ESCB-statistik, som betegnes Statistical Data Warehouse.²⁰ Det indeholder brugervenlige grænseflader, så brugerne hurtigt kan finde, se og downloade data for euroområdet, herunder i visse tilfælde landeopdelte data. Endvidere findes der nu yderligere tabeller med statistiske oplysninger for euroområdet og tilsvarende nationale oplysninger på både ECBs websted og de nationale centralbankers websteder. Et eksempel er tabellerne over de harmoniserede MFI-renter for indskud fra og udlån til husholdningerne og de ikke-finansielle selskaber.

Brugerne af statistikkerne for euroområdet har siden november 2006 også haft adgang til en omfattende beskrivelse af data og metadata på IMF's Dissemination Standards Bulletin Board.²¹ Beskrivelserne af statistikkerne for euroområdet er

udarbejdet af ECB og Eurostat med IMF's bistand. Dissemination Standards Bulletin Boards side med oplysninger om euroområdet giver også adgang til en kalender over fremtidige udgivelser og statistik for euroområdet inden for forskellige datakategorier.

Som i tidligere år har ECB udgivet en række statistiske publikationer, fx "ECB Statistik: En oversigt", beretningen fra den tredje konference om statistik ("Financial statistics for a global economy", 4.-5. maj 2006) og "Differences in MFI interest rates across euro area countries". ECBs Occasional Paper "Revision analysis for general economic statistics" giver en detaljeret vurdering af pålideligheden af makroøkonomiske nøglestatistikker for euroområdet.

Andre publikationer fra ECB er blevet forbedret med mere omfattende statistiske oplysninger som fx det statistiske tillæg til "Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries" (den "blå bog"). Efter en omfattende gennemgang af de indsamlede oplysninger blev definitionen og indsamlingen af data om betalinger og værdipapirer forbedret. Det har øget oplysningernes aktualitet, da de nu offentliggøres flere måneder tidligere. Rækken af indikatorer for finansiel integration i ECBs halvårslige rapport "Indicators of financial integration in the euro area" er også blevet udvidet (se afsnit 3 i kapitel 4).

I februar 2007 offentliggjorde ECB sin tredje årlige kvalitetsrapport om statistik for euroområdets betalingsbalance og kapitalbalance over for resten af verden. Rapporten indeholder kvalitative vurderinger og kvantitative indikatorer, som kan være til hjælp for brugerne i deres analyse af statistikkerne.²²

ECB fortsatte sit tætte samarbejde med Eurostat og de øvrige internationale organisationer og deltog aktivt i den løbende opdatering af de globale statistikstandarder (nationalregnskabssystemet SNA93 og IMF's betalingsbalancemanual)

20 <http://sdw.ecb.int/>

21 <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

22 http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf

samt i revisionen af OECDs benchmark-definition af udenlandske direkte investeringer og ISIC-nomenklaturen.²³ ECB støtter og gennemfører også en række globale tekniske standarder for dataudveksling.²⁴

4.3 FORBEREDELSENE TIL UDVIDELSEN AF EUROOMRÅDET

Statistik spiller også en vigtig rolle i overvågningen af konvergens i de medlemslande, som endnu ikke er med i euroområdet, og således også for udarbejdelsen af konvergensrapporterne (se afsnit 1.2 i kapitel 5).

De statistiske oplysninger, som kræves for at kunne vurdere, om medlemslandene opfylder konvergenskriterierne vedrørende prisstabilitet, budgetstilling, valutakurser og lange renter, tilvejebringes af Eurostat. I samarbejde med de nationale centralbanker i de pågældende medlemslande hjælper ECB Eurostat med at levere statistik over lange renter og indsamler og udarbejder yderligere statistiske oplysninger, der supplerer de fire hovedindikatorer for konvergens.

Da vurderingen af konvergensprocessen i høj grad afhænger af de underliggende statistikkers kvalitet og integritet, overvåger ECB nøje udviklingen inden for udarbejdelse og indberetning af statistikkerne, især statistikken over de offentlige finanser. ECB hilser Europa-Kommissionens initiativ vedrørende gennemførelse af en adfærdskodeks for Eurostat og de nationale statistikbureauer velkommen. Kodeksen forventes at styrke disse institutioners uafhængighed, integritet og ansvarlighed, hvilket er afgørende for udarbejdelsen af pålidelige statistikker af høj kvalitet i EU.

23 FNs nomenklatur for økonomiske aktiviteter.

24 Fx formatet SDMX (Statistical Data and Metadata eXchange), et initiativ, som støttes af BIS, ECB, Eurostat, IMF, OECD, FN og Verdensbanken for at fremme globale standarder for udveksling af statistiske oplysninger.

5 ØKONOMISK FORSKNING

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

5.1 FORSKNINGSPRIORITETER

ECBs økonomiske forskning udføres primært af Generaldirektoratet for Forskning, men også af andre forretningsområder, navnlig Generaldirektoratet for Økonomi. Et koordinationsudvalg for forskning (RCC) koordinerer forskningen, fastsætter prioriteter og bringer de forretningsområder, der beskæftiger sig med økonomisk forskning på enten efterspørgsels- eller udbudssiden, sammen. I henhold til et nyt mandat fra 2006 indfører RCC en årlig fremadrettet rapport over forskningsprioriteter og en bagudrettet årsoversigt over ECBs forskningsaktiviteter, som begge er godkendt af Direktionen. For hvert prioritetsområde sætter rapporten fokus på de aktuelle huller, specificerer de opgaver, der skal udføres, og fastsætter arbejdsdelingen mellem de forskellige forretningsområder. Årsoversigten ser på forskningsresultaterne med hensyn til både faglig kvalitet og politisk relevans. Resultaterne måles i forhold til de udførte opgaver, som blev specificeret i den foregående prioritetsrapport.

Forskningsprogrammet for 2006 omfattede følgende seks hovedområder: Udarbejdelse af prognoser og modeludvikling; pengepolitisk analyse; den pengepolitiske transmissionsmekanisme; finansiel stabilitet; det europæiske finansielle systems effektivitet; internationale spørgsmål. Nogle af disse prioritetsområder gennemgås i korte træk nedenfor.

Med hensyn til udarbejdelse af prognoser og modeller var der i 2006 grund til at hæfte sig ved to typer af forskning. For det første blev den nye model for hele euroområdet (Area-Wide Model),

der er den seneste dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodel for euroområdet, yderligere udviklet. Dens prognoseegenskaber skal snart testes. For det andet blev der med succes anvendt dynamiske faktormodeller til udarbejdelse af kortsigtede (for indeværende og næste kvartal) prognoser for BNP. En næsten samtidig vurdering af prognoserne viste, at disse modeller klarer sig rigtig godt i forhold til de mere traditionelle metoder.

I lyset af den fremtrædende rolle, monetær analyse spiller i ECBs pengepolitiske strategi, blev udviklingen af de modeller og værktøjer, der benyttes til at udlede informationsindholdet af pengemængdemålene, grundigt analyseret. Resultaterne heraf og af anden tilsvarende forskning blev i november 2006 drøftet på ECBs fjerde centralbankkonference, der fokuserede på emnet: "The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century". I sommeren 2007 udkommer en publikation med indlæggene samt et sammendrag af diskussionerne på konferencen.

Efter opfordring fra forskningscheferne i eurosystemets centralbanker godkendte Styrelsesrådet i februar 2006 oprettelsen af et forskningsnetværk om lønudvikling. Forskere fra 20 nationale centralbanker i EU og ECB deltager i dette netværk, der har en tidshorisont på to år. Netværkets arbejde er inddelt i fire forskningsområder. Det første område indeholder en empirisk undersøgelse af lønudviklingen og udviklingen i andre arbejdskraftomkostninger i euroområdet på aggregeret, lande- og sektorniveau samt den strukturelle analyse af deres bestemmende faktorer og deres samspil med inflationsudviklingen. Det andet forskningsområde anvender mikrodata vedrørende lønninger og har til formål at bestemme omfanget og karakteren af eventuel lønstivhed og andre stive strukturer på arbejdsmarkedet på tværs af euroområdet lande og sektorer samt forbindelsen mellem virksomhedernes løn- og prisfastsættelse. Det tredje forskningsområde ser på lanceringen af en ad hoc-undersøgelse af lønninger, andre arbejdskraftomkostninger og prisfastsættelsesadfærd på virksomhedsniveau. Det fjerde område fokuserer på en overordnet

analyse, der samler resultaterne fra netværkets andre arbejdsområder med henblik på at udlede konsekvenserne for politikker i euroområdet. Resultaterne af alle forskningsområderne ventes at blive videreformidlet til ECBs besluttende organer medio 2008.

På anmodning af det finske EU-formandskab udarbejdede ECB et bidrag til diskussionen på Eco-fin-Rådets uformelle møde i Helsingfors den 28.-29. september 2006. Oplægget med titlen "The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe" anerkendte de betydelige fremskridt, der er sket i retning af finansiell integration i Europa, og den gavnlige effekt det har haft på produktiviteten og den økonomiske vækst. Det blev dog også foreslået at supplere politikkerne vedrørende finansiell integration med politikker vedrørende modernisering af det finansielle system, dvs. ved at forbedre de generelle rammebetingelser for de finansielle markeder. En sådan modernisering skulle indbefatte tilskyndelse til finansielle nyskabelser samt institutionelle og organisatoriske forbedringer med henblik på at forbedre det finansielle systems effektivitet, fx ved at omallokere kapital til de industrier, der har de bedste vækstudsigter. Ifølge oplægget kan rammebetingelserne i Europa forbedres, fx hvad angår konkrete aspekter ved corporate governance, visse retssystemers effektivitet med hensyn til at løse finansielle konflikter samt strukturelle træk ved visse europæiske banksektorer, herunder tendenser til koncentration på visse lokale detailmarkeder og omfanget af offentligt ejerskab af banker. ECBs oplæg udtrykte også sin støtte til opfølgende arbejde med venturekapitalfinansiering og tendenserne til securitisation.

Som led i anden fase af arbejdet i forskningsnetværket Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe, der drives af ECB og Center for Financial Studies (CFS), blev der afholdt to konferencer i 2006. Den syvende konference om modernisering af det finansielle system og økonomisk vækst i Europa blev afholdt i september af Deutsche Bundesbank i Berlin. En af konklusionerne på konferencen var, at økonomier med større kapitalmarkeder var mere



reaktive og tilpassede sig hurtigere de teknologiske fornyelser. Effekten af kapitalmarkedernes størrelse var fortsat relevant, selv når der blev taget højde for andelen af offentligt ejerskab af banker og retssystemets effektivitet. Utilstrækkelig værdipapirlovgivning påvirkede desuden aktiemarkedernes udvikling og likviditet. Netværkets ottende konference omhandlede finansiell integration og stabilitet i Europa og blev afholdt af Banco de España i Madrid ultimo november. En bemærkelsesværdig konklusion på denne konference var, at korrelationen mellem de enkelte bankers risici i Europa syntes at være øget i den senere tid, især hvad angår de store banker. For industrilandene var der desuden visse tegn på, at grænseoverskridende bankfusioner i modsætning til indenlandske fusioner kan øge den overtagende banks risikoeksponering. Samtidig tydede foreliggende skøn dog på, at mere konkurrence i banksektoren faktisk kan øge den finansielle stabilitet.

Efter forslag fra forskningscheferne i eurosystemets centralbanker godkendte Styrelsesrådet i februar 2006 oprettelsen af en arbejdsgruppe, der skulle se på behovet og muligheden for at indsamle spørgeskemabaserede data om husholdningernes økonomi og forbrug. Arbejdsgruppen forelagde i december en rapport for Styrelsesrådet, hvor den gjorde rede for det nyttige i at indsamle sådanne spørgeskemadata med henblik på analyser og formulering af politikker for eurosystemets vigtigste politikområder, især hvad angår pengepolitik, finansiell stabilitet og betalingssystemer. En sådan spørgeskemaundersøgelse ville bl.a. give nye oplysninger om husholdningssektorens sårbarhed over for aktivpriser; forbrugstilbøjeligheden ud af formuen; virkningen af finansiell integration og innovation; konsekvenserne af befolkningens aldring og pensionsreformer for husholdningernes opsparrings- og forbrugsmønstre. Spørgeskemaundersøgelser af husholdningernes økonomi og forbrug udføres allerede i nogle eurolande, men der

foreligger i øjeblikket ingen sammenlignelige data for hele euroområdet. Styrelsesrådet besluttede at oprette et netværk, der skulle udarbejde et fuldt specificeret forslag vedrørende undersøgelsen, herunder en fuldstændig specifikation af spørgeskemaet samt af hvordan undersøgelsen skal gennemføres. Dette forslag vil danne grundlag for en endelig cost-benefit-analyse med henblik på Styrelsesrådets beslutning om, hvorvidt spørgeskemaundersøgelsen skal gennemføres.

5.2 PUBLIKATIONER OG KONFERENCER

Hovedparten af resultaterne af forskningen udført i ECB eller i samarbejde med ECBs stab præsenteres i ECBs Working Papers og i mindre omfang i ECBs Occasional Papers samt på forskellige konferencer og workshops. ECB udgav 137 Working Papers i 2006. 87 af disse Working Papers blev udarbejdet med deltagelse af ECBs stab, mens 50 blev udarbejdet af forfattere uden for ECB i forbindelse med gæsteforskerprogrammer, eurosystemets forskningsnetværk eller konferencer arrangeret af ECB. Der tages udskrifter af alle Working Papers, som udsendes primært til biblioteker og institutioner, men den vigtigste kanal til formidling er ECBs websted med næsten 280.000 downloads af Working Papers pr. måned i 2006.

Ud over disse mål for efterspørgslen efter Working Papers kan deres kvalitet også måles på anden vis. Hensigten med Working Papers er at tilskynde til diskussion af forskningsresultater, før de endelig publiceres i tidsskrifter eller bøger. Det endelige publikationssted for et papir er imidlertid en vigtig indikator for dets faglige kvalitet. Ca. 50 pct. af de Working Papers, der blev offentliggjort i perioden 1999-2002, blev offentliggjort i peer-reviewede akademiske tidsskrifter og 13 pct. i redigerede bøger. Gennemslagskraften af Working Paper-serien kan også måles på antallet af henvisninger til papirerne i andet arbejde. Ifølge statistikken, der er baseret på Research Papers in Economics-databasen, citeres hvert ECB Working Paper i gennemsnit 3,4 gange i akademiske publikationer.

ECBs Generaldirektorat for Forskning har siden november 2004 udarbejdet en forskningsoversigt på engelsk (Research Bulletin), som har været offentligt tilgængelig siden den femte udgivelse i december 2006. Formålet med denne 12-siders oversigt er at informere en bred kreds af fagfolk og ikke-fagfolk om den forskning, som udføres af ECBs stab eller i samarbejde med ECBs stab, og som drejer sig om centralbankrelaterede emner. Mens Working Papers primært henvender sig til fagfolk, tilstræber artiklerne i forskningsoversigten, der er udtryk for de enkelte forfatteres synspunkter, at formidle resultaterne af den nyeste forskning i en kortfattet og lettilgængelig form.

Ud over de ovennævnte publikationer og begivenheder indgik ECB i et samspil med den akademiske verden i årets løb ved at være vært for en række forskningskonferencer og -workshops som fx et kollokvium i marts til ære for Otmar Issing, der dengang var medlem af Direktionen, om "Monetary policy: a journey from theory to practice"; en konference om "Issues related to central counterparty clearing" i april; en workshop om "Corporate finance and monetary policy" i maj; en konference om "Financial globalisation and integration" i juli; netværket Euro Area Business Cycle Networks syvende workshop om "Estimation and empirical validation of structural models for business cycle analysis" i august; en konference om "Monetary policy, asset markets and learning" i november; den fjerde International Research Forum-konference om pengepolitik i december samt den fælles arbejdsmarkedsworkshop med Centre for Economic Policy Research (CEPR) om "Wage and labour cost dynamics", også i december.

6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

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

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

I 2006 fandt Styrelsesrådet to tilfælde, hvor ovennævnte traktatbestemmelser og de dermed forbundne rådsforordninger ikke blev overholdt. Banca d'Italia og Deutsche Bundesbank rapporterede om køb på det primære marked af gældsinstrumenter udstedt af Den Europæiske Investeringsbank (EIB). Den 10. januar 2006 købte Banca d'Italia EIB-obligationer udstedt i amerikanske dollar for 50 mio. dollar i forbindelse med forvaltning af valutareserver. Som led i sine testoperationer med henblik på at indsamle operationel erfaring med gældsinstrumenter udstedt af overnationale institutioner gennemførte Deutsche Bundesbank tre transaktioner på det pri-

mære marked (for 50 mio. dollar den 9. januar 2006; for 15 mio. dollar den 20. april 2006 og for 10 mio. dollar den 16. maj 2006), hvorved den købte EIB-obligationer udstedt i amerikanske dollar for i alt 75 mio. dollar. Da EIB er et fællesskabsorgan, udgør sådanne køb en overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering i medfør af traktatens artikel 101 og Rådets forordning nr. 3603/93/EF. Hvad angår Banca d'Italia, blev EIB-gældsinstrumenterne købt på det primære marked solgt den 8. marts 2006. Deutsche Bundesbank solgte de EIB-gældsinstrumenter, som banken havde købt på det primære marked, den 6. september 2006. Desuden tog begge nationale centralbanker straks skridt til at sikre, at det ikke gentager sig i fremtiden.

6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

I traktatens artikel 105, stk. 4, kræves, at ECB skal høres af de relevante fællesskabsinstitutioner og de ansvarlige nationale myndigheder om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.²⁵ Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted.

ECB vedtog 62 udtalelser i 2006, heraf 10 svar på Rådets høringer og 52 svar på nationale myndigheders høringer, mod 61 høringer i 2005. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2006, findes i bilaget til denne Årsberetning.

Som vedtaget af ECBs besluttende organer i 2005 er udformningen og opbygningen af ECBs udtalelser om forslag til fællesskabslovgivning blevet strømlinet, så udtalelserne er mere brugervenlige og har mere gennemslagskraft.

Nedenstående fem udtalelser fra ECB om forslag til fællesskabslovgivning er navnlig værd at bemærke.

²⁵ Storbritannien og Nordirland er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten (EFT C 191, 29.7.1992, s.18).

Efter ophævelsen af Sloveniens dispensation ifølge den procedure, der er anført i traktatens artikel 122, stk. 2, blev ECB hørt om et forslag til en rådsforordning om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 om indførelse af euroen og om et forslag til en rådsforordning om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 om omregningskurserne mellem euroen og valutaerne i de medlemsstater, der indfører euroen.²⁶

I sin udtalelse om et forslag til et direktiv fra Europa-Parlamentet og Rådet om betalingstjenester i det indre marked og om ændring af direktiv 97/7/EF, 2000/12/EF og 2002/65/EF²⁷ bifaldt ECB dette initiativ til at etablere et omfattende retligt grundlag for betalingstjenester i EU, fremme gennemførelsen af det fælles eurobetalingsområde (SEPA) og bidrage til en harmonisering af adgangskravene til markedet for betalingstjenester. ECB noterede samtidig visse punkter, der krævede yderligere overvejelser, fx betalingsinstitutters modtagelse og indestående af midler med de samme økonomiske og juridiske egenskaber som indlån eller elektroniske penge, visse mangler i den påtænkte regulerings- og tilsynsordning, behovet for en bedre beskyttelse af midler tilhørende brugere af betalingstjenester, manglende kapitaldækningskrav og visse uklarheder i listen over tilladte aktiviteter.

ECB blev også hørt og kom med en udtalelse²⁸ om et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 92/49/EØF²⁹ og direktiverne 2002/83/EF³⁰, 2004/39/EF³¹, 2005/68/EF³² og 2006/48/EF³³, hvad angår procedurereglerne og kriterierne for tilsynsmæssig vurdering af erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor³⁴ (se afsnit 2.2 i kapitel 4).

ECB afgav en udtalelse på eget initiativ³⁵ om et udkast til Kommissionens direktiv om gennemførelse af Rådets direktiv 85/611/EØF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)³⁶ med hensyn til afklaring af bestemte definitioner³⁷. Det var den første udtalelse fra ECB om udkast til gennemførelsesforanstaltninger vedtaget i hen-

hold til komitologien. ECB rådgav om bestemmelserne om pengemarkedsinstrumenters belånbarhed for investeringsinstitutter til investeringsformål og foreslog navnlig, at de samme oplysningskrav skulle gælde for finansielle institutioner, der er underlagt regulering, og for virksomheder, der udsteder pengemarkedsinstrumenter, for at skabe gennemsigtighed og harmonisering på det europæiske marked for pengemarkedsinstrumenter.

Endelig vedtog ECB den 15. februar 2007 en udtalelse³⁸ om forslag til ændring af otte direktiver inden for den finansielle sektor med henblik på at indføre en ny "forskriftsprocedure med kontrol" i komitologiprocedurerne for disse direktiver og at ophæve bestemmelserne vedrørende en tidsbegrænsning for Kommissionens

26 CON/2006/36. ECB blev også hørt af myndigheder fra Slovenien, Estland, Cypern og Malta om den nationale lovgivning, der letter den fremtidige indførelse af euroen i disse medlemsstater (se CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 og CON/2006/43).

27 CON/2006/21.

28 CON/2006/60 af 18. december 2006 (EUT C 27, 7.2.2007, s. 1)

29 Rådets direktiv 92/49/EØF af 18. juni 1992 om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring og om ændring af direktiverne 73/239/EØF og 88/357/EØF (tredje skadesforsikringsdirektiv) (EFT L 228, 11.8.1992, s. 1). Direktiv senest ændret ved direktiv 2005/68/EF (EUT L 323, 9.12.2005, s. 1).

30 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/83/EF af 5. november 2002 om livsforsikring (EFT L 345, 19.12.2002, s. 1). Direktiv senest ændret ved direktiv 2005/68/EF (EUT L 323, 9.12.2005, s. 1).

31 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (EUT L 145, 30.4.2004, s. 1). Direktiv senest ændret ved direktiv 2006/31/EF (EUT L 114, 27.4.2006, s. 60).

32 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/68/EF af 16. november 2005 om genforsikringsvirksomhed og om ændring af Rådets direktiv 73/239/EØF og 92/49/EØF samt direktiv 98/78/EF og 2002/83/EF (EUT L 323, 9.12.2005, s. 1).

33 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning) (EUT L 177, 30.6.2006, s. 1).

34 KOM(2006) 507 endelig.

35 CON/2006/57 af 12. december 2006 (EUT C 31, 13.2.2007, s. 1).

36 Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 375, 31.12.1985, s. 3). Direktiv senest ændret ved direktiv 2005/1/EF fra Europa-Parlamentet og Rådet (EUT L 79, 24.3.2005, s. 3).

37 Kommissionens arbejdsdokument ESC/43/2006.

38 CON/2007/4 af 15. februar 2007 (EUT C 39, 23.2.2007, s. 1).

gennemførelsesbeføjelser. I sin udtalelse understregede ECB, at gennemførelseslovgivning på Lamfalussy-processens niveau 2 udgør "forslag til fællesskabsretsakter" i den betydning, som udtrykket har i artikel 105, stk. 4, i traktaten, hvorefter ECB skal høres.³⁹

ECB blev fortsat hørt af nationale myndigheder om emner vedrørende de nationale centralbanker, især om ændringsforslag til centralbankstatutterne i Belgien, Tjekkiet, Frankrig, Italien, Cypern, Letland, Luxembourg, Ungarn, Malta, Holland, Polen og Slovenien⁴⁰ samt om den nationale lovgivning med henblik på den fremtidige indførelse af euroen.⁴¹ ECB blev hørt af Letland om et lovforslag om ændring af den lettiske forfatning, der skal stadfæste Latvijas Bankas status i forfatningen. ECB så positivt på lovforslaget, men understregede dog vigtigheden af, at de foreslåede ændringer ikke må medføre ændringer i selve Latvijas Bankas status og opgaver, men kun rent forfatningsmæssigt etablerer dens position i hierarkiet af institutioner. ECB blev også hørt af Finland om en ændring af loven om nødbeføjelser⁴². I lighed med sin tidligere udtalelse om sager vedrørende nødbeføjelser⁴³ anbefalede ECB, at lovforslaget blev ændret, således at de beføjelser, der falder ind under ESCBs enekompetence, ikke kan udøves af de nationale myndigheder, såfremt en af de krisesituationer, der er fastlagt i traktatens artikel 297, ikke foreligger.

På det pengepolitiske område blev ECB hørt om reservekravssystemet af Estland, Letland og Slovenien.⁴⁴ ECB understregede i sine udtalelser fordelene ved gradvist at opnå konsistens med ECBs reservekravssystem. ECB bemærkede i denne sammenhæng, at spare og låneforeningerne i Letland efter euroens indførelse ville være underlagt ECBs reservekrav. ECB blev også hørt af de nationale myndigheder om emner vedrørende indførelsen af en samlet liste over sikkerhedsstillelse, navnlig om ændringsforslag til statutterne for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.⁴⁵

Med hensyn til finansielt tilsyn afgav ECB sin første udtalelse på eget initiativ vedrørende ud-

kast til national lovgivning om den hollandske finansministers manglende høring af ECB om anden del af et lovforslag til indførelse af en funktionel tilsynsmodel.⁴⁶ ECB afgav også en udtalelse om et polsk lovforslag til oprettelse af nye institutionelle rammer for tilsyn med bankvirksomhed, kapitalmarkeder, forsikringsvirksomhed og pensionsfonde i Polen.⁴⁷ I overensstemmelse med ECBs tidligere udtalelser om reformer af banktilsyn og finansielt tilsyn fremhævede ECB i udtalelsen centralbankernes involvering i tilsynet og var positiv over for den eksisterende model for tilsyn. Desuden understregede ECB behovet for, at den bankmæssige og finansielle ekspertise blev fastholdt under de nye tilsynsrammer. I en senere udtalelse anbefalede ECB, at Narodowy Bank Polski specifikt fik overdraget hvervet at overvåge systemerne for clearing og afvikling af værdipapirer med den begrundelse, at en sådan overvågningsfunktion er en naturlig del af centralbankernes opgave med at fremme en sund markedsinfrastruktur for derigennem at sikre en effektiv pengepolitik og det finansielle systems overordnede stabilitet.⁴⁸

6.3 FORVALTNING AF FÆLLESSKABETS LÅNEOPTAGELSES- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

Ifølge traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 vil ECB fortsat have ansvaret for forvaltningen af Fællesskabets lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under facilitate-

39 CON/2007/4.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 og CON/2006/58.

41 ECB blev især hørt af myndigheder fra Slovenien, Estland, Cypern og Malta om den nationale lovgivning, der letter den fremtidige indførelse af euroen i disse medlemslande (se CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON 2006/28, CON/2006/29, CON 2006/33 og CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 og CON/2006/41.

45 CON/2006/40.

46 CON/2006/20.

47 CON/2006/15.

48 CON/2006/53.

ten for mellemfristet finansiel støtte. I 2006 udførte ECB ingen forvaltningsopgaver. Der var ingen udestående lån ultimo 2005, og ingen nye tiltag blev iværksat i løbet af 2006.

6.4 EUROSISTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Omfattende tjenesteydelser blev fortsat tilbudt i 2006 under strukturen, der blev fastlagt i januar 2005, for forvaltning af eurosistemets kunders valutareserver i euro. Samtlige tjenesteydelser – der henvender sig til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer – tilbydes på harmoniserede vilkår i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder af centralbanker i eurosystemet (leverandører af eurosistemets tjenesteydelser), der fungerer som dedikerede leverandører af tjenesteydelser. ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at strukturen fungerer gnidningsløst. Antallet af kunder, der fastholdt en forretningsaftale med eurosystemet i 2006, var uændret i forhold til 2005. Med hensyn til tjenesteydelserne sås der en mindre stigning i kundernes samlede beholdninger af kontanter og/eller værdipapirer.



KAPITEL 3

SLOVENIENS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET

I DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I SLOVENIEN

Den 11. juli 2006 vedtog Ecofin-Rådet, at Slovenien kunne indtræde i euroområdet og indføre euroen som sin valuta pr. 1. januar 2007. Rådets beslutning var baseret på de konvergensrapporter, som ECB og Europa-Kommissionen offentliggjorde i maj 2006, en udtalelse fra Europa-Parlamentet og et forslag fra Europa-Kommissionen. Samme dag vedtog Ecofin-Rådet en forordning, der fastsatte den uigenkaldelige omregningskurs mellem den slovenske tolar og euroen. Omregningskursen blev fastsat til SIT 239,640 pr. euro, som var den centralkurs, der blev aftalt ved tolarens indtræden i ERM2 den 28. juni 2004. Tolaren lå tæt på centralkursen over for euroen i hele den periode, hvor den deltog i ERM2, og lå på centralkursen den dag, hvor kursen blev fastlåst.

I gennem de sidste 10 år har Slovenien gjort bemærkelsesværdige fremskridt med hensyn til nedbringelse af inflationen. Fra et udgangspunkt på 8,3 pct. i 1997 aftog stigningen i forbrugerpriserne gradvis til 6,1 pct. i 1999. Efter en midlertidig afbrydelse, som bl.a. skyldtes indførelse af moms, kraftigt stigende indenlandsk efterspørgsel, solid lønvækst og prishop på importsiden, fortsatte faldet efter år 2000, og inflationen nåede 2,5 pct. i 2005. I 2006 lå den gennemsnitlige HICP-inflation stadig på 2,5 pct. trods en forholdsvis høj volatilitet som følge af oliepriserne. Alt i alt har komponenten industrivarer ekskl. energi dæmpet inflationen på det seneste, mens energikomponenterne samt tjenesteydelser har øvet det stærkeste opadrettede pres.

Den aftagende inflation skal ses i lyset af den robuste økonomiske vækst. I de sidste 10 år har den gennemsnitlige vækst i realt BNP været 4,1 pct., hvilket er over gennemsnittet for euroområdet. Mens væksten i realt BNP var noget afdæmpet mellem 2001 og 2003, er den igen tiltaget siden 2004. I 2006 var væksten i realt BNP 5,2 pct. mod 4,0 pct. i 2005 (se tabel 15). Det har medført betydelige fremskridt i den reale konvergens, idet Sloveniens BNP pr. indbygger (målt ved købekraftparitet) er steget fra 65 pct. af euroområdet gennemsnit i 1997 – det højeste niveau blandt de central- og østeuropæiske lande, der blev medlem af EU i maj 2004 – til 78

pct. i 2006. Hvad angår den eksterne udvikling, har Slovenien i gennemsnit haft et samlet underskud på de løbende poster og kapitalposterne på 1,6 pct. af BNP i de sidste 10 år. I 2006 steg dette underskud til 3,4 pct. (fra 2,4 pct. i 2005).

Arbejdsmarkedet har været relativt stabilt i de sidste 10 år, hvor arbejdsløsheden har svinget omkring 6-7 pct. I takt med styrkelsen af den økonomiske aktivitet i 2006 tiltog væksten i beskæftigelsen til 0,6 pct. (fra 0,3 pct. i 2005). Samtidig faldt arbejdsløsheden til 6,0 pct. (fra 6,5 pct. i 2005). Som følge af strukturtilpasning i arbejdsmarkedet i de seneste år er beskæftigelsen steget i servicesektoren, men faldet i fremstillingssektoren. Der er en stigende diskrepans i arbejdsmarkedet mellem efterspørgslen efter højtuddannet arbejdskraft og udbuddet af lavtuddannet arbejdskraft.

Konvergensprocessen blev understøttet af finanspolitikken. Fra 2000 (det første år, hvor sammenlignelige tal for det offentlige underskud er tilgængelige) til 2005 faldt underskuddet som andel af BNP fra 3,8 pct. til 1,4 pct. I 2006 var det offentlige underskud på 1,6 pct., hvilket stort set svarede til det forventede underskud ved opdateringen af konvergensprogrammet i 2005, til trods for højere vækst end forventet og en gunstig udvikling i underskuddet i 2005. Den offentlige gældskvote anslås at være steget lidt fra 28,0 pct. i 2005 til 28,5 pct. i 2006. Ifølge det opdaterede stabilitetsprogram fortsatte den samlede udgiftskvotient med at falde og reduceredes med mere end 0,5 pct. af BNP i 2006. Pensionsudgifterne, der lå på 10,9 pct. af BNP i 2005, er ret høje i forhold til udgifterne i andre EU-lande og forventes at stige betragteligt frem til 2050, så den langsigtede budgeteffekt forventes at være blandt de største i EU.

Konvergensprocessen blev også understøttet af pengepolitikken. I 2001 vedtog Slovenien nye rammer for pengepolitikken, og hovedmålet om prisstabilitet blev inkorporeret i den nye lov om Banka Slovenije. Det tidligere mål for pengemængdevæksten på mellemlangt sigt blev opgivet og erstattet af en pengepolitisk strategi, der hviler på to søjler, nemlig den monetære og real-

økonomiske udvikling. Samtidig blev pengepolitikken suppleret med en valutakurspolitik, der var styret af overvejelser om udækket renteparitet. Det førte til, at tolarren gradvis faldt over for euroen, hvilket gav Banka Slovenije mulighed for at holde renten på et tilstrækkeligt højt niveau til at understøtte en reduktion af inflationen. Efter Sloveniens indtræden i ERM2 den 28. juni 2004 sigtede pengepolitikken mod at holde valutaen stabil over for euroen.

I 2006 var Banka Slovenijes pengepolitik fortsat møntet på at opnå prisstabilitet inden for rammerne af ERM2, samtidig med at valutaen blev holdt stabil over for euroen. Samtidig nedsatte Banka Slovenije gradvis renten for at sikre en smidig overgang til euroen. I januar 2006 lå den pengepolitiske rente på 4,0 pct. I juli, hvor Ecofin-Rådet bekræftede, at Slovenien opfyldte kravene til indførelse af den fælles valuta, havde Banka Slovenije nedsat den pengepolitiske rente til 3,25 pct. I august forhøjede Banka Slovenije renterne med 25 basispoint som svar på ECBs forhøjelse af de officielle renter i samme måned. Den pengepolitiske rente forblev uændret resten

af året. Efter ECBs forhøjelse af de officielle renter i oktober og december var der ved årets udgang overensstemmelse mellem den slovenske pengepolitiske rente og minimumsbudrenten i eurosystemets primære markedsoperationer.

I 2006 fulgte udviklingen i den slovenske 3-måneders pengemarkedsrente udviklingen i centralbankens officielle rentesatser. De slovenske korte renters gradvise konvergens mod euroområdet var i realiteten tilendebragt i oktober. De lange renter havde derimod ligget tæt på niveauet i euroområdet allerede fra midten af 2004, hvilket afspejlede markedets tillid til den generelle udvikling i økonomien og de offentlige finanser i Slovenien samt troværdigheden af den slovenske penge- og valutakurspolitik.

Efter indførelsen af euroen er den største udfordring for Slovenien at føre en passende national politik, så den robuste økonomiske vækst fastholdes, og en høj grad af holdbar konvergens sikres. Eftersom Slovenien ikke længere selvstændigt kan anvende penge- og valutakurspolitikken til at opnå sine økonomiske mål, spiller struktur-

Tabel 15. De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Slovenien

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Vækst i realt BNP	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:</i>										
Indenlandsk efterspørgsel, herunder lagerinvesteringer	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Nettoeksport	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
HICP-inflation	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Lønsum pr. ansat	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
Nominelle enhedslønomsprognoser (hele økonomien)	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Løbende poster plus kapitalposter (i pct. af BNP)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Samlet beskæftigelse	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken ¹⁾	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Offentligt overskud (+)/underskud (-) (i pct. af BNP)	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Offentlig bruttogæld (i pct. af BNP)	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
3-måneders rente (pct. p.a.) ²⁾	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ²⁾	8,7	6,4	4,7	3,8	3,9
Valutakurs over for euroen ²⁾³⁾	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Kilder: ECB og Eurostat.

Anm.: Som følge af ændringer i metodologien og kilderne er den offentlige gæld før 1999 ikke sammenlignelig med gælden fra 1999 og frem, og det offentlige underskud før 2000 er ikke sammenligneligt med underskuddet fra 2000 og frem.

1) Sæsonkorrigeret.

2) Årligt gennemsnit.

3) Indtil udgangen af 1998 er der tale om slovenske tolar pr. ECU.

og finanspolitikken en endnu vigtigere rolle. I den forbindelse er det afgørende at tage fat på de endnu eksisterende strukturelle stivheder i arbejdsmarkedet og at øge fleksibiliteten i produktmarkedet. Det bør tilstræbes, at lønvæksten ligger under produktivitetsvæksten, hvis konkurrenceevnen skal fastholdes. Det kræver fjernelse af den tilbageværende indeksregulering af løn-

ninger og visse overførselsindkomster. En ambitiøs budgetkonsolideringsindsats er afgørende, hvis et eventuelt inflationspres, der er drevet af efterspørgsel, skal undgås i de kommende år. Endelig kræver den igangværende udvikling af de finansielle markeder i Slovenien, som bl.a. hænger sammen med hastig vækst i kreditgivning, effektivt finansielt tilsyn.

Boks 8

STATISTISKE KONSEKVENSER AF UDVIDELSEN AF EUROOMRÅDET MED SLOVENIEN

Med Sloveniens indtræden i euroområdet pr. 1. januar 2007 skal de statistiske serier for euroområdet for anden gang udvides til at omfatte et nyt medlemsland. Udarbejdelsen af statistikker for det udvidede euroområde er blevet koordineret med Europa-Kommissionen, hvor det har været nødvendigt.

Sloveniens indtræden betyder, at residenter i Slovenien er blevet residenter i euroområdet. Det påvirker de statistikker, hvor aggregaterne for euroområdet ikke er en simpel sum af nationale tal, fx monetær statistik, betalingsbalancestatistik og statistik for kapitalbalancen over for resten af verden, samt finansielle poster, idet transaktioner mellem slovenere og andre residenter i euroområdet nu skal konsolideres.

Siden januar 2007 har Slovenien således skullet opfylde alle statistiske krav fra ECB, dvs. levere fuldt harmoniserede og sammenlignelige nationale tal.¹ Eftersom udarbejdelsen af nye statistikker er en langvarig proces, begyndte Banka Slovenije og ECB på de statistiske forberedelser, længe inden Slovenien blev medlem af EU. Banka Slovenije intensiverede sin indsats for at opfylde ECBs krav efter sin indtræden i ESCB og var derfor i stand til at opfylde sine statistiske forpligtelser vedrørende monetære forhold, banksektoren, betalingsbalancen og andre finansielle forhold ved landets indtræden i euroområdet. Desuden skulle Banka Slovenije træffe de nødvendige foranstaltninger til at integrere de slovenske kreditinstitutter i ECBs reservekravssystem og opfylde de nødvendige statistikkkrav.

For de rapporterende virksomheder og nationale centralbanker i de eksisterende eurolande betyder udvidelsen af euroområdet, at de pr. januar 2007 skal rapportere transaktioner (eller betalingsstrømme) og positioner vedrørende residenter i Slovenien som en del af euroområdet og ikke som transaktioner og positioner vedrørende residenter uden for euroområdet.

Desuden har Slovenien og andre eurolande skullet levere bagudrettede tal med tilstrækkelige geografiske oplysninger og sektoroplysninger, der mindst gik tilbage til 2004, som var det år, hvor Slovenien blev medlem af EU.

Hvad angår offentliggørelsen af statistik for euroområdet, har ECB givet brugere onlineadgang til to sæt tidsserier, et med tal for det nuværende euroområde (dvs. inklusive Slovenien) så langt tilbage som muligt, og et, der forbinder de forskellige sammensætninger af euroområdet begynden-

¹ ECBs statistikkkrav opsummeres i dokumentet "ECB statistics: an overview" fra april 2006.

2 JURIDISKE ASPEKTER AF BANKA SLOVENIJES INTEGRATION I EUROSYSTEMET

I henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, gennemgik ECB Banka Slovenijes statutter og anden relevant slovensk lovgivning med henblik på overensstemmelse med traktatens artikel 109. ECBs bedømmelse af den slovenske lovgivnings overholdelse af traktaten og af statuten for ESCB var positiv, jf. konvergensrapporten for Litauen og Slovenien, der blev offentliggjort i maj 2006.

ECB og Banka Slovenije indførte en række retsinstrumenter for at sikre integrationen af Banka Slovenije i eurosystemet pr. 1. januar 2007. Eurosistemets juridiske rammer blev tilpasset som følge af Ecofin-Rådets beslutning af 11. juli 2006 om at ophæve Sloveniens dispensation¹. Indførelsen af euroen i Slovenien og integrationen af Banka Slovenije i eurosystemet krævede også ændringer af visse slovenske retsinstrumenter. Den 30. marts 2006 blev Banka Slovenijes statutter bragt i overensstemmelse med anbefalingerne i ECBs konvergensrapport fra 2004. Slovenien havde hørt ECB vedrørende udkastet til ændringer af Banka Slovenijes statutter den 13. marts 2006. ECB vedtog en udtalelse med forslag til yderligere ændringer. Forslagene afspejledes i den endelige version af Banka Slovenijes statutter.² I løbet af 2006 blev ECB også hørt i forbindelse med andre ændringer af Sloveniens lovgivning inden for områder som bankvæsen³, reservekrav⁴ og sikkerhedsstillelse⁵.

Ecofin-Rådets beslutning af 11. juli 2006 førte til ændringer af Rådets forordning (EF) nr. 974/98 for at bane vej for indførelsen af euroen som Sloveniens valuta⁶ og vedtagelse af Rådets forordning (EF) nr. 1086/2006 om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98, der fastsatte den slovenske tolars uigenkaldelige omregningskurs over for euroen⁷. Rådet hørte ECB vedrørende begge forordninger, og ECB kom med en udtalelse⁸.

For at lette indførelsen af euroen som Sloveniens valuta vedtog ECB to retningslinjer. Retningslinje ECB/2006/10 skulle sikre, at tolarsedler kunne omveksles til eurosedler og -mønter i alle eurolande.⁹ Retningslinje ECB/2006/9 sikrede forhåndsforsyninger af eurosedler og -mønter.¹⁰

Desuden blev ECB hørt i forbindelse med udarbejdelse af national lovgivning vedrørende overgangen til eurosedler og -mønter.¹¹

Hvad angår de juridiske forberedelser til indlemmelsen af Banka Slovenije i eurosystemet, vedtog ECB de nødvendige retsinstrumenter vedrørende indbetaling af den resterende kapital og Banka Slovenijes overførsel af valutaeserver til ECB. I henhold til artikel 27.1, i statuten for ESCB vedtog Styrelsesrådet en henstilling vedrørende Banka Slovenijes eksterne revisorer af årsregnskabet fra og med regnskabsåret 2007.¹² ECB gennemgik sine juridiske rammer og foretog de nødvendige ændringer som følge af Banka Slovenijes medlemskab af eurosystemet pr. 1. januar 2007. Ændringerne omfattede bl.a. fordelingen af euroområdet nationale centralbankers monetære indtægter.¹³ Desuden gennemgik ECB de slovenske bestemmelser, der gennemførte eurosistemets juridiske rammer for pengepolitikken og Target. Slovenske modparter kunne således deltage i eurosistemets primære mar-

1 Rådets beslutning 2006/495/EF af 11. juli 2006 i henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, vedrørende Sloveniens tilslutning til den fælles valuta den 1. januar 2007, EUT L 195, 15.7.2006, s. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Rådets forordning (EF) nr. 1647/2006 af 7. november 2006 om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 om indførelse af euroen, EUT L 309, 9.11.2006, s. 2.

7 Rådets forordning (EF) nr. 1086/2006 af 11. juli 2006 om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 om omregningskurserne mellem euroen og valutaerne i de medlemsstater, der indfører euroen, EUT L 195, 15.7.2006, s. 1.

8 CON/2006/36, EUT C 163, 14.7.2006, s. 10.

9 Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 24. juli 2006 om veksling af sedler efter den uigenkaldelige fastlåsning af vekselkurser i forbindelse med indførelse af euroen (ECB/2006/10), EUT L 215, 5.8.2006, s. 44.

10 Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 14. juli 2006 om visse forberedelser til overgangen til eurosedler og -mønter og om forhåndssubsensendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet (ECB/2006/9), EUT L 207, 28.7.2006, s. 39.

11 CON/2006/29.

12 Den Europæiske Centralbanks henstilling af 9. oktober 2006 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banka Slovenije (ECB/2006/14), EUT C 257, 25.10.2006, s. 19.

13 Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. maj 2006 om ændring af afgørelse ECB/2001/16 af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002 (ECB/2006/7), EUT L 148, 2.6.2006, s. 56.



kedsoperationer fra 3. januar 2007. ECB vedtog også en forordning om overgangsbestemmelser for anvendelsen af mindstereserver efter indførelsen af euroen i Slovenien.¹⁴ Endelig blev ERM2-aftalen¹⁵ med Banka Slovenije opsagt.

14 Den Europæiske Centralbanks forordning af 2. november 2006 om overgangsbestemmelser for Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euro i Slovenien (ECB/2006/15), EUT L 306, 7.11.2006, s. 15.

15 Aftale af 21. december 2006 mellem Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om ændring af aftalen af 16. marts 2006 mellem Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om fastlæggelse af de operationelle procedurer for en valutakursmekanisme i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, EUT C 14, 20.1.2007, s. 6.

3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF BANKA SLOVENIJES INTEGRATION I EUROSYSTEMET

Efter Ecofin-Rådets beslutning af 11. juli 2006 om Sloveniens indførelse af euroen pr. 1. januar 2007 gennemførte ECB de tekniske forberedelser til at integrere Banka Slovenije fuldstændig i eurosystemet. I overensstemmelse med traktatens bestemmelser indtrådte Banka Slovenije i eurosystemet med nøjagtig samme rettigheder og forpligtelser som de nationale centralbanker i de EU-lande, der allerede havde indført euroen.

De tekniske forberedelser til integrationen af Banka Slovenije i eurosystemet blev gennemført i tæt samarbejde med Banka Slovenije og – når det var påkrævet – i multilateralt samarbejde med euroområdet 12 nationale centralbanker. Forberedelserne dækkede en lang række områder, ikke mindst finansiel rapportering og regnskabsførelse, pengepolitiske operationer, styring af valutareserven og valutaoperationer, betalingsformidling, statistik og fremstilling af pengesedler. På det operationelle område var der tale om omfattende test af instrumenter og procedurer til gennemførelse af pengepolitik og valutaoperationer.

3.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Sloveniens indførelse af euroen den 1. januar 2007 betød, at kreditinstitutter i Slovenien blev underlagt eurosystemets reservekrav pr. samme dato. Eftersom den 1. januar 2007 faldt midt i reservekravsperioden fra 13. december 2006 til 16. januar 2007, var det nødvendigt at indføre overgangsbestemmelser vedrørende reservekrav i Slovenien i denne reservekravsperiode. Der var også behov for overgangsbestemmelser vedrørende beregning af reservegrundlaget for de slovenske modparter. Oversigten over de 27 slovenske kreditinstitutter, der ville blive underlagt eurosystemets reservekrav, blev for første gang offentliggjort på ECBs websted den 29. december 2006.

Sloveniens indtræden i euroområdet øgede de samlede reservekrav for euroområdet kreditinstitutter med 0,3 mia. euro. De autonome likviditetsfaktorer på Banka Slovenijes balance bidrog i gennemsnit med en samlet likviditet på 3,5 mia. euro i perioden fra 1. til 16. januar 2007. For at få

det fulde overblik over likviditetseffekten af Sloveniens indtræden skulle der tages højde for, at nogle af de pengepolitiske operationer, som Banka Slovenije gennemførte i 2006, ikke trådte i kraft før 2007. Det gjaldt fx visse tidsindsud fra modparter og gældsbeviser udstedt af Banka Slovenije. Den gennemsnitlige værdi af disse instrumenter var 2,3 mia. euro i perioden fra 1. til 16. januar 2007. Det gennemsnitlige likviditetsoverskud, som Slovenien netto tilførte euroområdet i denne periode, var derfor 0,9 mia. euro.

ECB tog højde for påvirkningen af likviditetsforholdene i euroområdet ved at justere tildelingsbeløbene i de primære markedsoperationer fra begyndelsen af 2007.

Den 1. januar 2007 indførte Banka Slovenije også eurosystemets samlede rammer for sikkerhedsstillelse og indrapporterede belånbare slovenske aktiver til en værdi af 6,3 mia. euro. Disse aktiver var med på den oversigt over belånbare aktiver, der blev offentliggjort på ECBs websted den 29. december 2006, og blev belånbare i forbindelse med eurosystemets kreditoperationer pr. 1. januar 2007.

3.2 BIDRAG TIL ECBs KAPITAL, RESERVER OG VALUTARESERVEAKTIVER

Ved sin indtræden i ESCB den 1. maj 2004 indbetalte Banka Slovenije 7 pct. af sin andel af ECBs kapital som et bidrag til ECBs driftsomkostninger. I overensstemmelse med artikel 49 i statuten for ESCB indbetalte Banka Slovenije sin resterende del den 1. januar 2007. Banka Slovenijes samlede indbetalte kapital udgør 18,4 mio. euro, svarende til 0,3194 pct. af ECBs tegnede kapital på 5,761 mia. euro pr. 1. januar 2007.

Primo 2007 overførte Banka Slovenije i overensstemmelse med artikel 30 og artikel 49, stk. 1, i statuten for ESCB på pro rata-basis valutareserveaktiver (191,6 mio. euro) til ECB i forhold til sin kapitalandel og de valutareserveaktiver, andre nationale centralbanker i euroområdet

allerede havde overført til ECB. 15 pct. af den samlede overførsel var i guld og 85 pct. i aktiver denomineret i amerikanske dollar. Banka Slovenije og Banque centrale du Luxembourg forvalter den dollardenominerede portefølje på vegne af ECB og står dermed for ECBs første valutareserveportefølje under delt forvaltning. I forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB krediteredes Banka Slovenije en fordring i euro på ECB.

4 OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I SLOVENIEN

Den 1. januar 2007 indførte Slovenien eurosedler og -mønter. Efter en periode på to uger, hvor landet havde to valutaer i omløb, havde euroen fuldstændig erstattet de gamle slovenske tolar-sedler og -mønter.

Som forberedelse til Sloveniens indtræden i euroområdet vedtog Styrelsesrådet den 14. juli 2006 en retningslinje om visse forberedelser til overgangen til eurosedler og -mønter og om forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet.¹⁶ Denne retningslinje, som i det store og hele afspejler de juridiske rammer for overgangen til eurosedler og -mønter i 2002, dannede grundlag for Banka Slovenijes nationale rammer på området.

Banka Slovenije etablerede de juridiske rammer for aktører, der medvirkede til forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter i Slovenien. Desuden blev der udarbejdet procedurer og metoder til ombytning af tolar-sedler og -mønter til eurosedler og -mønter og fastlagt krav til transport, opbevaring, fysisk sikkerhed, sikkerhedsstillelse og statistisk overvågning.

For at gøre klar til overgangen til eurosedler og -mønter og til dækning af det anslåede nationale behov i hele 2007 forsynede eurosystemet Banka Slovenije med i alt 94,5 mio. eurosedler med en samlet pålydende værdi på 2.175 mio. euro fra sine lagre. Af geografiske og logistiske årsager foretog Oesterreichische Nationalbank den fysiske levering på vegne af eurosystemet. Efter en offentlig udbudsrunde fik den finske møntfabrik, Rahapaja, til opgave at fremstille de slovenske euromønter. I alt blev der fremstillet 296,3 mio. euromønter med en samlet pålydende værdi på 104 mio. euro.

Banka Slovenije påbegyndte forhåndsudsendelsen af euromønter til kreditinstitutter den 25. september 2006 og af eurosedler den 29. november 2006. Forhåndsvideresendelse, dvs. kreditinstitutternes distribution af eurosedler og -mønter til professionelle tredjeparter (fx detailforretninger og kontantautomatsektoren), fandt sted i

løbet af december. Samtidig blev der pakket 150.000 begyndersæt à 201 euro med euromønter til detailforretninger og 450.000 euromøntsæt à 12,52 euro til private husholdninger for at sikre en stor udbredelse af mønterne inden deres lancering. Ved udgangen af 2006 havde Banka Slovenije forsynet bankerne med alle de eurosedler og -mønter, der skulle bruges i forbindelse med overgangen, så processen kunne forløbe smidigt og hurtigt.

En anden faktor, som bidrog til en effektiv overgang til eurosedler og -mønter, var den hurtige omstilling af kontantautomater og salgsterminaler: Alle offentligt tilgængelige kontantautomater og salgsterminaler blev omstillet den første dag. Salgsautomater blev omstillet inden for 15 dage.

Ifølge artikel 52 i statuten for ESCB skal Styrelsesrådet træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre, at pengesedler i valutaer, der er uigenkaldeligt fastlåst til euroen, omveksles af de nationale centralbanker i euroområdet til pålydende værdi. I overensstemmelse med dette krav, og efter vedtagelsen af Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 24. juli 2006 om veksling af sedler efter den uigenkaldelige fastlåsning af vekselkurser i forbindelse med indførelse af euroen (ECB/2006/10)¹⁷, sørgede de nationale centralbanker i euroområdet i de første to måneder af 2007 for, at pengesedler i tolar op til en værdi af 1.000 euro pr. person/transaktion pr. dag kunne veksles til euro til pålydende værdi mindst ét sted i deres respektive lande. Banka Slovenije veksler tolar-sedler i en ubegrænset periode og tolar-mønter i 10 år.

INFORMATIONSKAMPAGNEN VEDRØRENDE EUROENS INDFØRELSE

I 2006 tilrettelagde ECB i samarbejde med Banka Slovenije en informationskampagne op til indførelsen af euroen i Slovenien den 1. januar 2007. Formålet var at gøre kontanthåndterende virksomheder og offentligheden fortrolige med,

¹⁶ EUT L 207, 28.7.2006, s. 39.

¹⁷ EUT L 215, 5.8.2006, s. 44.

hvordan eurosedlerne og -mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå. Som led i kampagnen fremstillede ECB over 700.000 informationsfoldere om eurosedler og -mønter, der sammen med en lommeregner fra Banka Slovenije blev husstandsomdelt i Slovenien. Der blev uddelt plakater og en folder i kreditkortformat, som viste eurosedlernes sikkerhedselementer. Ligeledes blev der udsendt retningslinjer til dem, der regelmæssigt håndterer kontanter i forbindelse med deres arbejde. Endelig fik det slovenske erhvervsliv førstehåndsinformation om eurosedlernes og -mønternes udseende og sikkerhedselementer til brug i forbindelse med deres eget informationsmateriale. ECB afholdt et 2-dages seminar for repræsentanter for de slovenske medier, hvor der blev givet udførlig orientering om ECBs og eurosystemets opbygning, ansvarsområder og aktiviteter. Efterfølgende arrangerede Banka Slovenije i samarbejde med ECB "Euro Conference Slovenia 2007" for at udveksle erfaringer og fremme dialogen om de økonomiske konsekvenser af indførelsen af euroen og overgangen til eurosedler og -mønter. På konferencen, der blev holdt den 15. januar 2007, deltog repræsentanter for erhvervslivet, offentlige myndigheder og medierne.



KAPITEL 4

FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

I FINANSIEL STABILITET

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

1.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

ECB analyserer i samarbejde med ESCBs Banktilsynskomite (BSC) risiciene for finansiel stabilitet for at vurdere det finansielle systems modstandsdygtighed over for stød.¹ Bankerne er i fokus, da de fortsat er de vigtigste formidlere af kapital og som sådan er en af de væsentligste smitteveje for risici i det finansielle system. Eftersom andre finansielle institutioner og markeder og deres forbindelser til bankerne får større og større betydning, omfatter ESCBs overvågning også sårbarheder i disse komponenter i det finansielle system.

KONJUNKTURUDVIKLINGEN

I 2006 forbedredes de finansielle forhold yderligere for de finansielle institutioner i euroområdet ud over de forbedringer, der er sket siden 2003. De finansielle institutioner nød godt af de favorable makroøkonomiske og finansielle forhold trods den begyndende stramning af de globale likviditetsforhold. For forsikringsselskaberne skyldtes den positive udvikling desuden, at der ikke forekom store naturkatastrofer. De finansielle institutioner i euroområdet er blevet betydeligt mindre sårbare over for udviklingen i kraft af deres fortsat positive resultater, og udsigterne er stadig gunstige, om end der fortsat er visse risici. Til trods for en vis genopretning af balancen mellem internationale vækstmønstre og olieprisernes seneste fald kan de betydelige globale finansielle ubalancer stadig medføre risici på mellemlangt sigt. Desuden kan risikoen for en negativ udvikling i kredittcyklussen samt en brat afvikling af gældsfinansierede spekulative positioner være øget. Samtidig er bankerne i euroområdet blevet mere eksponeret over for kreditrisiko som følge af øget udlån, trods deres dækning med produkter, som overfører kreditri-

sikoen. Nogle banker er blevet mere eksponerede over for kortfristet gældsfinansiering, navnlig vedrørende kapitalfonde, hvor konkurrence om de stadig større transaktioner kan have medført et pres på bankernes kreditstandarder. Endelig kan den vedvarende lave volatilitet på de finansielle markeder også have tilskyndet bankerne til at øge deres positioner i forskellige aktivklasser, hvorved deres eksponering for markedsrisici også er steget. I den forbindelse har bankernes øgede brug af nye, komplekse finansielle instrumenter på engrosmarkedet medført nye modpartsrisici vedrørende juridiske forhold og omdømme.

Rentabiliteten for de store banker i euroområdet styrkedes yderligere i 2006. Selv om den aktuelle vurdering er påvirket af forskelle i indførelsen af IFRS-standarderne (International Financial Reporting Standards) mellem bankerne i euroområdet, er det dog stadig muligt at sammenligne vigtige nøgletal, og tallene for rentabilitet indikerer en bredt funderet forbedring. Den forbedrede rentabilitet kunne hovedsagelig tilskrives kraftig vækst i udlån til både husholdninger og ikke-finansielle selskaber, mens væksten i nettorenteindtægterne blev dæmpet af vedvarende pres på rentemarginerne samt den flade rentekurve. Indtægter fra gebyrer og provisioner samt handelsindtægter bidrog også til indtægtsvæksten. Den forbedrede rentabilitet kunne desuden tilskrives fortsat omkostningskontrol og hensættelser, som nåede et nyt historisk lavpunkt på grund af bankernes forbedrede risikostyring og de meget gunstige kreditforhold. Trods flere bankers forventninger om en forværring af kreditforholdene på kort sigt er de fleste store banker i euroområdet godt rustet til at absorbere den gradvise stigning i hensættelserne.

Solvensprocenten for bankerne i euroområdet faldt en smule i 2006 som følge af en stærk stig-

¹ Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort en halvårlig rapport om stabiliteten for euroområdets finansielle system med titlen "Financial stability review". I 2006 offentliggjorde ECB også den femte udgave af "EU banking sector stability" og "EU Banking Structures", som indeholder de vigtigste resultater af BSCs regelmæssige overvågning af banksektorens struktur og stabilitet. Disse publikationer findes på ECBs websted.

ning i risikovægtede aktiver. Bankernes solvens var dog fortsat solid og lå et godt stykke over lovkravet. Det kunne tilskrives indtægtsvækst i de foregående tre år, som har understøttet en betydelig opbygning af intern kapital, og tilbageholdt overskud.

Ifølge den seneste vurdering fra det europæiske forsikringstilsyn forstærkede stigningen i rentabiliteten i euroområdet forsikringssektor i 2006. Forbedringen af forsikringssektorens finansielle forhold begyndte i 2004. På det seneste har livsforsikringselskaber oplevet kraftigere vækst i de samlede realpræmier end skadesforsikringselskaber. Den positive udvikling i livsforsikringselskaberne kan tilskrives et stærkt salg af unit link-produkter på baggrund af stigende aktiekurser samt stigende salg af mere traditionelle produkter. Præmiévæksten kan også tilskrives den betydelige omstrukturering af markedet for livsforsikring i euroområdet, hovedsagelig som følge af skattereformer og en stigning på længere sigt i forsikringssektorens udbredelse i økonomien. Inden for skadesforsikring er der præmiestigninger, der bidrog til væksten i de foregående år, aftaget i den seneste tid. Det afspejler hovedsagelig kraftig konkurrence i sektoren. Pensionskassernes finansielle stilling forbedredes yderligere, men var stadig negativt påvirket af de lave obligationsrenter i 2006.

Den globale hedgefond- og kapitalfondsektor oplevede fortsat vækst i 2006. Efter en nettoudstrømning fra hedgefondsektoren i 4. kvartal 2005 sås en samlet nettotilstrømning i 1. halvår 2006, som steg til et niveau tæt på toppunktet i 2004. Nogle hedgefonde, navnlig dem med retningsstrategier (som er baseret på forventninger om, hvordan markedet vil udvikle sig), oplevede finansielle tab, hovedsagelig som følge af uroen på de finansielle markeder i maj og juni 2006 samt en ugunstig udvikling på naturgasmarkedet i august og september. Sektoren som helhed leverede dog fortsat positive afkast.

DEN STRUKTURELLE UDVIKLING

Den strukturelle udvikling i banksektoren kan påvirke hele det finansielle systems karakter og stabilitet. De langsigtede tendenser med hensyn



til konsolidering, integration og internationalisering i EUs banksektor fortsatte i hele 2006. Denne udvikling kan komme kunderne til gode i form af øget konkurrence, bedre serviceydelser samt innovation, men udviklingen kan samtidig indebære en risiko for, at finansiell uro spredes lettere over grænserne. Selv om tendenserne ses i de fleste medlemslande, er der betydelige forskelle mellem landene, navnlig med hensyn til konsolidering, som især kan observeres i de mere modne økonomier.

Konsolideringen, fx det aftagende antal kreditinstitutter, faldt sammen med et stigende antal grænseoverskridende fusioner og virksomhedsovertagelser i EUs banksektor i 2005 og 1. halvår 2006. Afslutningen af flere store transaktioner og øget aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser kan være tegn på, at den faldende tendens siden 2000 er ophørt. De seneste grænseoverskridende fusioner og virksomhedsovertagelser har desuden i stigende grad omfattet formidlingsvirksomheder i detailmarkedet.

Samtidig med den vedvarende vækst i bankernes aktiver observeredes en vis disintermediation, eftersom andre finansielle formidlers (fx forsikringselskaber, investeringsfondes og pensionskassers) aktiver også er steget betydeligt. Bankerne er tilsyneladende ved at tilpasse sig denne udvikling ved at øge de aktiviteter, som giver

gebyrindtægter, herunder investeringsbankvirksomhed og kapitalforvaltning. Det har medført en spredning af indtægtskilderne, hvilket kan bidrage til lavere risiko og mere stabile indtjening. Kanalisering af risikoen fra bankerne over til andre finansielle formidlere, der ofte er mindre regulerede, kan imidlertid også øge den overordnede usikkerhed med hensyn til risiko.

Den aktuelle demografiske udvikling i EU har stor betydning og kan også påvirke banksektoren. Ændringer i levetiden, fødselsrater og ind- og udvandring kan medføre et nedadrettet pres på nøgletallet for bankernes formidling samt efterspørgslen efter forbrugerkredit og realkredit og dermed føre til lavere nettorenteindtægter. Bankerne kan reagere ved at tilbyde nye produkter, der er målrettet mod ældre kunder, samt kapitalforvaltnings- og rådgivningsydelser og således øge andre indtægter. De kan også sprede deres aktiviteter internationalt og blive mere aktive i vækstmarkedsøkonomier med en anderledes befolkningsstruktur.

Indskud fra kunder udgør fortsat størstedelen af finansieringen for bankerne i EU, selv om der ses en større spredning både på sektorplan og geografisk plan. Markedsføringen af flere og flere komplekse indskudsinstrumenter til en bred investorkreds kan øge bankernes risiko for tab af omdømme. Der har været et lille skift i retning af (hovedsagelig kortfristet) markedsfinansiering, mens bankerne i stigende grad benytter fx realkreditobligationer og securitisation. Sådanne instrumenter giver stordriftsfordele, men er dyrere end finansiering via indskud. Endvidere ses en stigende tendens til centralisering af likviditetsstyringen i koncerner, hvilket har klare fordele i form af mere effektive interne kapitalstrømme, men også kan øge den koncerninterne eller grænseoverskridende afsmitningsrisiko.

1.2 SAMARBEJDE I FINANSIELLE KRISESITUATIONER

EUs rammer for samarbejde mellem kompetente myndigheder om styring af finansielle kriser blev yderligere styrket i 2006. Ved kapitalkravs-direktivet, der blev vedtaget i juni 2006, gen-

nemføres de reviderede kapitalkrav for kreditinstitutter og investeringselskaber i EU-lovgivningen. Direktivet indeholder en række bestemmelser, som direkte vedrører nødsituationer. Navnlig specificeres udvekslingen af information mellem de myndigheder, der kan være involveret i grænseoverskridende kriser, herunder tilsynsmyndigheder og centralbanker.

Banktilsynskomiteen og Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) nåede et godt stykke videre i arbejdet med at identificere centralbanker og tilsynsmyndigheders praksis med hensyn til informationsudveksling og samarbejde i tilfælde af en finansiell krise på tværs af grænserne. Formålet med arbejdet er at forbedre de eksisterende ordningers funktion samt at afklare, hvor der er behov for yderligere forbedringer.

For at øge forståelsen af den praktiske gennemførelse af EU-ordningerne blev der holdt flere kriseøvelser. I april 2006 foranstaltede Det Økonomiske og Finansielle Udvalg en kriseøvelse i hele EU for at teste den aftale (memorandum of understanding), der var blevet indgået i 2005.² ESCB bidrog til forberedelsen og udførelsen af øvelsen.

Euroområdet centralbanker gennemførte desuden kriseøvelser for at teste eurosystemets evne til effektivt at håndtere en finansiell krise med potentielle grænseoverskridende og systemiske konsekvenser. Den seneste øvelse fandt sted i maj 2006 og vedrørte udførelse af pengepolitiske operationer, overvågning af markedsstrukturene og disses funktion samt sikring af finansiell stabilitet. På baggrund af den høje grad af finansiell integration i euroområdet lagde øvelsen særlig vægt på forbindelserne mellem de finansielle institutioner, markeder og markedsinfrastrukturer i både et nationalt og et grænseoverskridende perspektiv. Øvelsen bekræftede, at eurosystemet er rustet til at håndtere potentielt systemiske hændelser, der kan påvirke det finansielle system i euroområdet.

² Se endvidere ECB Årsberetning 2005, s. 116-117.

2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

2.1 GENERELLE EMNER

Den 5. december 2005 offentliggjorde Europa-Kommissionen hvidbogen om finansielle tjenesteydelser 2005-2010. I hvidbogen beskrives Kommissionens politik for finansielle tjenesteydelser på mellemlangt sigt. Hvidbogen, der udstikker rammen for Kommissionens politiske program på området for finansielle tjenesteydelser på mellemlangt sigt, har til formål at styrke integrationen i EUs finansielle sektor ved dynamisk konsolidering af de lovgivningsmæssige rammer, der allerede er gennemført ved handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser. Eurosystemet tilsluttede sig hvidbogens overordnede målsætning i sit høringssvar til Kommissionen om hvidbogen.³ Nu hvor hvidbogen er ved at blive gennemført, vil ECB fortsætte samarbejdet med Kommissionen og holde øje med dens politiske dagsorden samt sikre, at eurosystemet inddrages rettidigt inden for sine kompetenceområder. Desuden vil ECB yde teknisk støtte til Kommissionens tiltag, der kan berøre den finansielle stabilitet og integrationen af de finansielle markeder i EU.

Hvad angår Lamfalussy-proceduren⁴, blev Kommissionen og Europa-Parlamentet enige om at revidere komitologiprocedurene (det system af udvalg, som EU-retsakter skal igennem), hvorved Europa-Parlamentet får kontrol med Kommissionens tiltag til gennemførelse af niveau 1-rammelovgivning. Dermed kan Lamfalussy-udvalgene fortsat bidrage effektivt til EU-lovgivningsprocessen for finansielle tjenesteydelser.⁵ Ecofin-Rådets vedtagelse af anbefalingerne fra Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser (FSC)⁶ vil medføre yderligere udvikling af de eksisterende tilsynsredskaber for at kunne udnytte Lamfalussy-proceduren fuldt ud. I den forbindelse fortsatte CEBS arbejdet med gennemførelsen af kapitalkravsdirektivet med henblik på at opnå konvergens mellem tilsynsmyndighederne i praksis. Endvidere fokuserede Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) på at opnå effektiv konvergens mellem tilsynsmyndighederne i værdipapirsektoren (niveau 3).

Den 23. oktober 2006 offentliggjorde ECB en rapport, som gav overblik over de seneste ændringer i tilsynssystemet i de daværende 25 EU-lande og de to tiltrædende lande.⁷ Rapporten belyste flere tendenser. For det første er der en tendens til konsolidering blandt tilsynsmyndigheder på nationalt plan med henblik på effektivisering. Sammenlægning af tilsynsopgaver kan bl.a. skyldes de udviskede grænser mellem finansielle sektorer eller et forholdsvis lille finansielt marked. Medlemslandene anvender ikke alle den samme tilsynsmodel. De forskellige institutionelle strukturer afspejler særlige nationale forhold. For det andet spiller centralbanker en rolle i næsten alle nationale tilsynssystemer. I nogle tilfælde har centralbanken direkte tilsynsansvar eller har indgået samarbejdsaftaler med de nationale tilsynsmyndigheder om at varetage visse tilsynsopgaver. I en række lande har effektiviseringsprocessen medført deling af resurser mellem centralbanken og tilsynsmyndigheden. Endelig er næsten alle medlemslande på vej mod formelle aftaler om samarbejde og informationsudveksling mellem centralbanker og banktilsynsmyndigheder. Ordninger, der omfatter overordnet politik eller krisestyring, inddrager ofte landets finansministerium.

3 Se ECB Årsberetning 2005, s. 118.

4 "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", 15. februar 2001. Rapporten findes på Europa-Kommissionens websted. Se endvidere ECB Årsberetning 2003, s. 111. Lamfalussy-proceduren indebærer fire niveauer for vedtagelse af lovgivning om værdipapirer, bankvirksomhed og forsikring. Niveau 1 består af rammeprincipper i form af direktiver eller forordninger, der vedtages ved den normale procedure for EU-lovgivning. Niveau 2 vedrører gennemførelse af detaljerede tiltag efter niveau 1-rammeprincipperne. Niveau 3 består af forbedret samarbejde og netværksvirksomhed blandt EUs tilsynsmyndigheder for at sikre konsekvent og ligeværdig gennemførelse af niveau 1- og niveau 2-lovgivning. Niveau 4 består af styrket håndhævelse, især Kommissionens tiltag til håndhævelse af EU-lovgivningen, samt forbedret samarbejde mellem medlemslandene, deres myndigheder og den private sektor.

5 Se Rådets afgørelse af 17. juli 2006 om ændring af afgørelse 1999/468/EF, EUT L 200, 22.7.2006, s. 11.

6 "Report on financial supervision", Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser (FSC), februar 2006.

7 Der blev udført en tilsvarende undersøgelse i 2003. Begge rapporter findes på ECBs websted.

2.2 BANKVIRKSOMHED

I 2006 fortsatte ECB med at bidrage til arbejdet i CEBS og Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) ved at deltage i de vigtigste udvalg og visse undergrupper. Efter at begreberne i de reviderede rammer for "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards" ("Basel II") var blevet defineret, besluttede Baselkomiteen i maj 2006 at lade de kvantitative parametre være uændrede, hvorved arbejdet med at revidere rammerne var afsluttet. Beslutningen byggede på resultaterne af den femte kvantitative effektundersøgelse ("QIS 5"), som Baselkomiteen havde iværksat med henblik på indsamling af data for at kunne vurdere, hvordan de reviderede kapitaldækningsregler virker på bankerne. CEBS spillede en fremtrædende rolle i udførelsen af QIS 5 på EU-niveau. Alt i alt var resultaterne af QIS 5 i overensstemmelse med rammernes incitamentsstruktur, som tilskynder kreditinstitutterne til at indføre mere avancerede metoder til beregning af deres kapitalkrav.

Kapitalkravsdirektivet blev vedtaget i juni 2006 og gennemførte de reviderede kapitaldækningsregler i EU-lovgivningen. Basel II er således fuldt gennemført i EU-lovgivningen, og de reviderede kapitaldækningsregler, inklusive anvendelse af mere avancerede beregningsmetoder, træder fuldt ud i kraft i EU fra januar 2008. Fra og med januar 2007 kan kreditinstitutterne allerede benytte de mindre avancerede metoder til beregning af kapitalkravene med hensyn til kreditrisiko og operationel risiko. I USA gælder den anden overgangsordning end i EU for den planlagte gennemførelse af rammerne, idet kun de mest avancerede beregningsmetoder bliver mulige for bankerne, og det sker et år senere. ECB overvåger fortsat udviklingen med henblik på at vurdere eventuelle konsekvenser for banksektoren i EU.

Den 18. december 2006 fremsatte ECB en udtalelse om Kommissionens forslag om at ændre de eksisterende rammer for tilsynsmæssig vurdering af erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor.⁸ Formålet med forslaget er at afklare procedurereglerne og vurderingskri-

terierne. ECB hilste forslaget velkommen som et vigtigt tiltag til sikring af, at vurderingerne baseres på rent tilsynsmæssige kriterier, er gennemsigtige for markedsdeltagerne og gennemføres konsistent i de forskellige lande. Samtidig gav ECB udtryk for en række bekymringer vedrørende visse elementer i forslaget. Især foreslog ECB, at der bør være større overensstemmelse mellem vurderingskriterierne og de kriterier, som lægges til grund under tilladelsesproceduren, og at det specificeres, at det institut, der er målet for erhvervelsen, forventes at overholde alle gældende tilsynsmæssige krav. Desuden foreslog ECB Kommissionen, i tæt samarbejde med tilsynsmyndighederne, at tage tidsfristerne op til fornyet overvejelse for at sikre forsvarlige og velbegrundede beslutninger.

2.3 VÆRDIPAPIRER

De nye regler for værdipapirsektoren som led i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser blev færdiggjort i 2006 med vedtagelsen af udestående niveau 2-gennemførelsesforanstaltninger vedrørende direktivet om markeder for finansielle instrumenter og gennemsigtighedsdirektivet. Endvidere vedtog Kommissionen i begyndelsen af 2007 et niveau 2-direktiv til afklaring af visse bestemmelser i Rådets direktiv 85/611/EØF vedrørende aktiver, der kan besiddes af institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter). Det sikrer konsistent gennemførelse og fortolkning af lovgivning om investeringsinstitutter i hele EU. I lyset af disse foranstaltningers betydning for integrationen af de finansielle markeder i Europa samt den finansielle stabilitet har ECB nøje fulgt og bidraget til arbejdet på dette område gennem sin deltagelse i Det Europæiske Værdipapirudvalg.

Eurosystemet vurderede regelmæssigt, hvorvidt de niveau 2-gennemførelsesforanstaltninger, der skulle vedtages af Kommissionen, faldt inden for ECBs rådgivningskompetence, så der eventuelt kunne blive tale om en formel udtalelse fra ECB.

⁸ CON/2006/60.

ECB vedtog en udtalelse om ovennævnte direktiv om aktiver, der kan besiddes af investeringsinstitutter, eftersom direktivforslaget indeholdt bestemmelser, som kan påvirke de europæiske pengemarkeders funktion og dermed gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet.

Efter Europa-Kommissionens offentlige høring i 2005 om en grønbog, som eurosystemet bidrog til, samt arbejdet i markedsekspertergrupper, som ECB deltog i, offentliggjorde Kommissionen i november 2006 en hvidbog om forbedring af EU-rammerne for investeringsfonde. Den indeholder en række foranstaltninger til forenkling af forholdene for investeringsforeninger, bl.a. målrettet tilpasning af direktivet om investeringsinstitutter med henblik på at forenkle de eksisterende regler, der giver mulighed for at markedsføre investeringsfonde i hele EU, give investeringsinstitutter og deres ledelse mere frihed, og forbedre tilsynssamarbejdet. ECB tilslutter sig i store træk målsætningerne og foranstaltningerne i Kommissionens hvidbog.

2.4 REGNSKABSPRINCIPPER

I årets løb bidrog ECB fortsat til arbejdet med regnskabsprincipperne gennem sin deltagelse i regnskabsgrupper under Baselkomiteen og Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) samt i Standards Advisory Council under IASB (International Accounting Standards Board).

I overensstemmelse med beføjelsen til at vurdere den lovgivnings- og tilsynsmæssige udvikling ud fra betydningen for finansiell stabilitet udarbejdede Banktilsynskomiteen (BSC) en rapport om vurdering af regnskabsprincipper.⁹ Et centralt element i rapporten er indførelsen for nylig af nye IFRS-baserede regnskabsprincipper i Europa og en analyse af, hvilken betydning det kan få for banksektoren og andre finansielle virksomheder, samt hvorvidt det er hensigtsmæssigt i forhold til den finansielle stabilitet i hele systemet. Grundtanken er, at regnskabsprincipper har betydning for finansiell stabilitet, og at de om muligt bør bidrage effektivt til at styrke den yderligere. I rapporten beskrives 10 gene-

relle benchmarkkriterier for vurdering af regnskabsstandarder. På grundlag af en analyse af, hvorvidt IFRS opfylder disse kriterier, identificeres de positive aspekter ved visse elementer af IFRS samt betænkeligheder og mulige forbedringer ud fra hensynet til finansiell stabilitet. Forslagene fokuserer på tre hovedområder, nemlig pålideligheden af dagsværdi, det økonomiske grundlag for afdækningsprincipper samt hensættelser vedrørende kreditrisiko.

⁹ Rapporten findes på ECBs websted.

3 FINANSIEL INTEGRATION

Eurosystemet er stærkt interesseret i finansiell integration i Europa, da et velintegreret finansielt system fremmer en smidig og effektiv pengepolitisk transmission i euroområdet og har betydning for, at eurosystemet kan opretholde finansiell stabilitet. Finansiell integration bidrager også til, at betalings- og clearingsystemerne kan fungere effektivt og problemfrit. Finansiell integration, som er et prioriteret fællesskabsmål, kan endvidere bidrage til at fremme udviklingen af det finansielle system og øge potentialet for økonomisk vækst.

Eurosystemet skelner mellem fire typer af aktiviteter i sin indsats for at fremme finansiell integration i Europa: i) oplysning om og overvågning af den finansielle integration, ii) katalysering af aktiviteter i den private sektor gennem kollektiv handling, iii) rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og direkte regelfastsættelse samt iv) levering af centralbankydelse, der også fremmer finansiell integration. ECB fortsatte sine aktiviteter inden for alle fire områder i 2006.

OPLYSNING OM OG OVERVÅGNING AF DEN FINANSIELLE INTEGRATION

I september 2006 offentliggjorde ECB en rapport om indikatorer for finansiell integration i hovedsegmenterne i euroområdets finansielle system.¹⁰ Rapporten udvidede den analyse, som blev foretaget i 2005, navnlig ved at inkludere yderligere indikatorer vedrørende banker og finansielle infrastrukturer. Analysen af bankmarkederne er blevet forbedret, idet den er blevet udbygget med indikatorer for tilstedeværelsen af grænseoverskridende banker i euroområdet og for erhvervsbanksektoren. I erkendelse af at de finansielle infrastrukturer spiller en væsentlig rolle for integrationen af de finansielle markeder, opdeles indikatorerne vedrørende de finansielle infrastrukturer på de vigtigste finansielle markeder, som betjenes af de pågældende infrastrukturer. Endvidere beregnes mængdebaserede indikatorer for finansiell integration systematisk for de vigtigste markedssegmenter. Efterhånden som der gøres fremskridt inden for forskning og økonomiske analyser, og stadig flere statistikker bliver tilgængelige, forventes rækken af indikatorer at blive

yderligere udvidet, fx med indikatorer for integration af forsikringsmarkederne. Set i et bredere perspektiv vil ECB bruge de kvantitative indikatorer til at overvåge udviklingen i den finansielle integration, til at identificere de områder, hvor integrationen er mangelfuld, og til at understøtte sin analyse af aktuelle, politikrelevante spørgsmål i forbindelse med finansiell integration.

ECB og Center for Financial Studies fortsatte i 2006 deres samarbejde i forskningsnetværket vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa. Netværket fortsatte sin række af konferencer for akademikere, markedsdeltagere og politiske beslutningstagere, og de nationale centralbanker deltog aktivt. Den syvende konference, som blev afholdt af Deutsche Bundesbank den 28.-29. september 2006, fokuserede på modernisering af det finansielle system og økonomisk vækst. Den ottende konference, som omhandlede finansiell integration og stabilitet i Europa, og som Banco de España var vært for, blev afholdt fra den 30. november til den 1. december.

Inden for rammerne af dette netværk tildeler ECB hvert år fem "Lamfalussy-stipendier" til unge forskere. En af årsagerne til ECBs interesse i at fremme forskning på dette område er, at finansiell integration forventes at få betydning for udviklingen af det finansielle system og for den økonomiske vækst. ECBs indsats for at skabe finansiell integration er derfor tæt knyttet til dens bredere analyse af faktorer, som bidrager til, at de finansielle systemer fungerer hensigtsmæssigt. Arbejdet fortsatte i 2006 med henblik på at fastlægge en begrebsmæssig ramme for måling af effektiviteten af de finansielle systemer.

Den 20. september 2006 offentliggjorde ECB en rapport over forskellene i MFI-rentesatserne mellem de enkelte eurolande, som er udarbejdet af Det Monetære Udvalg og Statistikudvalget. Som en opfølgning på rapporten udgiver eurosystemet nu tabeller, der giver et overblik over 15

10 "Indicators of financial integration in the euro area", september 2006. En halvårlig opdatering af indikatorerne findes på ECBs websted <http://www.ecb.int/stats/fiint/html/index.en.html>.

forskellige gennemsnitlige indlåns- og udlånsrenter i de enkelte eurolande. Ved at offentliggøre detaljerede og omfattende oplysninger om gennemsnitlige MFI-renter ønsker eurosystemet at sikre, at sammenligninger på tværs af landene sker på et informeret grundlag. Den 25. oktober 2006 offentliggjorde ECB sin årlige rapport om strukturer i den europæiske banksektor (se også afsnit 1.1. i dette kapitel).

Endelig udvikler ESCB i tillæg til MFI-statistikkerne også statistiske oplysninger om ikke-MFler som institutionelle investorer (fx investeringsforeninger). Disse statistikker er relevante ud fra en pengepolitisk synsvinkel og bidrager også til overvågningen af den finansielle integrationsproces. ECB er ved at udarbejde en forordning om de statistiske rapporteringskrav til investeringsforeninger. Endvidere arbejdes der på at vurdere behovet og muligheden for at forbedre de tilgængelige statistiske oplysninger om forsikringselskaber og pensionsfonde med fokus på at forbedre tilgængeligheden af finansielle data inden for året (primært kvartalsvise data).

KATALYSATOR FOR AKTIVITETER I DEN PRIVATE SEKTOR

Øget finansiell integration i Europa afhænger i høj grad af den private sektors initiativer til at udnytte de eksisterende muligheder for grænseoverskridende forretninger. De offentlige myndigheder støtter koordineringen af sådanne private initiativer. I 2006 fungerede eurosystemet som katalysator for to initiativer: Step-initiativet (Short-Term European Paper) og projektet vedrørende det fælles eurobetalingsområde (SEPA).

ECB har støttet Step-initiativet siden dets begyndelse i 2001. Formålet med Step-initiativet er at fremme integration af de europæiske markeder for kortfristede værdipapirer gennem konvergens i standarder og praksis. Den 11. juli 2006 holdt ECB en pressekonference sammen med ACI – sammenslutningen af finansielle markeder – og European Banking Federation for at markere den officielle åbning af Step-markedet. Eurosistemets bidrag til Step-markedet er koncentreret om to aktiviteter. For det første vil ECB og ni nationale centralbanker i euroområdet frem til juni

2008 yde teknisk bistand til Step-sekretariatet i forbindelse med Step-mærkningsprocessen, om end det endegyldige ansvar for at tildele og tilbagetrække Step-mærker ligger hos Step-sekretariatet. For det andet vil ECB regelmæssigt udarbejde statistikker over renter og mængder på Step-markedet og offentliggøre disse på sit websted.

Step-statistikkerne forventes at spille en vigtig rolle i at fremme integrationen af markedet ved at skabe større markedsgennemsigtighed. Som led i en gradvis udvikling offentliggjorde ECB først Step-statistik over månedlige udeståender, med fuld dækning, fra september 2006 og har efterfølgende forberedt offentliggørelsen af Step-statistik over daglige mængder og renter fra udvalgte dataleverandører. Ifølge planen vil daglige statistikker over alle dataleverandører blive udgivet fra 2008. Den 14. september 2006 besluttede Styrelsesrådet at godkende Step-markedet som et ikke-reguleret marked i forbindelse med sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, så snart Step-statistik over renter var blevet offentliggjort på ECBs websted.

SEPA-projektet blev søsat i 2002 af European Payments Council (EPC) med det formål at opnå et fuldt integreret marked for detailbetalingstjenester i euroområdet, og eurosystemet har fungeret som katalysator siden projektets start. I 2006 offentliggjorde ECB en opdateret oversigt over, hvor langt udviklingen af SEPA var nået, samt dens forventninger til den kommende periode.¹¹ Den 4. maj 2006 udsendte ECB og Europa-Kommissionen en fælles erklæring, hvor de redegjorde for deres vision om SEPA og udtrykte deres hensigt om at samarbejde tæt om realiseringen heraf. Især blev den europæiske banksektor og andre relevante interessenter opfordret til at skabe de nødvendige betingelser for, at SEPA kan realiseres i begyndelsen af 2008, og en kritisk masse af SEPA-transaktioner kan nås inden udgangen af 2010. Eurosistemet arrangerede i 2006 en række møder med forskellige interessenter, herunder SEPA-møder på højt plan med banksektoren, samt møder med slutbrugere og

11 "Towards a Single Euro Payments Area - Objectives and Deadlines (Fourth Progress Report)", februar 2006.

infrastruktur- og kortleverandører. ECB stod også bag SEPA-kongressen under Euro Finance Week i november 2006. Endvidere deltog ECB som observatør på EPCs plenarmøder og i EPCs arbejdsgrupper. Eurosystemet fortsatte i 2006 med at bistå banksektoren i forbindelse med udformning og udarbejdelse af de nye SEPA-instrumenter og -rammer. Eksempler herpå er udarbejdelsen af et fælles regelsæt for SEPA-instrumenter til kreditoverførsler og direkte debitering, detaljeret vejledning til banksektoren om kortbetalinger¹² og tekniske standarder samt retningslinjer for gennemførelse for at sikre, at de forskellige ordninger kan fungere effektivt og sikkert. Hvad angår infrastrukturer, tilskyndede eurosystemet kraftigt markedet til at fortsætte den rettidige udvikling af detailbetalingssystemer, som kan modtage SEPA-instrumenterne, og som er fuldt ud interoperable. Det anbefaler også, at markedsinfrastrukturene udnytter størstedelen af fordelene og benytter moderne teknologi til at reducere omkostningerne. Eurosystemet bidrog ligeledes til at forberede gennemførelsen af og overgangen til SEPA og støttede fortsat SEPA-projektet gennem sine kommunikationsværktøjer (som fx pressemeddelelser, rapporter, taler og senest en brochure om SEPA).

RÅDGIVNING OM LOVGIVNINGS- OG TILSYNSMÆSSIGE RAMMER FOR DET FINANSIELLE SYSTEM OG DIREKTE REGELFASTSÆTTELSE

ECB og eurosystemet bidrager løbende til udviklingen af EUs lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer ved at yde rådgivning om den vigtigste politiske udvikling og kommende initiativer.

Aktiviteterne vedrørende EUs rammer for finansielt tilsyn fokuserede i 2006 på at sikre en effektiv gennemførelse af de reviderede institutionelle rammer (se også afsnit 2 i dette kapitel). Europa-Kommissionens hvidbog om politikken for finansielle tjenesteydelser 2005-2010, som eurosystemet har bidraget til, og Udvalget for Finansielle Tjenesteydelsers "Rapport om finansielt tilsyn", som ECB har bidraget til, identificerer de politiske tiltag, der er nødvendige i denne forbindelse. Som led i sin rådgivende funktion i overensstemmelse med traktatens artikel 105,

stk. 4, yder ECB løbende rådgivning om Kommissionens forslag til trin 2-lovgivning (se afsnit 2).

Efter at eurosystemet i slutningen af 2005 havde bidraget til Europa-Kommissionens grønne bog om integration af de europæiske realkreditmarkeder¹³, fortsatte ECB sit arbejde med dette emne. Den videre integration og udvikling af markedet for realkredit (og anden detailbankvirksomhed) er relevant for den pengepolitiske transmission i euroområdet. Finansiell integration kan endvidere have stor betydning for den finansielle stabilitet. Efter høringen om grønne bogen forventes Kommissionen at offentliggøre en hvidbog i maj 2007. ECB bidrager til integration på området ved bl.a. at deltage i Kommissionens ekspertgruppe om finansiering af realkredit og inden for rammerne af European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG) i arbejdet vedrørende lovgivningsmæssige hindringer for grænseoverskridende securitisation i EU.

Endelig bidrog ECB på infrastrukturområdet også med input i spørgsmål vedrørende integration af værdipapirafviklings- og betalingssystemerne. Den nuværende fragmentering af clearing- og afviklingssystemerne for værdipapirer udstedt i EU udgør en væsentlig hindring for den videre integration af de europæiske obligations- og aktiemarkeder. Europa-Kommissionen understregede i juli 2006 vigtigheden af markedsbaserede initiativer på området og foreslog, at clearing- og afviklingssektoren skulle udarbejde en adfærdskodeks for bedste markedspraksis. "Den europæiske adfærdskodeks for clearing og afvikling" blev undertegnet den 7. november 2006. Dens formål er at fremme konkurrence og øge effektiviteten, fx ved at sikre gennemsigtige priser og tjenesteydelser. Samtidig gøres der fortsat politiske anstrengelser for at mindske lovgivnings- og skattemæssige hindringer. ECB deltager aktivt i dette arbejde gennem sin deltagelse i Clearing and Settlement Advisory and Monito-

¹² For nærmere oplysninger henvises til "The Eurosystem's view of a 'SEPA for cards'" af 20. november 2006.

¹³ "Europa-Kommissionens grønne bog om realkredit i EU – Eurosystemets bidrag til den offentlige høring" af 1. december 2005.



ring Experts Group og Legal Certainty Group. ECB overvåger også Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group, som rådgiver Kommissionen om, hvordan skattemæssige hindringer for grænseoverskridende clearing og afvikling i EU kan overvindes. Hvad angår integrationen af betalingstjenester, behandles de tekniske og erhvervmæssige hindringer inden for rammerne af SEPA-projektet (se ovenfor), og ECB har fremsat en udtalelse om Kommissionens forslag til et direktiv om betalingstjenester i det indre marked, som har til formål at fjerne de lovgivningsmæssige hindringer.¹⁴ ECB hilser direktivforslaget velkommen i det omfang, det skaber detaljerede lovgivningsmæssige rammer for betalingstjenester i EU. Den finder, at harmoniserede lovkrav for betalingstjenester vil tilvejebringe den fornødne retssikkerhed for, at antallet af sådanne grænseoverskridende tjenester kan øges, og at en rettidig vedtagelse og gennemførelse af direktivet vil støtte banksektorens bestræbelser på at etablere SEPA. ECB har påpeget, at udbydere af betalingstjenester, som ikke er banker, bør være omfattet af lovgivning i forhold til omfanget af deres aktiviteter. Vedtagelsen af direktivforslaget bør ikke forsinkes, da indførelsen af nationale ordninger, som er i overensstemmelse med SEPA, den 1. januar 2008 og den fulde overgang til disse ordninger inden udgangen af 2010 derved kan bringes i fare. I denne forbindelse er afsnit III og IV i direktivforslaget væsentlige, idet de indeholder forslag om et harmoniseret regelsæt vedrørende oplysningskrav, tilladelse, gennemførelsestid og ansvar med hensyn til betalingstransaktioner.

LEVERING AF CENTRALBANKYDELSER, DER FREMMER FINANSIEL INTEGRATION

Den 21. oktober 2005 bekræftede eurosystemet, at afviklingen via Target2 vil blive påbegyndt den 19. november 2007. Eurosystemet fortsatte sit arbejde med det nye system i 2006 (se afsnit 2.2 i kapitel 2).

Med henblik på at høste de fulde fordele af Target2-systemet begyndte eurosystemet at undersøge muligheden for at tilbyde værdipapircentraler at afvikle betalinger i centralbankpenge i forbindelse med værdipapirtransaktioner i euro. Den mulighed, som Target2 indebærer for at centralisere kontantafviklingen på en enkelt konto, vil sandsynligvis øge markedets efterspørgsel efter en lignende centralisering af værdipapirafviklingen gennem en enkelt værdipapirkonto. Målet med den nye tjeneste, Target2-Securities, vil være at udvikle en fælles teknisk infrastruktur for værdipapircentralers afvikling af eurodenominerede værdipapirer i centralbankpenge og at behandle både værdipapir- og kontantafvikling på en og samme tekniske platform (se afsnit 2.3 i kapitel 2).

Den 20. oktober 2006 meddelte ECB, at Styrelsesrådet havde drøftet markedets reaktioner på den uformelle høring om forslaget om at tilbyde en sådan tjeneste, og at det har bedt Betalingsformidlingskomiteen (PSSC) om at foretage en gennemførlighedsundersøgelse af projektet.

¹⁴ KOM(2005) 603 endelig.

Hvad angår eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse, fastsatte eurosystemet i 2006 belånbarhedskriterierne for ikke-omsættelige aktiver, som skal optages på den samlede liste over sikkerhedsstillelse. Kriterierne fremgår af "Gennemførelse af pengepolitikken i euroområdet – Dokumentationsgrundlag for eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", som blev offentliggjort den 15. september 2006. Optagelsen af ikke-omsættelige aktiver på den samlede liste fra 1. januar 2007 er det endelige skridt i den gradvise overgang fra eurosystemets system med to lister over aktiver til sikkerhedsstillelse.

Endelig besluttede Styrelsesrådet den 3. august 2006 at forlænge korrespondentcentralbankmodellen til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse inden for eurosystemet ud over 2007 (se også afsnit 2.4 i kapitel 2).

4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR

Overvågning af betalingssystemer er en af eurosystemets hovedopgaver. Ved at overvåge betalingssystemerne, ikke mindst de systemisk vigtige strukturer¹⁵, bidrager eurosystemet til de finansielle infrastrukturens sikkerhed og effektivitet og er således med til at sikre effektive betalingsstrømme for varer, tjenesteydelser og finansielle aktiver i økonomien. Den tætte sammenhæng mellem betalingssystemer og værdipapir-clearing- og værdipapirafviklingssystemer betyder, at centralbanker og navnlig eurosystemet interesserer sig meget for clearing og afvikling af værdipapirer. Eurosystemets overordnede mål er at minimere den systemiske risiko.

4.1 OVERVÅGNING AF SYSTEMER OG INFRASTRUKTURER FOR STORE BETALINGER I EURO

Eurosystemets overvågningsrolle omfatter alle systemer og infrastrukturer, der behandler og/eller afvikler transaktioner i euro, inklusive eurosystemets egne systemer. Eurosystemet anvender samme overvågningsstandarder for sine egne systemer og private systemer, nemlig Core Principles for systemisk vigtige betalingssystemer, som blev fastlagt af G10-komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og efterfølgende tiltrådt af Styrelsesrådet i 2001. I 2006 vedtog Styrelsesrådet et sæt forventninger til forretningsvidereførelse af systemisk vigtige betalingssystemer. Disse udgør nu en integreret del af rammerne for eurosystemets overvågning og er med til at sikre en tilstrækkelig og ensartet grad af robusthed i alle systemisk vigtige betalingssystemer, der er hjemmehørende i euroområdet og behandler transaktioner i euro.

TARGET

I overensstemmelse med de fælles rammer og mål for overvågningen af Target gennemfører ECB og de nationale centralbanker regelmæssig ændringsbaseret overvågning af de nationale RTGS-systemer, der deltager i eller er forbundet med Target, samt ECBs betalingsmekanisme (EPM). Når der sker væsentlige ændringer i Target-systemet, gennemgås de relevante aspekter, før ændringerne træder i kraft. I overensstem-

melse med den fælles overvågningspolitik udførte eurosystemet i 2006 derfor en grundig vurdering af virkningen af at koble Eesti Pank's RTGS-system i euro til det eksisterende Target-system via Banca d'Italias RTGS-system. Konklusionen var, at tilslutningen ikke ville have nogen negativ indvirkning på Targets smidige funktion. I forbindelse med Sloveniens indtræden i euroområdet besluttede Banka Slovenije ikke at udvikle sit eget RTGS-system i euro, men at benytte Deutsche Bundesbanks RTGS-system. Derfor var det ikke nødvendigt at foretage en gennemgang, idet der ikke var tale om ny Target-infrastruktur.

Det fremtidige Target2-system skal overholde eurosystemets overvågningsstandarder på samme måde som euroområdets øvrige systemisk vigtige betalingssystemer i euro og skal derfor vurderes som led i overvågningen. Efter indførelsen af de generelle organisatoriske rammer for overvågning af Target2 har ECB stået i spidsen for og koordineret Target2-overvågningen. De nationale centralbanker er primært ansvarlige for overvågning af systemets lokale elementer, som kun er relevante for det nationale system. Desuden bidrager de til overvågningen af de centrale Target2-ydelser. Da Target2 stadig er under udvikling, blev der i 2006 foretaget en foreløbig vurdering af systemets design. Udviklingen af Target2 følges løbende, og der foretages en omfattende vurdering, inden systemet sættes i drift.

EURO I

Euro 1 er euroområdets største privatdrevne betalingssystem til kreditoverførsler i euro. Det drives af en clearingvirksomhed under Euro Banking Association, EBA Clearing. Euro 1 er baseret på multilateral netting. Euro 1-deltagerne positioner ultimo dagen afvikles i sidste ende via Target-systemet. I 2006 fokuserede ECBs overvågning på vurdering af en ny likviditetsstyringsfunktion, "likviditetsbroen", forud for dens indførelse. Formålet med likviditetsbroen er at

¹⁵ Et betalingssystem betragtes som systemisk vigtigt, hvis en forstyrrelse i systemet kan brede sig til andre deltagere og i sidste ende til hele det finansielle system.

give deltagende banker mulighed for at overføre betalingskapacitet til og fra Euro 1 inden for dagen, hvorved de kan tilpasse deres behandlingskapacitet i Euro 1 til deres individuelle betalingsbehov. Vurderingen af likviditetsbroen viste ikke nogen negativ indvirkning på Euro 1s overholdelse af Core Principles. ECB vil fortsat holde øje med denne funktion og eventuelle andre nye faciliteter i Euro 1.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)

I CLS-systemet afvikles valutatransaktioner i 15 af verdens vigtigste valutaer. Systemet, der drives af CLS Bank, reducerer valutaafviklingsrisikoen kraftigt, i og med at de to sider af handlen afvikles samtidig, dvs. på PvP-basis (Payment versus Payment), forudsat at der er tilstrækkelig dækning for beløbene. Målt på værdi er CLS det største betalingssystem til afvikling af transaktioner i euro uden for euroområdet, og det er derfor afgørende for eurosystemet, at CLS til enhver tid er sikkert og effektivt. Inden for samarbejdet om overvågning af CLS, som Federal Reserve System er hovedansvarlig for, står ECB for den primære overvågning af afviklingen af transaktioner i euro.

I december 2006 afviklede CLS i gennemsnit 290.000 valutatransaktioner om dagen til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til 2,6 billioner euro.¹⁶ Med en andel på 19 pct. af alle transaktioner, der afvikles i CLS, er euroen fortsat den vigtigste afviklingsvaluta efter den amerikanske dollar (46 pct.). Den gennemsnitlige daglige værdi af CLS-transaktioner, som blev afviklet i euro, var 489 mia. euro.

I 2006 deltog eurosystemet i BIS' undersøgelse af de vigtigste aktører på valutamarkedet for at afdække deres metoder til at begrænse valutaafviklingsrisikoen. Resultaterne af undersøgelsen foreligger i 2007 og vil danne grundlag for en centralbankvurdering af G10-strategien til mindselse af valutaafviklingsrisikoen som defineret i BIS-rapporten "Settlement risk in foreign exchange transactions" fra 1996.

FORRETNINGSVIDEREFØRELSE

I maj 2006 godkendte Styrelsesrådet rapporten "Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)". Hensigten med rapporten er at etablere harmoniserede rammer for overvågning af forretningsvidereførelse i euroområdet, så alle parter får lige vilkår. Rapporten indeholder retningslinjer for operatører af systemisk vigtige betalingssystemer, der skal sikre, at systemerne hele tiden er tilstrækkelig robuste, og at markedet løbende arbejder på at forbedre mulighederne for at retablere og genoptage driften i nødsituationer. Der redegøres for specifikke forventninger med hensyn til etablering af et fuldt funktionelt "second site", og behovet for regelmæssig test og uddannelse af de medarbejdere, der vedligeholder centrale funktioner, understreges. Afprøvning af foranstaltninger bør baseres på en række plausible scenarier, og resultaterne bør udveksles med andre relevante interessenter. Endelig kommer rapporten ind på behovet for, at operatører af systemisk vigtige betalingssystemer i) etablerer klare procedurer for krisestyring og kommunikation i nødstilfælde, ii) sikrer alternative kommunikationskanaler til udveksling af information efter en krise og iii) sørger for at have de nødvendige muligheder for at kommunikere med de relevante myndigheder. Nogle af forventningerne berører også de væsentligste deltagere i de systemisk vigtige betalingssystemer samt eksterne leverandører af centrale systemtjenester. Disse forholdsregler bør gennemføres og afprøves af systemoperatørerne inden juni 2009 og af de væsentligste deltagere og eksterne leverandører af centrale tjenester inden juni 2010. Eurosystemet vil frem til juni 2009 gennemføre regelmæssige kontroller for at sikre, at systemoperatørerne gør fremskridt på området, og for at vurdere risikoen for eventuelle forsinkelser.

I september 2006 holdt ECB en konference for at udveksle information og erfaringer på området og drøfte spørgsmål vedrørende forretningsvide-

¹⁶ Alle valutahandler består af to transaktioner, en i hver valuta. I december 2006 afviklede CLS således handler med en gennemsnitlig daglig værdi svarende til ca. 1,3 billioner euro.

reførelse i det integrerede euroområde. Deltagerne var repræsentanter for centralbanker i og uden for EU, finansielle institutioner samt infrastrukturoperatører på betalings- og værdipapirmarkederne.

SWIFT

SWIFT er ikke et egentligt betalings- eller afviklingssystem og er som sådan ikke underlagt regulering. På grund af dets systemiske betydning for det globale finansielle marked er G10-centralbankerne imidlertid af den opfattelse, at centralbankerne i samarbejde bør overvåge SWIFT med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig. I overvågningen af SWIFT fokuseres der på infrastrukturens sikkerhed, driftssikkerhed, forretningsvidereførelse og robusthed. For at kunne vurdere, om SWIFT forfølger disse mål, foretages der i forbindelse med overvågningen regelmæssige vurderinger af, om SWIFT har etableret passende ledelsessystemer, strukturer, processer, risikostyringsprocedurer og kontroller til effektivt at kunne styre potentielle risici for den finansielle stabilitet og forsvarligheden af de finansielle infrastrukturer. Overvågningen af SWIFT baseres i øjeblikket på alment anerkendte principper og fælles markedspraksis. Det giver grundlag for en risikobaseret overvågning af SWIFT-aktiviteter, der har betydning for den finansielle stabilitet. Som led i samarbejdet om overvågning af SWIFT arbejdede ECB i 2006 sammen med G10-centralbankerne om etablering af et sæt overordnede forventninger til vurdering af SWIFT under hensyntagen til de nuværende strukturer, processer, kontroller og procedurer. Arbejdet forventes færdiggjort og integreret i overvågningsgruppens risikobaserede overvågningsmetodologi i løbet af 2007 (se også afsnit 2 i kapitel 6).

4.2 DETAILBETALING

Eurosystemets overvågning omfatter også detailbetalingssystemer. I 2006 fortsatte ECB med at overvåge den første paneuropæiske automatiserede clearingcentral for massebetalinger i euro, Step2, der administreres og drives af EBA

Clearing. Eftersom der i 2005 blev foretaget vurderinger af de detailbetalingssystemer, som overvåges af eurosystemet, blev det ikke anset for nødvendigt at gennemføre endnu en omgang koordinerede vurderinger i 2006.

4.3 VÆRDIPAPIRCLEARING OG VÆRDIPAPIRAFVIKLING

Eurosystemet har en særlig interesse i værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemers smidige funktion, da fejl i clearing, afviklingen og opbevaringen af sikkerhed kan påvirke pengepolitikens gennemførelse, betalingssystemernes smidige funktion og den finansielle stabilitet.

Eurosystemet vurderer overholdelsen af eurosystemets brugerstandarder ("Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations") i euroområdet værdipapirafviklingssystemer samt linkene mellem værdipapirafviklingssystemerne.

I 2006 deltog ECB i Europa-Kommissionens og Rådets arbejde med at gennemgå direktivet om endelig afvikling samt i debatten om, hvorvidt EU skulle underskrive Haag-konventionen om værdipapirer. Desuden bidrog ECB til en rapport, som CPSS er ved at udarbejde om clearing og afvikling af afledte OTC-instrumenter.¹⁷ I april 2006 afholdt ECB og Federal Reserve Bank of Chicago i fællesskab en konference i Frankfurt om forhold vedrørende clearing via centrale modparter.

VURDERING AF VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER MOD BRUGERSTANDARDERNE

I 2006 blev der indført en ny ordning for udstedelse, opbevaring i depot og afvikling af internationale gældsinstrumenter. Sådanne gældsinstrumenter, der udstedes af de to internationale værdipapircentraler Euroclear Bank (Belgien) og Clearstream Banking Luxembourg i fællesskab, udgør en betydelig del af de værdipapirer, der er godkendt som belånbare i eurosystemets kreditoperationer. Under den nye struktur, der er

¹⁷ <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>

blevet vurderet af eurosystemet, repræsenterer en ny form for globalt ihændebevis – NGN (New Global Note) – værdipapirudstedelsen. Efter den 31. december 2006 er NGN'er de eneste globale ihændebeviser udstedt af de internationale værdipapircentraler, som er belånbare i eurosystemets kreditoperationer. Værdipapirer udstedt på eller før denne dato vil fortsat være belånbare i hele deres levetid.

Den årlige vurdering af værdipapirafviklingssystemerne i euroområdet og en ad hoc-vurdering af linkene mellem systemerne bekræftede, at systemernes overholdelse af standarderne generelt er høj, og at der fortsat arbejdes på yderligere forbedringer.

Forud for Sloveniens indtræden i euroområdet den 1. januar 2007 vurderede Styrelsesrådet det slovenske værdipapirafviklingssystem (KDD). En grundig analyse viste, at systemet levede op til kravene til deltagelse i eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen.

UDVIKLING AF STANDARDERNE FOR VÆRDIPAPIRCLEARING OG VÆRDIPAPIRAFVIKLING I EU

I 2001 godkendte Styrelsesrådet en ramme for samarbejdet mellem ESCB og CESR om værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. En ESCB-CESR-arbejdsgruppe udarbejdede i 2004 et udkast til en rapport om standarder for værdipapirclearing og værdipapirafvikling i EU ("Standards for securities clearing and settlement in the European Union") med henblik på tilpasning af CPSS-IOSCOs anbefalinger vedrørende værdipapirafviklingssystemer til EU. I de følgende to år fortsatte ESCB-CESR-arbejdsgruppen sit arbejde på området med henblik på at udvikle en "vurderingsmetodologi", der kunne fungere som vejledning til effektiv gennemførelse af standarderne. En række udestående spørgsmål blev analyseret i tæt samarbejde med markedsdeltagere og banktilsynsmyndigheder, herunder de specifikke krav til værdipapircentraler med banklicens og samarbejdet mellem de relevante myndigheder. Der blev dog kun gjort små fremskridt på dette område i 2006.

Den 11. juli 2006 opfordrede Europa-Kommissionen branchen til at mindske omkostningerne ved clearing og afvikling i EU. Den 7. november 2006 blev en frivillig aftale underskrevet af repræsentanter for sammenslutningen af europæiske værdipapirbørser (Federation of European Securities Exchanges), den europæiske sammenslutning af clearingcentraler, der agerer som centrale modparter (European Association of Central Counterparty Clearing Houses), og sammenslutningen af europæiske værdipapircentraler (European Central Securities Depositories Association) samt deres medlemmer. Hensigten med aftalen er at fremme konkurrence og forbedre effektiviteten af clearing og afviklingen i EU ved at sikre prisgennemsigtighed, fair adgangsvilkår, fælles standarder for infrastrukturer, opdeling af serviceydelser og regnskabsmæssig separation. På den anden side lægges der ikke vægt på finansiel stabilitet og harmonisering af lovgivningen, og derfor er der stadig brug for ESCB-CESR-standarderne.



KAPITEL 5

EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER

I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I 2006 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet, Ecofin-Rådet, Eurogruppen og Europa-Kommissionen (se kapitel 6). Formanden for ECB deltog i møder i Ecofin-Rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev drøftet, samt i Eurogruppens møder. Formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende.

I.1 POLITIKSPØRGSMÅL

STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2006 var fem eurolande (Tyskland, Grækenland, Frankrig, Italien og Portugal) og syv ikke-eurolande (Tjekkiet, Cypern, Ungarn, Malta, Polen, Slovakiet og Storbritannien) underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Storbritanniens uforholdsmæssigt store underskud blev bekræftet af Ecofin-Rådet i januar 2006. Derimod blev procedurene for Cypern og Frankrig bragt til ophør i henholdsvis juni 2006 og januar 2007, efter at det var blevet bekræftet, at disse lande havde nedbragt deres underskud til under referenceværdien på 3 pct. af BNP på en troværdig og holdbar måde.

I marts 2006 pålagde Ecofin-Rådet, i overensstemmelse med traktatens artikel 104, stk. 9, Tyskland at træffe foranstaltninger til at nedbringe sit underskud. Det var kun anden gang, Ecofin-Rådet tog dette skridt, og første gang siden revisionen af stabilitets- og vækstpigten i marts 2005. I denne forbindelse besluttede Rådet at forlænge tidsfristen for Tysklands korrektion af sit uforholdsmæssigt store underskud til 2007. I oktober 2006 rettede Ecofin-Rådet en revideret henstilling til Ungarn, hvori det i lyset af en forværring af landets budgetsituation forlængede tidsfristen for Ungarns korrektion af sit uforholdsmæssigt store underskud fra 2008 til 2009. I november 2006 vedtog Rådet en afgørelse i overensstemmelse med traktatens artikel 104, stk. 8, hvoraf det fremgik, at Polens foranstaltninger til nedbringelse af sit uforholdsmæssigt

store underskud inden udgangen af 2007 var utilstrækkelige.

I alle andre tilfælde gav vurderingen af de foranstaltninger, som medlemslandene havde truffet som reaktion på de modtagne henstillinger og pålæg, ikke anledning til yderligere proceduremæssige tiltag. Ikke desto mindre blev der i visse lande (især i Italien og Portugal) konstateret mangler, hvad angår overholdelse af de mellemfristede konsolideringsmål, og/eller risici for den planlagte konsolideringsindsats, og der kræves dermed fortsat tæt overvågning af landene. I februar 2007 bekræftede Tysklands statistikbureau, at Tysklands underskud lå et godt stykke under 3 pct. af BNP i 2006, og de seneste indikatorer peger på, at Grækenland, Malta og Storbritannien sandsynligvis også vil have et underskud på under 3 pct. af BNP i 2006. Resultaterne skal dog først bekræftes og deres holdbarhed vurderes, før budgetunderskudsproceduren kan afsluttes for disse lande.

Der blev i 2006 gjort yderligere fremskridt i vurderingen af de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt i EU-landene. I februar offentliggjorde EUs Udvalg for Økonomisk Politik (EPC) og Europa-Kommissionen en rapport om hvordan befolkningens aldring påvirker de offentlige udgifter.¹ Denne rapport, som er en opdatering af EPC/Kommissionens rapporter fra 2001 og 2003 om befolkningens aldring, indeholder skøn over de budgetmæssige konsekvenser af befolkningens aldring for medlemslandene. Skønnene er baseret på fælles antagelser vedrørende vigtige demografiske og makroøkonomiske variabler. Undersøgelsen indikerede, at en forbedring af den strukturelle budgetstilling med ca. 3,5 pct. af BNP i forhold til niveauet for 2005 er påkrævet for både euroområdet og EU som helhed for at opnå en holdbar stilling. De opdaterede beregninger afhænger dog stærkt af de tilgrundliggende antagelser, hvilket understreger vigtigheden af at justere de eksisterende metoder

1 "The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)", European Economy Special Report nr. 1/2006, Udvalget for Økonomisk Politik og Europa-Kommissionen.

yderligere. Rapportens skøn tjente som input til efterfølgende analyser af de offentlige financers holdbarhed på langt sigt i medlemslandene, herunder undersøgelsen af stabilitets- og konvergensprogrammerne og Kommissionens første "holdbarhedsrapport", som blev offentliggjort i november 2006.² I denne forbindelse arbejdes der også fortsat med at udvikle en passende metode, som tager højde for de implicitte forpligtelser ved beregningen af medlemslandenes mellemfristede budgetmål.

LISSABON-STRATEGIEN

I efteråret 2006 indgav medlemslandene fremskridtsrapporter over deres nationale reformprogrammer for perioden 2005-2008 i overensstemmelse med Det Europæiske Råds konklusioner i 2005 om revision af Lissabon-strategien, EUs omfattende program for økonomisk, social og miljømæssig reform og dets nye styringsramme.³ Rapporterne indeholder medlemslandenes strategier for strukturreformer og gennemgår de fremskridt, de har gjort med hensyn til at opfylde deres forpligtelser. Forpligtelserne omfatter bl.a. at sikre de offentlige financers holdbarhed (navnlig gennem en reform af pensions- og sundhedssystemet), reformere arbejds- og produktmarkederne og de sociale sikringssystemer, investere i forskning og udvikling samt forbedre de lovgivningsmæssige rammer for virksomhederne (se også kapitel 1).

Fremskridtsrapporterne om de nationale reformprogrammer blev vurderet af Ecofin-Rådet med bistand fra Udvalget for Økonomisk Politik og af Europa-Kommissionen, som offentliggjorde sin anden årlige statusrapport om vækst og beskæftigelse i december 2006. ECB lægger stor vægt på gennemførelsen af strukturelle reformer og hilser Kommissionens og medlemslandenes beslutsomhed i gennemførelsen af Lissabon-strategien på såvel fællesskabsplan som nationalt plan velkommen. Det er især vigtigt, at eurolandene iværksætter omfattende reformtiltag, da de har et fælles ansvar for at sikre, at ØMUen fungerer problemfrit.

DIREKTIVET OM TJENESTEYDELSER I DET INDRE MARKED

Som led i målet om at skabe et indre marked fremlagde Europa-Kommissionen i januar 2004 et direktivforslag, som vil fjerne juridiske og administrative hindringer for grænseoverskridende tjenesteydelser. Efter omfattende revision under lovgivningsprocessen nåede Europa-Parlamentet og Rådet til enighed om direktivet den 15. november 2006, og det blev vedtaget den 12. december 2006.

Efter sin fulde gennemførelse vil direktivet indebære klare fordele for såvel tjenesteydere som brugere. Direktivet forbyder visse begrænsninger i grænseoverskridende tjenesteydelser og fastsætter klare kriterier for de krav, som medlemslandene har lov til at pålægge tjenesteydere fra andre EU-lande. Direktivet fremmer også "etableringsfriheden" ved at gøre det lettere for tjenesteydere at etablere virksomhed i andre medlemslande.

Direktivet vil gøre det muligt for EU at realisere det uudnyttede potentiale for økonomisk vækst og større beskæftigelse i servicesektoren, navnlig ved at øge den grænseoverskridende konkurrence og reducere omkostningerne ved at drive virksomhed. Følgelig forventes direktivet at øge både arbejdskraftsproduktiviteten og produktionen samt væksten i beskæftigelsen på mellemlangt til langt sigt og at bidrage til lavere priser i servicesektoren til gavn for forbrugerne. Andre dele af økonomien, som anvender tjenesteydelser som input i deres produktionsproces, vil sandsynligvis også drage fordel heraf.⁴

2 "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy nr. 4/2006, Europa-Kommissionen.

3 Se ECBs årsberetning 2005, s. 134-135.

4 Yderligere oplysninger fremgår af "Competition, productivity and prices in the euro area services sector", ECBs Occasional Paper nr. 44, april 2006.

1.2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

KONVERGENSRAPPORTER

På anmodning af Litauen og Slovenien har ECB og Europa-Kommissionen i overensstemmelse med traktatens artikel 122 hver især udarbejdet en konvergensrapport over disse to landes fremskridt med hensyn til at opfylde betingelserne for indtræden i euroområdet. På grundlag af disse konvergensrapporter, som blev offentliggjort den 16. maj 2006, og et forslag fra Kommissionen vedtog Ecofin-Rådet den 11. juli 2006 en afgørelse om at tillade Slovenien at indføre euroen som sin valuta fra den 1. januar 2007 (se kapitel 3). Den 5. december 2006 offentliggjorde ECB og Europa-Kommissionen deres regelmæssige konvergensrapporter, som udarbejdes hvert andet år, hvori Tjekkiet, Estland, Cypern, Letland, Ungarn, Malta, Polen, Slovakiet og Sverige blev bedømt. Ingen af disse medlemslande opfyldte betingelserne for at indføre euroen.

Efter drøftelse i Ecofin-Rådet præciserede Europa-Kommissionen og ECB fortolkningen og anvendelsen af kriteriet om prisstabilitet i relation til en udvidelse af euroområdet. Den 10. oktober 2006 bekræftede Ecofin-Rådet, at referencerværdien for prisstabilitet skal beregnes som den gennemsnitlige inflation i de tre medlemslande, der har nået de bedste resultater med hensyn til inflation, tillagt 1,5 procentpoint.

FORFATNINGSTRAKTATEN

ECB fulgte også i 2006 ratifikationsprocessen af traktaten om en forfatning for Europa (forfatningstraktaten), da en række af bestemmelserne heri har betydning for ESCB. ECB tog til efterretning, at ratifikationsprocessen fortsatte på trods af Frankrigs og Hollands forkastelse af forfatningstraktaten i 2005. Atten medlemslande har nu ratificeret forfatningstraktaten eller er meget tæt på en formel afslutning af ratifikationsprocessen: Belgien, Bulgarien, Tyskland, Estland, Grækenland, Spanien, Italien, Cypern, Letland, Litauen, Luxembourg, Ungarn, Malta, Østrig, Rumænien, Slovenien, Slovakiet og Finland.

ECB støtter målene med forfatningstraktaten, som er at præcisere EUs retlige og institutionelle

ramme, at øge Unionens evne til at handle både på europæisk og internationalt plan og at bekræfte den eksisterende pengepolitiske ramme. Diskussionen om yderligere fremskridt i den institutionelle reform af EU fortsætter under det tyske og portugisiske formandskab i 2007.

EKSTERN REPRÆSENTATION

ECB har siden oprettelsen af Den Monetære Union fungeret som en vigtig partner på internationalt plan og er repræsenteret i relevante internationale institutioner.

Når det drejer sig om økonomiske anliggender, afspejler bestemmelserne om ekstern repræsentation af ØMUen, at de økonomiske politikker for en stor del har hørt under medlemslandenes kompetenceområde. Der er dog i de seneste år sket visse fremskridt hen imod én samlet repræsentation.

Eurogruppen og Ecofin-Rådet har for nylig behandlet forslag om at styrke repræsentationen i sager vedrørende ØMUen på internationalt plan og om at forbedre den interne koordination i denne forbindelse. De har navnlig godkendt, at formanden for Eurogruppen i højere grad inddrages i G7-møderne, og at Europa-Kommissionen deltager i internationale organer som fx G20.

REFORM AF EUs KOMITOLOGIPROCEDURER

Rådet, Europa-Parlamentet og Europa-Kommissionen enedes i juli 2006 om en reform af det udvalgssystem, som danner grundlag for vedtagelse af fællesskabslovgivningen, også kendt som komitologiprocedurerne. Hovedelementet i reformen er indførelsen af en "forskriftsprocedure med kontrol", som i betydelig grad styrker Europa-Parlamentets beføjelser i forhold til gennemførelsesforanstaltninger.

Reformen er særlig vigtig for Lamfalussy-rammerne for den finansielle sektor, som navnlig er kendetegnet ved, at Kommissionen indrømmes gennemførelsesbeføjelser. Den vil betyde, at Lamfalussy-proceduren fortsat kan spille en vigtig rolle i arbejdet med at fremme og sætte fart i den finansielle integration i EU (se også kapitel 4).

1.3 UDVIKLINGEN I OG FORBINDELSERNE MED TILTRÆDELSESLANDENE OG KANDIDATLANDENE

ECB intensiverede sit samarbejde med centralbankerne i tiltrædelseslandene og kandidatlandene med det formål at sikre en gnidningsfri monetær integrationsproces i EU. Dette samarbejde udviklede sig sideløbende med den generelle dialog mellem institutionerne i EU og disse lande.

Efter Bulgarien og Rumæniens undertegnelse af tiltrædelsestraktaten den 25. april 2005 deltog centralbankcheferne fra Banca Națională a României og Българска народна банка (Bulgarian National Bank) som observatører på Det Generelle Råds møder fra den 16. juni 2005, og eksperter fra de to centralbanker deltog som observatører på ESCB-komiteernes møder. Desuden blev der holdt møder på højt plan med Banca Națională a României og Българска народна банка (Bulgarian National Bank) i Frankfurt henholdsvis den 15. november og den 6. december 2006. I oktober 2006 afsluttede tre af de nationale centralbanker i euroområdet (Banque de France, Banca d'Italia og De Nederlandsche Bank) deres tekniske samarbejde med Banca Națională a României i form af et EU-finansieret twinning-program, som var blevet påbegyndt primo 2005. En lignende ordning blev indført for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) i oktober 2006.

Den 26. september 2006 fastslog Europa-Kommissionen, at Bulgarien og Rumænien havde gjort solide fremskridt i deres EU-forberedelser. Kommissionen foreslog visse tillægsforanstaltninger for yderligere at overvåge gennemførelsen af EUs krav på et begrænset antal områder, hvoraf ingen dog vedrørte monetære anliggender. Bulgarien og Rumænien tiltrådte EU den 1. januar 2007, og deres centralbanker blev fuldgyldige medlemmer af ESCB.

Efter at have indledt forhandlinger med Tyrkiet den 3. oktober 2005 indledte Kommissionen den 12. juni 2006 forhandlinger om de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret. Den 29. no-



vember 2006 fremlagde Kommissionen sine anbefalinger vedrørende Tyrkiets fortsatte tiltrædelsesforhandlinger. Den anbefalede, at kapitler, hvor de tekniske forberedelser var afsluttet, skulle forblive åbne, mens forhandlingerne om otte andre kapitler skulle suspenderes, indtil Tyrkiet har opfyldt sine forpligtelser. Det Europæiske Råd besluttede på sit møde den 14.-15. december 2006 at følge Kommissionens anbefalinger. ECB fortsatte den mangeårige policy-orienterede dialog på højt plan med den tyrkiske centralbank, hvilket indbefattede et besøg hos ECB på direktionsplan den 28. juni 2006. Drøftelserne fokuserede på den seneste makroøkonomiske og finansielle udvikling i Tyrkiet, omlægning af den tyrkiske centralbanks pengepolitiske strategi til en inflationsmålsætning og den økonomiske og monetære situation i euroområdet.

Efter Rådets beslutning om at indlede forhandlinger med Kroatien den 3. oktober 2005, påbegyndtes den første forhandlingsfase i juni 2006. ECB styrkede sine bilaterale forbindelser med den kroatisk centralbank og var vært for centralbankchefen i Frankfurt ved den første førtiltrædelsesdialog på højt plan i oktober 2006.

Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien blev kandidatland i december 2005. Det Europæiske Råd besluttede imidlertid, at forhandlinger først vil blive indledt, når en række betingelser er opfyldt, herunder at stabiliserings- og associeringsaftalen, som er indgået med EU, er blevet gennemført effektivt. Kontakten mellem ECB og landets centralbank intensiveredes i 2006, hvilket bl.a. afspejles i den tekniske bistand, som ECB – ud over bistanden fra en række nationale centralbanker – bidrog med.

2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

2.1 VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

OVERVÅGNING AF DE MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Eurosystemet spiller en vigtig rolle i den internationale multilaterale overvågning af makroøkonomiske politikker, som hovedsagelig finder sted på møder i internationale organisationer som fx IMF, Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) og Den Internationale Betalingsbank (BIS) samt i fora som fx G7- og G20-landenes finansministre og centralbankchefer. I alle relevante institutioner og fora har ECB fået status som medlem (fx på G20-møderne) eller observatør (fx på IMF's møder). ECB vurderer udviklingstendenser i den internationale økonomiske politik med henblik på at bidrage til stabile makroøkonomiske forhold og sunde makroøkonomiske og finansielle politikker.

Den internationale økonomiske situation var i 2006 fortsat domineret af de vedvarende store ubalancer i betalingsbalancens løbende poster.⁵ I USA nåede underskuddet på de løbende poster op på næsten 6,6 pct. af BNP i forhold til 6,4 pct. året før. USA tiltrækker nu ca. 75 pct. af den globale nettoopsparing. De vigtigste modposter til det amerikanske underskud skal findes i Asien og i de olieeksporterende lande. Asien noterede fortsat et betragteligt overskud på de løbende poster på gennemsnitligt ca. 4,3 pct. af BNP, hvilket er omtrent det samme som i 2005. Nærmere bestemt nåede overskuddet på de løbende poster op på over 7,2 pct. i Kina, ca. 3,7 pct. i Japan og 2,7 pct. i gruppen "andre asiatiske vækstmarkeder". De olieeksporterende lande opnåede et betydeligt højere gennemsnitligt overskud på de løbende poster i 2006 (18,2 pct. af BNP) end i 2005 (15,1 pct.).⁶ Visse asiatiske og olieeksporterende økonomier fortsatte også med at opbygge betragtelige mængder reserveaktiver. Opbygningen af reserver var især stor i Kina, hvor valutareserverne nåede op på ca. 1 billion amerikanske dollars.

Eurosystemet understregede ved forskellige lejligheder fortsat de risici og usikkerheder, som er forbundet med sådanne vedvarende balancepro-

blemer og fastholdt sin fulde støtte til en fælles tilgang på dette område som beskrevet i G7-landenes kommunikéer den 21. april og 16. september 2006. Alle de vigtigste økonomier bør bidrage til en progressiv og velordnet regulering af ubalancerne for at bevare og styrke udsigterne for den globale vækst og stabilitet. Den internationale politiske dagsorden omfatter følgende politikker: i) at øge den private og offentlige opsparing i underskudslande, ii) at gennemføre yderligere strukturreformer i modne økonomier med relativt lav potentiel vækst og i vækstmarkedsøkonomier, som har behov for at øge det nationale forbrug og forbedre kapitaltilførslen, og iii) at fremme valutakursfleksibiliteten i store lande og regioner, som mangler en sådan fleksibilitet. Selv om flere udviklingstendenser og politiske tiltag gik i den rigtige retning i 2006, herunder større intradag-volatilitet for den kinesiske renminbi fra begyndelsen af året, vil yderligere tilpasninger være nødvendige for at opnå en væsentlig reduktion i de globale ubalancer.

Endelig er euroområdet selv underlagt international politikovervågning. Både IMF og OECDs Economic and Development Review Committee foretog deres regelmæssige gennemgang af euroområdet som supplement til deres gennemgang af de enkelte eurolande. Gennemgangen omfattede en undersøgelse af eurorådets pengepolitik, finanspolitik og økonomiske politik. IMF's artikel IV-konsultationer og OECDs Economic and Development Review Committees gennemgang dannede grundlag for nyttige drøftelser mellem disse internationale organisationer og ECB, formandskabet for Eurogruppen og Kommissionen. Efter disse drøftelser udarbejdede IMF og OECD hver især en rapport med en vurdering af eurorådets politikker.⁷

5 Skøn for 2006 i dette afsnit er baseret på fremskrivningerne i IMF's "World Economic Outlook", september 2006.

6 Udtrykt i procent af verdens BNP var de tilsvarende tal for 2006, baseret på IMF-data, et underskud på ca. 1,8 pct. for USA og et overskud på ca. 0,4 pct. for Kina, 0,35 pct. for Japan, 0,2 pct. for gruppen "andre asiatiske vækstmarkeder" og 1,2 pct. for de olieeksporterende lande.

7 "Euro area policies: staff report for the 2006 Article IV Consultation", IMF, juni 2006; og "Economic survey of the euro area", OECD, januar 2007. Begge rapporter understreger behovet for at fremskynde strukturreformerne i euroområdet.

DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR

IMF gør fremskridt i arbejdet med en strategi, der skal fastsætte mellemfristede prioriteter og forbedre effektiviteten af fondens operationelle instrumenter. ESCB overvåger og bidrager til de igangværende drøftelser, som finder sted ikke kun i regi af IMF, men også i forskellige internationale fora som fx G7 og G20. Vigtige områder, som er omfattet af gennemgangen, er bl.a. IMF's overvågning, IMF's rolle i forbindelse med vækstmarkedsøkonomierne samt forvaltningsmæssige spørgsmål som fx kvoter og medbestemmelsesret i IMF.

Reformen af IMF's overvågningsrammer er ved at tage form. Der er bred enighed blandt fondens medlemmer om, at overvågningen i højere grad skal omfatte spørgsmål, der vedrører finans- og kapitalmarkederne. Endvidere er det også blevet fastslået, at det fremover vil være vigtigt at lægge større vægt på multilaterale spørgsmål og nationale politikforanstaltningers afsmitning på internationale forhold. I juni 2006 indførte IMF en ny proces, multilaterale konsultationer, for at skabe et debatforum mellem parter, der har et fælles økonomisk problem, som er karakteristisk ved en forbindelse mellem disse parter og andre økonomier. Som et supplement til IMF's bilaterale overvågning fokuserer den første multilaterale konsultation på gennemførelsen af politikker, der har til formål at udligne globale ubalancer på en velordnet måde, samtidig med at den globale vækst fastholdes. De fem parter, som deltager i konsultationen, er USA, Japan, Kina, Saudi Arabien og euroområdet. Sidstnævnte repræsenteres ved formandskabet for Eurogruppen, Europa-Kommissionen og ECB. For at forbedre effektiviteten af overvågningen overvejer medlemmerne af IMF også fortsat, om det retlige fundament for fondens overvågning bør ændres. Endelig diskuteres det stadig, hvordan valutakurssspørgsmål skal behandles inden for rammerne af IMF's overvågningsaktiviteter.

Hvad angår IMF's rolle i vækstmarkedslandene, drøfter fondens medlemmer oprettelsen og udformningen af et nyt likviditetsskabende instrument til lande, som har adgang til internationale

kapitalmarkeder, og som fører robuste økonomiske politikker.

Der er også sket fremskridt med hensyn til at styrke IMF's ledelse, et spørgsmål der er blevet diskuteret bredt det seneste år. Målet er at sikre alle IMF's medlemmer retfærdig og passende medbestemmelse. Nærmere bestemt bør fordelingen af kvoter stå i et rimeligt forhold til landenes forholdsmæssige vægt i verdensøkonomien, og udviklingslandene og transitionslandene bør have større medbestemmelse. På det årlige møde i september 2006 enedes IMF's medlemmer om at øge kvoterne for fire lande (Kina, Korea, Mexico og Tyrkiet) på ad hoc-basis. Arbejdet med spørgsmålet om kvoter og medbestemmelse vil fortsætte, herunder udarbejdelsen af en ny kvoteformel, en anden runde af kvoteforøgelsen på ad hoc-basis – som skal baseres på den nye formel – til flere forskellige lande og en forøgelse af basisstemmerne med henblik på at styrke lavindkomst- og transitionslandenes medbestemmelse og deltagelse i IMF. Reformerne skal være på plads inden det årlige møde i 2008. Hvad angår IMF's finanser, nedsatte den administrerende direktør i lyset af en brat faldende lånebaseret indkomst og de strukturelle mangler ved den nuværende finansieringsmodel i maj 2006 et udvalg, som skal fremlægge specifikke anbefalinger til en holdbar finansiering på langt sigt af IMF's løbende omkostninger. Udvalget fremlagde resultaterne af sin undersøgelse i 1. kvartal 2007.

Endelig har fremme af kriseforebyggelse og vellykket kriseløsning i flere år været på det internationale samfunds dagsorden. Principperne om stabile kapitalstrømme og retfærdig gældssanerung til vækstmarkedsøkonomierne, som blev godkendt af G20 i 2004, har opnået international støtte, og det igangværende arbejde fokuserer nu på gennemførelsesspørgsmål. Målet med disse markedsbaserede og frivillige principper er at fastlægge retningslinjer for statslige udstedere og deres private kreditorer med hensyn til informationsudveksling, dialog og tæt samarbejde. Indtil nu har mere end 30 udstederlande tilkendegivet deres støtte til principperne og udtrykt særlig interesse i at fremme gennemførelsen heraf. Blandt investorerne støttes principperne af et sti-

gende antal finansielle institutioner. Det fortsatte arbejde blev hilst velkommen af G20-landenes finansministre og centralbankchefer på deres møde i Melbourne den 19. november 2006. Processen med gennemførelse af principperne bygger på Principles Consultative Groups arbejde. Denne gruppe består af ledende finans- og centralbankfunktionærer fra vækstmarkedsøkonomierne og repræsentanter fra den øverste ledelse i den private finanssektor. Group of Trustees, som består af repræsentanter fra den øverste ledelse i den globale finanssektor, blev nedsat med henblik på at yde vejledning i gennemførelsen af principperne og bidrage til udviklingen heraf. På sit første møde i Singapore i september 2006 fokuserede Group of Trustees på en gennemgang af principperne og deres gennemførelse inden for rammerne af den internationale finansielle struktur.

2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Som led i sine internationale aktiviteter fortsatte eurosystemet med at udvikle sine kontakter i centralbankerne uden for EU, hovedsagelig via afholdelse af seminarer og workshopper. Formålet med denne kontakt er at samle oplysninger og udveksle synspunkter vedrørende økonomiske og monetære udviklingstendenser i forskellige regioner i verden, som potentielt kan have indflydelse på de globale økonomiske forhold og euroområdet. I denne forbindelse er det tekniske samarbejde blevet et vigtigt værktøj til at opbygge institutioner, styrke kapaciteten og sikre mere effektiv overholdelse af europæiske og internationale standarder. Eurosyste­met har udvidet sit samarbejde med centralbankerne i sine nabo­regioner, og ECB har udpeget et mindre antal medarbejdere, som skal koordinere eurosyste­mets tekniske bistand.

Eurosyste­met holdt sit tredje bilaterale seminar på højt plan med den russiske centralbank i Dresden i oktober 2006. Formålet med seminaret, der blev organiseret af Deutsche Bundesbank og ECB i fællesskab, var at styrke dialogen og forbedre forbindelserne mellem den russiske centralbank og eurosyste­met, som er blevet intensi-

veret i de seneste år. Seminardeltagerne udvekslede synspunkter om de aktuelle udfordringer, som penge- og valutakurspolitikken i Rusland står over for, og om den rolle, som bud­getreglerne spiller i euroområdet og Rusland. Endvidere diskuteredes vækstudsigterne på langt sigt for den russiske økonomi. Der vil regelmæs­sigt blive afholdt tilsvarende arrangementer. Det næste seminar finder sted i Moskva i efteråret 2007.

Eurosyste­mets tredje seminar på højt plan med centralbankcheferne i EUs Euro-Middelhavs­partnerlande blev afholdt i Nafplion den 25. januar 2006, og det fjerde vil blive afholdt i Valencia den 28. marts 2007. Nogle af de emner, der blev drøftet i Nafplion, var liberaliseringen af kapitalposterne og moderniseringen af pengepoli­tikkens operationelle rammer. Eurosyste­mets tredje seminar på højt plan med deltagelse af latinamerikanske centralbanker fandt sted den 4. december 2006 i Madrid. Hovedemnerne på se­minaret var betydningen af globaliseringen, for­valtningen af pengepolitikken og opbygningen af valuta­reserver for penge- og finanspolitikken. Endelig fandt eurosyste­mets tredje seminar på højt plan med centralbanker i Østasien/Stille­havsområdet sted i Sydney den 21. november 2006. Dette seminar fokuserede bl.a. på globale ubalancer og finansiel stabilitet samt regional fi­nansiel integration.

Den 1. februar 2007 afholdt eurosyste­met i Paris et seminar på højt plan med centralbankerne i Vest- og Centralafrika⁸, som var arrangeret af Banque de France og ECB i fællesskab. Semina­ret tjente som en frugtbar platform for udveks­ling af erfaringer med regional økonomisk og monetær integration, forbrugerprisudviklingens indflydelse på penge- og finanspolitikkerne i re­gionen samt spørgsmål vedrørende centralbank­ledelse.

ECB fortsatte sammen med fire nationale cen­tralbanker (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France og Banca d'Italia) sit samarbejde med Central Bank of Egypt i et tek­nisk bistandsprogram, som er finansieret af EU under bistandsprogrammet for Middelhavs­lan-

dene (MEDA). Programmet blev iværksat den 1. december 2005 med en horisont på to år og har til formål at støtte Central Bank of Egypts omfattende banktilsynsreform. Programmet fokuserer på indførelsen af nye procedurer og værktøjer til banktilsyn, som udvikles og indføres af eurosyste- met og Central Bank of Egypt i fællesskab. Det har også til formål at udvikle Central Bank of Egypts kapacitet inden for makro-prudentielt tilsyn, regulering og uddannelse. Endvidere udstationerede ECB en ekspert i Central Bank of Egypt, som i regi af IMF bistod med at reformere pengepolitikens operationelle rammer.

ECB udbyggede fortsat sine forbindelser med lande i Vestbalkan. ECB holdt en konference om pengepolitik og finansiell stabilitet i sydøst- europa i Frankfurt den 10.-11. april 2006. På konferencen deltog ledende centralbankeksper- ter fra alle landene i Sydøsteuropa samt repræ- sentanter fra Europa-Kommissionen, internatio- nale organisationer og den akademiske verden.

Den 16. februar 2007 undertegnede ECB på egne vegne og på vegne af otte nationale centralbank- partnere (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nation- albank og Banka Slovenije), en trepartsproto- kol med centralbanken i Bosnien og Hercego- vina og Europa-Kommissionens delegation i Bosnien og Hercegovina, som baner vej for et tættere samarbejde mellem parterne. Over en pe- riode på seks måneder fra marts 2007 vil ECB og dens otte partnere foretage en behovsvurdering for at fastlægge de områder, hvor centralbanken i Bosnien og Hercegovina skal gøre fremskridt i de kommende år for at forbedre de operationelle forberedelser til gennemførelsen af standarder, som er i overensstemmelse med ESCBs standar- der. Behovsvurderingsprogrammet er finansieret af Europa-Kommissionen under EUs program for bistand til genopbygning, udvikling og stabi- lisering (CARDS) og koordineres af ECB.

Efter forhandlinger, som blev indledt i 2003, un- dertegnede Albanien en stabiliserings- og asso- cierungsaftale med EU i juni 2006. ECB deltog sammen med andre internationale institutioner



og centralbanker i en dialog med den albanske centralbank om, hvordan den pengepolitiske strategi bedst kan ændres til en inflationsbekæm- pende strategi.

I februar 2006 henvendte Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC), hvis medlemmer er Bah- rain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabien og De Forenede Arabiske Emirater, sig til ECB med en anmodning om bistand til etablering af en mon- etær union mellem GCC-landene, herunder til at skabe en passende institutionel ramme. ECB imødekom denne anmodning og fremsendte et arbejdsdokument, som identificerede de vigtig- ste retlige og operationelle karakteristika, som de relevante myndigheder i GCC skal tage højde for under udviklingen af en institutionel ramme for en monetær union.

8 På seminaret deltog repræsentanter fra centralbankerne i Cape Verde, Den Demokratiske Republik Congo, Gambia, Guinea, Liberia, Mauretania, São Tomé og Príncipe, Sierra Leone, Cen- tral Bank of West African States (centralbank i den monetære union, der består af Benin, Burkina Faso, Elfenbenskysten, Gui- nea Bissau, Mali, Niger, Senegal og Togo) og Central Bank of Central African States (centralbank for den monetære union, der består af Cameroun, Den Centralafrikanske Republik, Tchad, Congo, Ækvatorialguinea og Gabon).



KAPITEL 6

ANSVARLIGHED

I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

Ansvarlighed betragtes af en uafhængig centralbank som forpligtelsen til at gøre rede for og begrundede sine beslutninger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter, hvorved centralbanken holdes ansvarlig for opfyldelsen af sine målsætninger. Ansvarlighed er derfor et vigtigt aspekt af en centralbanks uafhængighed.

ECB har altid fuldt ud anerkendt, at ansvarlighed for bankens pengepolitiske beslutninger er essentiel og har derfor ført en løbende dialog med borgerne i EU og Europa-Parlamentet. ECB opfylder rigeligt de obligatoriske rapporteringskrav, der er fastsat i traktaten, fx ved at offentliggøre månedsoversigter i stedet for de påkrævede kvartalsberetninger. ECB afholder også en pressekonference efter Styrelsesrådets første møde i måneden. ECBs forpligtelse til at leve op til princippet om ansvarlighed ses endvidere af det store antal publikationer fra ECB og de mange taler, som medlemmerne af Styrelsesrådet holdt i løbet af 2006, hvor de gjorde rede for ECBs politiske beslutninger.

På institutionelt plan spiller Europa-Parlamentet – som er direkte valgt af borgerne i EU – en vigtig rolle i forhold til at holde ECB fast på sit ansvar. I overensstemmelse med traktatens artikel 113 forelagde formanden ECB Årsberetning 2005 på et plenarmøde i Europa-Parlamentet i 2006. Desuden fortsatte formanden med at gøre rede for ECBs pengepolitik og andre opgaver under de kvartalsvise høringer i Økonomi- og Valutaudvalget. Formanden blev også indbudt til en høring i Europa-Parlamentet for at gøre rede for ECBs rolle i overvågningen af SWIFT (se afsnit 2 i dette kapitel).

Andre medlemmer af Direktionen blev også indbudt til at give fremmøde i Europa-Parlamentet. Næstformanden forelagde ECB Årsberetning 2005 for Økonomi- og Valutaudvalget. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte to gange til høring i udvalget for at gøre rede for ECBs holdning til spørgsmål vedrørende betalingssystemer og om den seneste udvikling inden for clearing og afvikling af værdipapirer.

Som i tidligere år besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB med henblik på udveksling af synspunkter med medlemmer af Direktionen om en række emner. ECB fortsatte også med sin frivillige tradition med at besvare skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet om emner vedrørende ECBs kompetenceområde.

I traktatens artikel 112 hedder det, at Europa-Parlamentet skal høres om kandidater til Direktionen inden deres udnævnelse. Parlamentet inviterede derfor Jürgen Stark til at forelægge sine synspunkter og besvare spørgsmål i Økonomi- og Valutaudvalget. Efter høringen godkendte Parlamentet hans udnævnelse.

2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

De forskellige drøftelser mellem Europa-Parlamentet og ECB omfattede en lang række emner. Nedenfor beskrives de vigtigste emner, der blev taget op af Europa-Parlamentet under udvekslingen af synspunkter.

PENGEPOLITIKKENS BIDRAG TIL FÆLLESSKABETS GENERELLE ØKONOMISKE POLITIKKER

Pengepolitikens bidrag til Fællesskabets generelle økonomiske politikker var et af de emner, der blev drøftet under høringerne af ECBs formand i Europa-Parlamentet. Formanden understregede, at prisstabilitet både var en forudsætning for og et middel til at opnå øget velfærd og holdbar økonomisk vækst. ECB bidrog bedst muligt til at skabe et miljø, som fremmer økonomisk vækst og beskæftigelse, ved troværdigt at forfølge målet om prisstabilitet og solidt forankre inflationsforventningerne. I beslutningen om ECB Årsberetning 2005 bifaldt Europa-Parlamentet ECBs fokus på fastholdelse af prisstabilitet og opfordrede indtrængende ECB til at fortsætte denne politik med solidt at forankre inflationsforventningerne på et niveau, der er foreneligt med prisstabilitet.

FORSKELLE I INFLATION OG PRODUKTIONSVÆKST MELLEM EUROLANDENE

Medlemmerne af Europa-Parlamentet tog også spørgsmålet om forskelle i inflation og produktionsvækst mellem eurolandene op. I sin beslutning om ECB Årsberetning 2005 udtalte Europa-Parlamentet, at disse forskelle "på lang sigt udgør en stor risiko for Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)".

Formanden forklarede, at forskellene i inflation og produktionsvækst mellem eurolandene stadig var moderate og ikke var usædvanlige set i forhold til andre store valutaområder. De kunne være et resultat af "catching-up"-processer, forskelle i den demografiske udvikling eller løbende tilpasninger, der indebærer en mere effektiv resurseallokering. Hvis disse forskelle skyldes strukturelle stivheder eller manglende tilpasning af politikkerne, kan vedvarende forskelle i inflation og produktionsvækst være bekymrende. Formanden understregede på bag-

grund heraf behovet for hensigtsmæssige strukturreformer og udtrykte sin støtte til de lande, der havde taget initiativ til at iværksætte sådanne reformer (se boks 5).

FINANSIEL INTEGRATION OG REGULERING

Europa-Parlamentet og ECB fortsatte også deres tætte dialog om emner vedrørende finansiell integration og stabilitet. Parlamentet lagde navnlig vægt på den stærke vækst i hedgefondsektoren. I sin beslutning om ECB Årsberetning 2005 udtrykte Parlamentet sin bekymring herom og opfordrede ECB til at undersøge dette område nærmere.

Formanden mindede om, at hedgefondene har spillet en gavnlig rolle med hensyn til at øge likviditeten på markedet og fremme finansielle nyskabelser. Han pegede dog samtidig på, at hedgefondenes hurtigt voksende betydning i det finansielle system kunne udgøre en potentiel risiko for den finansielle stabilitet (se afsnit 1 i kapitel 4), og at de offentlige myndigheder, herunder ECB, derfor fortsat ville følge udviklingen nøje. Han forklarede også, at enhver forbedring af de eksisterende lovgivningsrammer skulle aftales på internationalt plan.

ECB informerede ligeledes Europa-Parlamentet om de løbende aktiviteter inden for betalingssystemer samt clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer, herunder hvordan udviklingen af Target2 forløb. Gertrude Tumpel-Gugerell gav fremmøde i Økonomi- og Valutaudvalget for at gøre rede for ECBs holdning til forslaget om et direktiv om betalingstjenester i det indre marked, oprettelsen af et fælles eurobetalingsområde (SEPA) samt standarderne for clearing og afvikling af værdipapirer, der var udarbejdet af ESCB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) i fællesskab. Hun informerede også Parlamentet om muligheden for etablering af en infrastruktur under eurosystemet med hensyn til værdipapirafvikling i centralbankpenge, kaldet Target2-Securities. Europa-Parlamentet tilkendegav sin støtte til gennemførelsen af Target2 og SEPA. Parlamentet tog også den eventuelle oprettelse af Target2-Securities til efterretning og opfordrede ECB til at få fast-



lagt en ordentlig styringsramme inden indførelsen af et sådant system.

ECBs ROLLE I OVERVÅGNING AF SWIFT

Europa-Parlamentet vedtog den 6. juli 2006 en beslutning om den amerikanske efterretningstjenestes overvågning af bankoverførselsdata fra SWIFT-systemet, hvor det opfordrede Kommissionen, Rådet og ECB til at gøre rede for, i hvilket omfang de havde kendskab til eventuelle aftaler mellem SWIFT og den amerikanske regering. ECBs formand blev den 4. oktober 2006 indbudt til en offentlig høring i Europa-Parlamentet om dette spørgsmål. Formanden forklarede, at SWIFT hverken var et kreditinstitut eller et betalingssystem. I betragtning af SWIFTs systemiske betydning som et globalt finansielt kommunikationsnetværk havde G10-landenes centralbanker og ECB imidlertid besluttet – med SWIFTs samtykke – at nedsætte en overvågningsgruppe (se afsnit 4.1 i kapitel 4). Denne overvågningsgruppes mandat er at sikre, at SWIFT har en hensigtsmæssig styringsramme, så systemiske risici kan undgås. Den overvåger kun SWIFTs aktiviteter, hvis de er relevante for den finansielle stabilitet og for, at betalingssystemerne kan fungere effektivt og problemfrit. Overvågningsgruppen har ingen bemyndigelse til at føre tilsyn med, om SWIFT overholder databeskyttelseslovgivningen, der hører ind under databeskyttelsesmyndighedernes kompetenceområde. Overvågningsgruppen blev gjort bekendt med det amerikanske program til sporing af finansiering af terroraktiviteter (US Terrorist Finance Tracking Program), der vedrørte SWIFT. Den blev ligeledes informeret om, at SWIFT havde fået forsvarlig juridisk vejledning fra USA og EU. Overvågningsgruppen fandt, at SWIFTs imødekommelse af USAs begæringer

om udlevering af data ikke havde nogen konsekvenser for den finansielle stabilitet og derfor faldt uden for rammerne for dens overvågningsbeføjelser. Da ECB endvidere er underkastet streng fortrolighed, kan den ikke bruge de oplysninger, den har modtaget i forbindelse med sin overvågningsvirksomhed, til andre formål eller dele disse oplysninger med databeskyttelsesmyndighederne eller de retshåndhævende myndigheder.



KAPITEL 7

**EKSTERN
KOMMUNIKATION**

I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

ECBs kommunikation har til formål at øge offentlighedens kendskab til ECBs beslutninger. Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og i andre af ECBs opgaver. De to centrale principper for ECBs kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. De understøtter også ECBs indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 6.

Siden 1999 har ECB fulgt et koncept om aktuelle, regelmæssige og omfattende forklaringer af de pengepolitiske vurderinger og beslutninger. Dette repræsenterer en enestående åben og gennemsigtig tilgang til kommunikation for en centralbank. Pengepolitiske beslutninger forklares på et pressemøde umiddelbart efter, at Styrelsesrådet har truffet beslutningerne. Formanden starter med en grundig indledning på pressekonferencen, hvor han gør rede for Styrelsesrådets beslutninger. Formanden og næstformanden besvarer derefter spørgsmål fra medierne. Siden december 2004 offentliggøres hver måned en tekst på eurosystemets centralbankers websteder, der redegør for Styrelsesrådets beslutninger ud over rentebeslutningerne.

ECBs retsakter offentliggøres på alle officielle EU-sprog, og det samme gælder eurosystemets ugentlige konsoliderede balance.¹ ECBs andre obligatoriske publikationer – Årsberetningen, kvartalsudgaverne af Månedsoversigten og Konvergensrapporten² – offentliggøres også på de officielle EU-sprog.³ Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for offentligheden offentliggør ECB også anden dokumentation på alle officielle sprog, især pressemeddelelser om pengepolitiske beslutninger, egne makroøkonomiske fremskrivninger og holdninger på bestemte politikområder af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECBs vigtigste publikationer udarbejdes, udgives og distribueres i tæt samarbejde med de nationale centralbanker.

1 Irsk er undtaget.

2 Med hensyn til Konvergensrapporten foreligger kun indledningen og sammendraget på alle sprog.

3 Den midlertidige undtagelse, der gælder for maltesisk, bortfalder i maj 2007.

2 KOMMUNIKATIONS- AKTIVITETER

ECB henvender sig til mange forskellige målgrupper, fx finansielle eksperter, medierne, regeringer, parlamenter og offentligheden, som har forskellige grader af kendskab til det finansielle og økonomiske område. Derfor benytter ECB en hel række kommunikationsværktøjer og -aktiviteter i forklaringen af sine opgaver og beslutninger. Værktøjerne og aktiviteterne udvikles hele tiden for at forbedre deres gennemslagskraft mest muligt.

ECB offentliggør en række undersøgelser og rapporter som fx Årsberetningen, der giver en omfattende beskrivelse af ECBs aktiviteter i det forløbne år og dermed bidrager til at holde ECB ansvarlig for sine handlinger. Månedsoversigten udtrykker ECBs aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECBs beslutninger. Publikationen "Financial Stability Review" vurderer stabiliteten af euroområdet finansielle system med hensyn til dets evne til at absorbere ugunstige støt.

Med henblik på at styrke eurosystemets identitet og offentlighedens opfattelse heraf godkendte Styrelsesrådet i 2006 indførelsen af en fælles signatur for eurosystemet i overensstemmelse med eurosystemets målsætning.⁴ I januar 2007 havde ECB og alle de nationale centralbanker i euroområdet tilføjet ordet "Eurosystem" til deres logo.

Alle medlemmer af Styrelsesrådet deltager direkte i indsatsen for at øge offentlighedens kendskab til og forståelse af eurosystemets opgaver og politikker gennem høringer i Europa-Parlamentet og nationale parlamenter samt gennem taler og interview til medierne. I 2006 var ECBs formand seks gange til høringer i Europa-Parlamentet. Medlemmerne af Direktionen holdt i 2006 ca. 200 taler, gav en lang række interview og fik udgivet artikler i fagblade, magasiner og aviser.

Euroområdet nationale centralbanker spiller en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger og budskaber om eurosystemet til offentligheden og interesserede parter. De hen-



vender sig til forskellige nationale og regionale målgrupper på disse gruppers eget sprog og i deres eget miljø.

ECB bidrager til at formidle forskningsresultater ved at offentliggøre Working Papers og Occasional Papers samt ved at arrangere akademiske konferencer, seminarer og workshops. ECBs fjerde centralbankkonference blev afholdt i 2006. Centralbanker, akademikere, markedsdeltagere og medier fra hele verden deltog i konferencen for at debattere emnet: "The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century" (se afsnit 5.2 i kapitel 2).

ECB arrangerede i 2006 sammen med Banka Slovenije en informationskampagne som forberedelse til euroens indførelse i Slovenien den 1. januar 2007. I lighed med informationskampagnen op til indførelsen af eurosedler og -mønter i 2002 var formålet at gøre kontanthåndterende virksomheder og offentligheden fortrolige med, hvordan eurosedlerne og -mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå (se kapitel 3).

ECB modtog i 2006 ca. 10.000 besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. De besøgende fik førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer holdt af ECBs medarbejdere. De fleste besøgende var universitetsstuderende og fagfolk fra den finansielle sektor.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og ECBs forskellige aktiviteter findes på ECBs websted. I 2006 behandlede ECB ca. 90.000 henvendelser fra offentligheden, herunder forespørgsler om ECBs aktiviteter.

ECB afholder et årligt kulturdagsprogram, hvor formålet er at bringe medlemslandenes kulturelle mangfoldighed og aktivitet tættere på offentlig-

⁴ Målsætningen blev offentliggjort den 5. januar 2005.

heden samt på ECBs og eurosystemets egne medarbejdere. Hvert år sætter dette initiativ fokus på den kulturelle rigdom i et EU-land, for derved at øge forståelsen for landene i EU. I 2006 fokuserede kulturdagsprogrammet på Østrig, hvor det havde været Ungarn i 2005 og Polen i 2004. Programmet var organiseret i tæt samarbejde med Oesterreichische Nationalbank og foregik mellem 18. oktober og 14. november.



**INSTITUTIONELLE
RAMMER,
ORGANISATION
OG ÅRSREGNSKAB**

I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE

I.1 EUROSISTEMET OG DET EUROPÆISKE SYSTEM AF CENTRALBANKER



Eurosystemet er euroområdet centralbanksystem. Det består af ECB og de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta (13 siden 1. januar 2007). Styrelsesrådet besluttede at indføre betegnelsen "eurosystemet" for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Navnet understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde.

ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle EU-lande (27 siden 1. januar 2007), dvs. også de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen.

ECB udgør kernen i eurosystemet og ESCB og sikrer, at de respektive opgaver udføres enten af

ECB eller af de nationale centralbanker. ECB har status som juridisk person i folkeretten.

Den enkelte nationale centralbank har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. De nationale centralbanker i euroområdet, som er en integreret del af eurosystemet, udfører i overensstemmelse med ECBs regler de opgaver, som eurosystemet er blevet pålagt. De nationale centralbanker bidrager også til arbejdet i eurosystemet og ESCB via eurosystem-/ESCB-komiteerne (se afsnit 1.5 i dette kapitel). De nationale centralbanker kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er eurosystemrelaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod eurosystemets mål og opgaver.

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs beslutende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd er konstitueret som ECBs tredje beslutende organ, så længe der er EU-lande, som ikke har indført euroen. De beslutende organer udfører deres opgaver i henhold til bestemmelserne i traktaten, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.¹ I eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt, til at nå eurosystemets fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i overensstemmelse med ESCB-statutten.

ver i ECB og for eurosystemet, handler de ikke som repræsentanter for deres medlemslande, men som personligt udnævnte, fuldstændigt uafhængige medlemmer. Dette afspejles i princippet "én person, én stemme", som anvendes i Styrelsesrådet.

1.2 STYRELSESRÅDET

Styrelsesrådet består af medlemmerne af ECBs direktion og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- at fastsætte de retningslinjer og træffe de beslutninger, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt eurosystemet
- at udforme euroområdets pengepolitik, herunder, hvor dette er hensigtsmæssigt, beslutninger om pengepolitiske delmål, officielle renter og forsyningen med reserver i eurosystemet, og at fastsætte de nødvendige retningslinjer for gennemførelsen heraf.

Styrelsesrådet mødes normalt to gange om måneden i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. Det foretager bl.a. en tilbundsgående vurdering af den monetære og økonomiske udvikling. Beslutninger i tilknytning hertil træffes især på det første møde i måneden, mens der på månedens andet møde normalt behandles spørgsmål i relation til andre af ECBs og eurosystemets opgaver. I 2006 blev der afholdt to møder uden for Frankfurt: et i Banco de España i Madrid og et i Banque de France i Paris.

Når medlemmerne af Styrelsesrådet træffer pengepolitiske beslutninger og udfører andre opga-

1 For ECBs forretningsorden se afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80 af 18.3.2004, s. 33, afgørelse ECB/2004/12 af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230 af 30. juni 2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Disse dokumenter findes også på ECBs websted.

STYRELSESRÅDET



**Bagerste række
(fra venstre til højre)**
Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

**Mellemste række
(fra venstre til højre)**
Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vitor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

**Forreste række
(fra venstre til højre)**
José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECBs direktion

Jaime Caruana (indtil 11. juli 2006)

Direktør for Banco de España

Vitor Constâncio

Direktør for Banco de Portugal

Vincenzo Desario (indtil 15. januar 2006)

Fungerende direktør for Banca d'Italia

Mario Draghi (fra 16. januar 2006)

Direktør for Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez (fra 12. juli 2006)

Direktør for Banco de España

Nicholas C. Garganas

Direktør for Bank of Greece

Mitja Gaspari² (fra 1. januar 2007)

Direktør for Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Medlem af ECBs direktion

John Hurley

Direktør for Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland

Otmar Issing (indtil 31. maj 2006)

Medlem af ECBs direktion

Klaus Liebscher

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (fra 1. juni 2006)

Medlem af ECBs direktion

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECBs direktion

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

² Direktøren for Banka Slovenije deltog i Styrelsesrådets møder i 2006 som "særligt indbudt", efter at Ecofin-Rådet 11. juli 2006 besluttede at ophæve Sloveniens dispensation pr. 1. januar 2007.

1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af ECBs formand og næstformand og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionen mødes normalt en gang om ugen. Den har følgende primære ansvarsområder:

- at forberede møderne i Styrelsesrådet
- at gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet, idet Direktionen videregiver de nødvendige

instrukser til de nationale centralbanker i euroområdet

- at forestå ECBs løbende drift
- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECBs ledelse, planlægning og årlige budgetproces. Forvaltningskomiteen består af et direktionsmedlem, der er komiteens formand, og nogle af medarbejderne i den øverste ledelse.

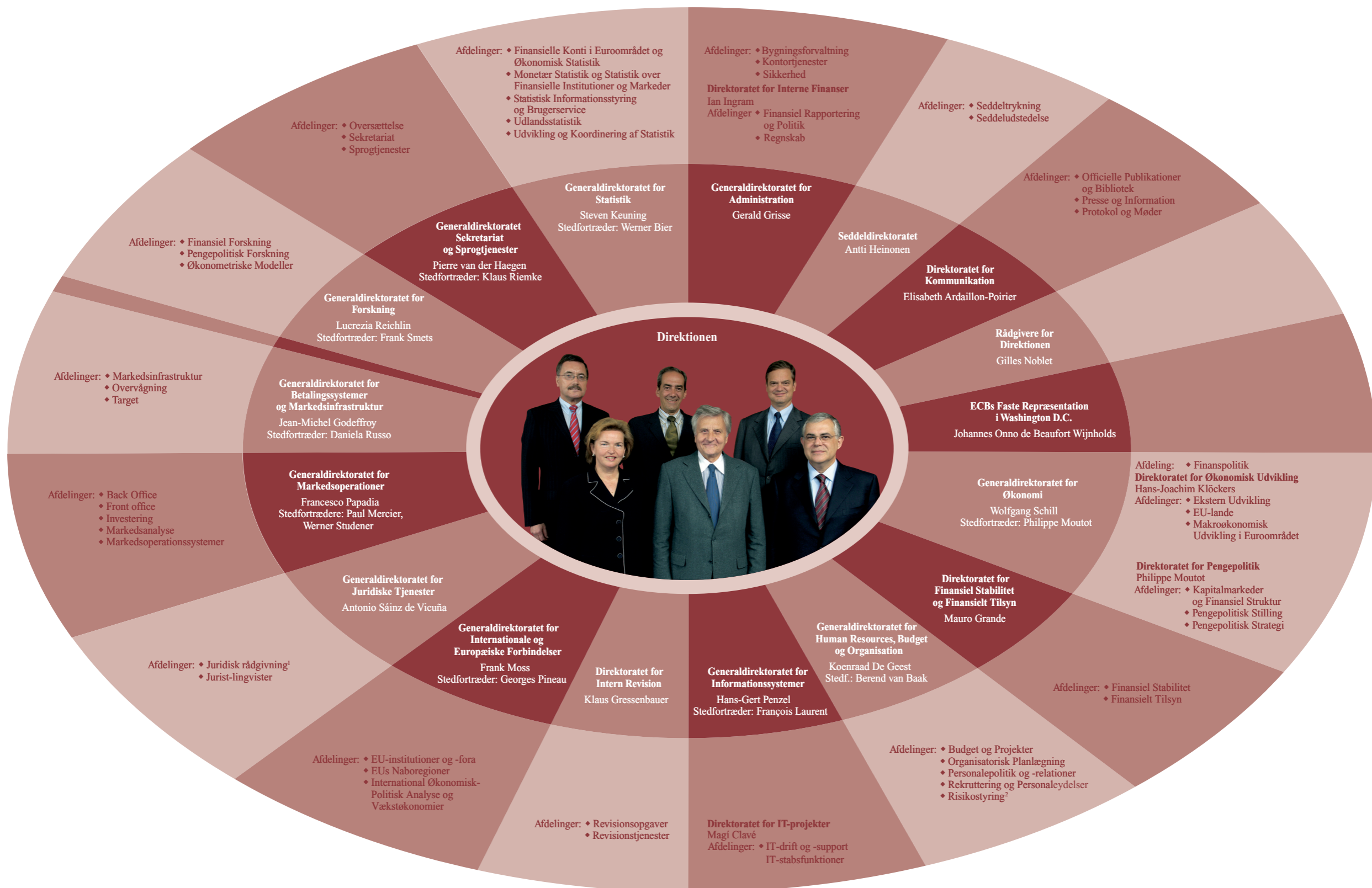
**Bagerste række
(fra venstre til højre):**
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

**Forreste række
(fra venstre til højre):**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Formand for ECB
Lucas D. Papademos
Næstformand for ECB
Lorenzo Bini Smaghi
Medlem af ECBs direktion
José Manuel González-Páramo
Medlem af ECBs direktion

Otmar Issing (indtil 31. maj 2006)
Medlem af ECBs direktion
Jürgen Stark (fra 1. juni 2006)
Medlem af ECBs direktion
Gertrude Tumpel-Gugerell
Medlem af ECBs direktion



Direktionen

Bagerste række (fra venstre til højre): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi
 Forreste række (fra venstre til højre): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Lucas D. Papademos (næstformand)

¹ Herunder databeskyttelse.

² Rapporterer direkte til Direktionen.

1.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og de nationale centralbankchefer i alle EU-lande. Det udfører primært de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som ECB stadig skal udføre, eftersom ikke alle EU-lande har indført euroen. I 2006 mødtes Det Generelle Råd fire

gange. Fra og med januar 2007 er de to direktører for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og Banca Națională a României medlemmer af Det Generelle Råd. Fra april 2005, hvor deres respektive lande underskrev tiltrædelsestraktaten, og indtil december 2006, havde de deltaget i Det Generelle Råds møder som observatører.



Bagerste række (fra venstre til højre)

Zsigmond Járαι, Ivan Šramko,
Nils Bernstein, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas, Guy Quaden,
Stefan Ingves, Mario Draghi,
Reinoldijus Šarkinas,
Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

Mellemste række (fra venstre til højre)

Erkki Liikanen, Axel A. Weber,
Christian Noyer, Klaus Liebscher,
Vítor Constâncio, John Hurley,
Nout Wellink

Forreste række (fra venstre til højre)

Ilmārs Rimšēvičs, Michael C.
Bonello, Miguel Fernández Ordóñez,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Christodoulos Christodoulou,
Yves Mersch, Andres Lipstok

Anm.: Mervyn King var forhindret
i at deltage på det møde,
hvor billedet blev taget.

Jean-Claude Trichet Formand for ECB
Lucas D. Papademos Næstformand for ECB
Leszek Balcerowicz (indtil 10. januar 2007)
Direktør for Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein
Direktør for Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Direktør for Central Bank of Malta
Jaime Caruana (indtil 11. juli 2006)
Direktør for Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Direktør for Central Bank of Cyprus
Vítor Constâncio
Direktør for Banco de Portugal
Vincenzo Desario (indtil 15. januar 2006)
Fungerende direktør for Banca d'Italia
Mario Draghi (fra 16. januar 2006)
Direktør for Banca d'Italia
Miguel Fernández Ordóñez (fra 12. juli 2006)
Direktør for Banco de España
Nicholas C. Garganas
Direktør for Bank of Greece
Mitja Gaspari Direktør for Banka Slovenije
John Hurley Direktør for Central Bank
and Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves Direktør for Sveriges Riksbank
Mugur Constantîn Isărescu
(fra 1. januar 2007)
Direktør for Banca Națională a României

Ivan Iskrov (fra 1. januar 2007)
Direktør for Българска народна банка
(Bulgarian National Bank)
Zsigmond Járαι (indtil 2. marts 2007)
Direktør for Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Direktør for Bank of England
Klaus Liebscher
Direktør for Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok Direktør for Eesti Pank
Yves Mersch
Direktør for Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Direktør for Banque de France
Guy Quaden
Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs, Direktør for Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Direktør for Lietuvos bankas
Sawomir Skrzypek (fra 11. januar 2007)
Direktør for Narodowy Bank Polski
András Simor (fra 3. marts 2007)
Direktør for Magyar Nemzeti Bank
Ivan Šramko
Direktør for Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma, Direktør for Česká národní banka
Axel A. Weber Direktør for Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Direktør for De Nederlandsche Bank

1.5 EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER, BUDGETKOMITEEN OG PERSONALECHEFKREDSEN



Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECBs besluttende organer udfører. På anmodning af Styrelsesrådet og Direktionen bidrager komiteerne med ekspertise inden for deres kompetenceområder og er således med til at fremme beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i eurosystemets centralbanker. De nationale centralbanker i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager i komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer som fx nationale tilsynsmyndigheder for Banktilsynskomiteens vedkommende. I øjeblikket er der 12 eurosystem-/ESCB-komiteer, som alle blev nedsat i henhold til artikel 9 i ECBs forretningsorden.

I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet af Budgetkomiteen, som blev nedsat i henhold til artikel 15 i Forretningsordenen. Personalechefkredsen blev etableret i 2005 i henhold til artikel 9a i Forretningsordenen som et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information blandt centralbankerne i eurosystemet/ESCB på personaleforvaltningsområdet.

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over de besluttende organer omfatter ECBs corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser, tre adfærdskodekser og regler om aktindsigt i ECBs dokumenter.

EKSTERNE KONTROLINSTANSER

Ifølge ESCB-statutten skal der være to eksterne kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som er udnævnt til at revidere ECBs årsregnskab

(artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der efterprøver, hvor effektiv ECBs forvaltning er i operationel henseende (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECBs svar er offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende og på ECBs websted. For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECBs eksterne revisor er uafhængig, anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende.³

INTERNE KONTROLINSTANSER

ECBs interne kontrolsystem er funktionsbaseret. Hver enkelt enhed (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) i organisationen er ansvarlig for sin egen interne kontrol og effektivitet. På denne måde udfører de forskellige enheder i organisationen operationelle kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde og fastsætter det acceptable risikoniveau. Der er fx indført en række regler og procedurer – "kinesiske mure" – for at forhindre, at interne oplysninger fra afdelinger med ansvar for gennemførelsen af pengepolitikken spredes til afdelinger med ansvar for forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. Ud over kontrolforanstaltningerne i de enkelte afdelinger overvåger forskellige afdelinger i Generaldirektoratet for Human Resources, Budget og Organisation kontrolprocessen og stiller forslag til, hvordan man mere effektivt kan identificere, vurdere og reducere risici i ECB som helhed.

Direktoratet for Intern Revision, der er ansvarlig over for Direktionen, foretager løbende revisioner uafhængigt af ECBs kontrolsystem og risikoovervågning. I overensstemmelse med mandatet i ECBs revisionscharter⁴ vurderer ECBs interne revisorer løbende, om det interne kontrolsystem er tilstrækkeligt, og om det er effektivt. De vurderer også ECBs udførelse af tildelte opgaver. ECBs interne revisorer følger de internationale standarder for erhvervmæssig udøvelse af intern revision og de etiske regler, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer (IIA).

Komiteen for Interne Revisorer (IAC), der er én af eurosistem-/ESCB-komiteerne, består af interne revisionschefer fra ECB og de nationale

centralbanker. Komiteen skal koordinere revisionen af fælles projekter og fælles operationelle systemer på eurosistem-/ESCB-niveau.

For yderligere at styrke styringsrammen for ECB og eurosystemet besluttede Styrelsesrådet pr. april 2007 at nedsætte en Revisionskomite for ECB, der består af tre af Styrelsesrådets medlemmer.

ADFÆRDSKODEKSER

Der er tre adfærdskodekser i kraft i ECB. Den ene vedrører medlemmerne af Styrelsesrådet, som skal overholde en adfærdskodeks, der afspejler det ansvar, de har for at beskytte eurosistemets integritet og omdømme og sørge for, at eurosistemets operationer udføres effektivt.⁵ Kodeksen giver vejledning til og fastsætter etiske standarder for Styrelsesrådets medlemmer og disses stedfortrædere i udøvelsen af deres funktion som medlem af Styrelsesrådet. Styrelsesrådet har desuden udnævnt en rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenstemæssig adfærd. Den anden kodeks er Adfærdskodeksen for ECB, der giver vejledning om og fastsætter benchmarks for ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen, som alle forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver.⁶ I henhold til Adfærdskodeksens regler om insiderhandel er det ikke tilladt for ECBs medarbejdere og direktionsmedlemmer at udnytte interne oplysninger i forbindelse med private økonomiske handlinger, som udføres på egen risiko og for egen regning eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.⁷ Den tredje kodeks er en supplerende kodeks over etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen.

3 Efter en licitationsrunde i 2002 blev KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECBs eksterne revisor med et mandat på fem år (2003-2007).

4 Revisionschartret er offentliggjort på ECBs websted for at gøre ECBs revisionsordninger mere gennemsigtige.

5 Se adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123, 24.5.2002, s. 9, med senere ændringer i EUT C 10, 16.1.2007, s. 6, og ECBs websted.

6 Se adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT C 76, 8.3.2001, s. 12, og ECBs websted.

7 Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenstemæssig adfærd og tavshedspligt, EUT C 92, 16.4.2004, s. 31, og ECBs websted.

nen.⁸ Den supplerer de to andre kodekser ved at præcisere de etiske regler for medlemmerne af Direktionen. En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre en konsekvent fortolkning af disse regler.

BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning⁹, der skulle styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Det fremgår bl.a. af forordningen, at Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF) skal foretage interne undersøgelser ved mistanke om svig i Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer.

Ifølge OLAF-forordningen skal alle Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer hver især vedtage afgørelser, der gør det muligt for OLAF at udføre sine undersøgelser. I juni 2004 vedtog Styrelsesrådet en afgørelse¹⁰ om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank, som trådte i kraft 1. juli 2004.

AKTINDSIGT I ECBs DOKUMENTER

ECBs afgørelse om aktindsigt i ECBs dokumenter¹¹, der blev vedtaget i marts 2004, er i overensstemmelse med de målsætninger, der er opstillet, og de standarder, der anvendes i andre EU-institutioner og organer for aktindsigt. Afgørelsen skal fremme gennemsigtigheden, men den tager dog samtidig højde for både ECBs og de nationale centralbankers uafhængighed, idet den sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECBs opgaver.¹²

I 2006 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

8 Supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af direktionen for Den Europæiske Centralbank, EUT C 230, 23.9.2006, s. 46, og ECBs websted.

9 Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136 af 31.5.1999, s. 1.

10 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2004/11 om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte, EUT L 230, 30.6.2004, s. 56. Afgørelsen blev vedtaget som følge af dommen i sag C-11/00, Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber mod Den Europæiske Centralbank af 10. juli 2003, Sml. I, s. 7147.

11 EUT L 80 af 18.3.2004, s. 42.

12 I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed, fik ECBs websted i 2006 et nyt afsnit – Arkiv – som giver adgang til historisk dokumentation.

2 ORGANISATORISK UDVIKLING

2.1 HUMAN RESOURCES

MEDARBEJDERE

Det samlede antal budgetterede stillinger for 2006 var 1.343 fuldtidsstillinger¹³ mod 1.369,5 fuldtidsstillinger i 2005, eller et fald på 26,5 fuldtidsstillinger som følge af resultatet af nulbudgetteringsrunden i 2005.

Al ekstern ansættelse af nye medarbejdere til permanente stillinger skete i form af tidsbegrænsede kontrakter af fem års varighed for medarbejdere i ledende stillinger og tre års varighed for alle andre medarbejdergrupper. De tidsbegrænsede kontrakter, som gives til medarbejdere i permanente stillinger, kan omdannes til tidsubegrænsede kontrakter efter en procedure, hvor der tages højde for organisatoriske hensyn og medarbejdernes resultater.

I 2006 havde ECB 99 vikariater (mod 106 vikariater i 2005) af mindre end et års varighed til at opfylde et midlertidigt behov som erstatning for medarbejdere på barsels- eller forældreorlov, ulønnet orlov osv.

ECB ansatte også eksperter fra de nationale centralbanker på 93 kortvarige kontrakter (herunder også eksperter fra Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og Banca Națională a României), andre EU-institutioner og internationale organisationer. I 2005 var antallet af sådanne kontrakter 80. Disse kortvarige udstationeringer giver både ECB-medarbejdere og ansatte i de nationale centralbanker lejlighed til at lære af hinandens erfaringer og derved skabe korpsånd inden for ESCB. De bidrager også fortsat til integrationen af Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og Banca Națională a României i ESCB.

I september 2006 startede de første seks deltagere i ECBs Graduate Programme på en toårig kontrakt, der ikke kan konverteres til en længerevarende kontrakt. ECBs Graduate Programme henvender sig til nyuddannede kandidater med en bred uddannelsesmæssig baggrund.

ECB tilbød også praktikantpladser til studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse. I løbet af 2006 var der 173 praktikpladser fordelt på ECBs forskellige arbejdsområder.

ECB gav også to forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme og fem stipendier til unge forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship-programmet.

INTERN MOBILITET

Intern mobilitet giver medarbejderne mulighed for at udvide deres ekspertise og er med til at øge synergieffekterne mellem de forskellige forretningsområder. Den interne ansættelsespolitik lægger vægt på en bred funderet kompetence og sigter således mod at øge medarbejdernes mobilitet internt. Andre initiativer som fx udveksling af medarbejdere og midlertidige, interne forflytninger som vikar for fraværende kolleger fremmer også den interne mobilitet. I 2006 flyttede mere end 80 medarbejdere, herunder 15 i ledende stillinger og rådgivere, midlertidigt eller i en længere periode til andre stillinger internt i ECB.

I 2006 indførte ECB overordnede principper for mobilitet, der tilskynder medarbejderne til at skifte job efter hvert femte arbejdsår.

EKSTERN MOBILITET

ECBs udstationeringsordning fremmer udstationeringen af medarbejdere i de 27 nationale centralbanker eller andre relevante internationale finansielle institutioner (fx IMF og BIS) i perioder af 2 til 12 måneders varighed. 24 medarbejdere benyttede sig af denne mulighed i 2006. ECB fortsatte desuden med at bevilge orlov uden løn i op til tre år til 29 medarbejdere, der havde fået tilbudt arbejde i en national centralbank, en EU-institution eller en international organisation.

¹³ Den 31. december 2006 var antallet af fuldtidsstillinger reelt 1.367. Årsagen til denne forskel var hovedsagelig, at der var indgået et antal tidsbestemte kontrakter med vikarer, som skal afløse medarbejdere på orlov i mere end 12 måneder, og at der som følge af nulbudgetteringsrunden var et mindre strukturelt overskud.

MANGFOLDIGHEDSSTRATEGI

ECBs medarbejdere kommer fra alle EUs 27 medlemslande, og derfor har ECB gjort mangfoldighedsledelse til en del af sin personalepraksis, så det sikres, at der tages højde for medarbejdernes individuelle kompetence, som udnyttes fuldt ud til at nå ECBs mål. Arbejdet med at udforme mangfoldighedspolitikken begyndte i 2005, og den blev officielt lanceret i 2006. Mangfoldighedsledelse i ECB betyder, at alle medarbejdere skal behandles med respekt og belønnes efter fortjeneste.

EN STYRKELSE AF HUMAN RESOURCES

Ud over øget mobilitet, herunder jobrotation på ledelsesniveau, sætter personalestrategien fortsat fokus på udviklingen af ECBs managementfunktion. Management og lederkvalifikationerne blev yderligere styrket gennem uddannelse og individuel coaching. Uddannelsen af de ledende medarbejdere var koncentreret om lederkvalifikationer, mål- og resultatstyring og ledelse af organisatorisk forandring. Efter lanceringen af mangfoldighedsstrategien i 2006 blev der gennemført et særligt kursus for ECBs ledere om "værdighed på arbejdspladsen".

Lederne deltog endvidere i den årlige, obligatoriske feedback-øvelse, hvor de får feedback fra flere sider, og hvor deres direkte overordnede, kolleger i samme medarbejdergruppe og eksterne kontaktpersoner identificerer områder, hvor de kan fortsætte deres personlige udvikling. Denne form for feedback indgår i den årlige ledervurdering. Der tilbydes individuel coaching på baggrund af resultaterne af ovennævnte feedback fra flere sider.

I 2006 fastsatte ECB, som et parallelt karriereforløb til det traditionelle ledelsesforløb, rammer for medarbejdere i rådgivende funktioner (Advisory Positions Framework). Disse medarbejders rolle er at yde teknisk og strategisk ekspertbistand på højt plan, bidrag til koordinering på tværs af organisationen og/eller rådgive ledelsen på en lang række områder.

ECBs seks kerneværdier (kompetence, effektivitet, integritet, korpsånd, gennemsigtighed og an-

svarlighed samt at arbejde for Europa) blev yderligere integreret i personalepolitikken, således at de bliver omsat i medarbejdernes daglige adfærd og præstationer. HR-værktøjer og -processer (fx mål- og resultatstyring, ansættelse og udvælgelse, uddannelse og udvikling) vil også fremover blive yderligere rettet ind efter disse værdier.

Løbende efteruddannelse og faglig videreudvikling er stadig en af grundstenene i ECBs personalestrategi. Som udgangspunkt er uddannelse og udvikling både medarbejderens og institutionens ansvar. ECB stiller budgetmidler og en uddannelsesmæssig ramme til rådighed, lederne definerer, hvilket behov der er for uddannelse, så det sikres, at medarbejderne holder det høje faglige niveau, der kræves i den stilling, de aktuelt bestrider, og medarbejderne er primært ansvarlige for at videreudanne og udvikle sig. Ud over en række interne uddannelses tilbud benyttede medarbejderne sig af eksterne uddannelses tilbud til at dække specifikke, individuelle uddannelsesbehov af mere "teknisk" art. De benyttede sig også af uddannelses tilbud, der blev organiseret som fælles ESCB-uddannelsesprogrammer eller blev udbudt af de nationale centralbanker.

ECB har bevilget orlov uden løn til 10 medarbejdere af studiemæssige hensyn og ydet støtte til 14, så de kan videreudanne sig og opnå en faglig baggrund, som går ud over den, der kræves i deres nuværende stilling.

PERSONALECHEFKREDSEN OG OPFØLGNINGEN PÅ ERKLÆRINGEN OM EUROSISTEMETS MÅLSÆTNING

For yderligere at fremme samarbejde og korpsånd blandt eurosistem-/ESCB-centralbankerne på personaleforvaltningsområdet oprettede Styrelsesrådet Personalechefkredsen i 2005 og formaliserede dermed det mangeårige samarbejde mellem personalecheferne i EUs centralbanker.

I 2006 beskæftigede Personalechefkredsen sig med forskellige aspekter af medarbejdernes uddannelse og udvikling, herunder muligheder for fælles uddannelsesaktiviteter, karrieropolitik, systemer til at vurdere medarbejdernes præstati-

oner, en strategi for udstationeringen af medarbejdere og udvælgelsesprocedurer. Personalechefkredsens arbejde på dette område skal også omfatte foranstaltninger til fremme af udveksling af medarbejdere.

Personalechefkredsen udveksler også oplysninger om personaleudgifter og har sammen med ECCO fremsat et samlet forslag til, hvordan hovedemnerne i eurosystemets målsætning, strategiske intentioner og organisationsprincipper kan dækkes i fælles tiltrædelsesseminarer for nye ansatte i eurosystemet/ESCB.

2.2 ECBs NYE HOVEDSÆDE

Der blev fortsat gjort fremskridt i planlægningen af ECBs nye hovedsæde. Efter at COOP HIMMELB(L)AU havde optimeret sit vindende designforslag på baggrund af ændrede specifikationer af funktionel, pladmæssig og teknisk art og mål om lavere byggeomkostninger, gik projektet i 2006 ind i planlægningsfasen. Denne fase indebærer:

- forberedelse og gennemførelse af de nødvendige udbudsprocedurer, således at der kan udstedes tjenesteydelseskontrakter til planlæggere, eksperter, arkitekter, ingeniører og byggefirmaer, der bliver involveret i planlægningen og bygningen af ECBs nye hovedsæde
- forelæggelse af planerne for bystyret i Frankfurt med henblik på udstedelse af byggetilladelser og gennemgang af alle planer, så de opfylder den gældende bygge Lovgivning, dvs. byggereglement, brandsikkerhed og sundheds- og sikkerhedsstandarder
- udarbejdelse af en opdateret omkostningsberegning for at bekræfte den samlede omkostningsramme (500 mio. euro i byggeomkostninger og 850 mio. euro i samlede investeringsomkostninger, baseret på 2005-priser)
- udarbejdelse af detaljerede planer for bygnings design baseret på byggespecifikationerne og på løbende value engineering.

Arkitekterne indsendte derefter et foreløbigt designforslag, som indeholdt en række tilpasninger



i forhold til det optimerede design. For det første er skyskraberen og den indgangsbygning, der skal forbinde Grossmarkthalle med skyskraberen, forskudt en anelse mod vest, i overensstemmelse med specifikationerne fra de historiske fredningsmyndigheder. For det andet er de funktioner, der i det oprindelige forslag var henlagt til Grossmarkthalle, ændret i overensstemmelse med de frednings- og pladmæssige specifikationer. For det tredje er skyskraberens facade gjort mere energieffektiv, ved at solbeskyttelsen er blevet forbedret. Det landskabsmæssige design er også blevet omdefinert og inkorporerer nu en række sikkerhedsforanstaltninger. Endelig har den øverste del af skyskraberen fået en anden form, med et nyt skrånende tag, som forbedrer bygningens form generelt og giver bygningen en mere fremtrædende plads i den bymæssige sammenhæng.

Bystyret i Frankfurt fortsatte i samarbejde med ECB udarbejdelsen af en juridisk bindende zoneplan for den nye bebyggelse. I denne forbindelse blev der i løbet af året holdt flere møder med de kommunale myndigheder. Processen med at indsende en ansøgning om byggetilladelse forventes afsluttet inden udgangen af oktober 2007 som planlagt. Byggeriet forventes påbegyndt i begyndelsen af 2008 og afsluttet inden udgangen af 2011.

Der vil også blive opført et mindesmærke og indrettet et informationsområde til erindring om den rolle, Grossmarkthalle spillede i forbindelse med deportationen af jøder. En arbejdsgruppe bestående af repræsentanter for bystyret i Frankfurt, det jødiske samfund i Frankfurt og ECB blev nedsat for at forberede en international konkurrence om udformningen af mindesmærket og informationsområdet. Konkurrencen forventes afholdt i 2007.

3 ESCBs SOCIALE DIALOG

ESCBs Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra næsten alle centralbanker i ESCB og en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger.¹⁴ Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få større indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB.

Der blev afholdt møder i ESCBs Sociale Dialog i juni og december 2006. Ud over spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler, til betalingssystemer (Target2) og til finansielt tilsyn, der er emner, som regelmæssigt drøftes i forbindelse med Den Sociale Dialog, drøftedes bl.a. gennemførelsen af tiltag med relation til eurosystemets målsætning, strategiske intentioner og organisatoriske principper samt disses betydning for eurosystemets medarbejdere i deres daglige arbejde. Medarbejderrepræsentanterne blev også orienteret om det arbejde, der udføres af Personalechefkredsen.

For at holde medarbejderrepræsentanterne orienteret om den seneste udvikling på ovennævnte områder fortsatte ECB med at udgive et halvårligt nyhedsbrev.

Yderligere foranstaltninger til at fremme ESCBs sociale dialog blev drøftet ved mødet i december og vedtaget af ECB og de europæiske sammenslutninger af fagforeninger. Der blev indført en mekanisme, som sikrer, at medarbejderrepræsentanterne kan blive informeret på et tidligt tidspunkt om de spørgsmål, der tages op af Styrelsesrådet, og som er af relevans for den sociale dialog.

Efter invitation fra fagforeningssammenslutningerne deltog ECB i to seminarer om arbejdsmarkedsrelationer og virksomhedskultur, som hovedsagelig var henvendt til medarbejderrepræsentanter i de nationale centralbanker i de lande, der blev medlem af EU i maj 2004 og januar 2007.

¹⁴ The Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), UNI-Finance og European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2006

1 HOVEDAKTIVITETER

ECBs aktiviteter i 2006 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

2 MÅL OG OPGAVER

ECBs mål og opgaver er beskrevet i statuten for ESCB (artikel 2 og 3). Formanden giver endvidere en oversigt over disse mål i forordet til Årsberetningen.

3 VIGTIGSTE RESURSER, RISICI OG PROCESSER

ECBs CORPORATE GOVERNANCE

ECBs corporate governance er beskrevet i kapitel 8.

MEDLEMMER AF DIREKTIONEN

Medlemmer af Direktionen udnævnes blandt personer, som er værdige i almindeligt omdømme, og som har professionel erfaring i monetære forhold eller bankvæsen, efter fælles overenskomst mellem medlemslandenes regeringer på stats- eller regeringschefsniveau på grundlag af en indstilling fra Rådet, efter høring af Europa-Parlamentet og Styrelsesrådet.

Ansættelsesvilkårene for Direktionens medlemmer fastsættes af Styrelsesrådet efter forslag fra en komite, der består af tre medlemmer udnævnt af Styrelsesrådet og tre medlemmer udnævnt af Rådet.

MEDARBEJDERE

Det gennemsnitlige antal medarbejdere (omregnet til fuldtidsstillinger), der var ansat på en tidsubestemt eller tidsbestemt kontrakt, steg fra 1.331 i 2005 til 1.360 i 2006. Ved årets udgang havde ECB 1.367 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til noterne i resultatopgørelsen og kapitel 8, afsnit 2, hvor der også findes en beskrivelse af ECBs personalestrategi.

INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING

ECBs valutareserve består af valutareserveaktiver, der i henhold til bestemmelserne i artikel 30 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank er overført fra de nationale centralbanker i eurosystemet til ECB, samt forrentningen heraf. Valutareserven skal finansiere ECBs operationer på valutamarkedet til de formål, der fremgår af traktaten.

ECBs egenportefølje afspejler investeringen af den indbetalte kapital, modposten til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldpriserisici, den almindelige reservefond og de porteføljeindtægter, der er akkumuleret hidtil. Dens formål er at skabe et afkast, som skal bidrage til at dække ECBs driftsomkostninger.

ECBs investeringsaktiviteter og risikostyring i forbindelse hermed er beskrevet nærmere i kapitel 2.

BUDGETPROCESSEN

Budgetkomiteen (BUCOM), der består af eksperter fra både ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, yder et centralt bidrag til ECBs finansielle styringsproces. I overensstemmelse med forretningsordenens artikel 15, omfatter BUCOMs støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECBs årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse. Udgifter, der går ud over det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, idet der tages højde for råd fra ECBs interne kontrolfunktion, samt af Styrelsesrådet med BUCOMs bistand.

4 RESULTAT

ÅRSREGNSKAB

I henhold til artikel 26.2 i statuten for ESCB, udfærdiges ECBs årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

HENSÆTTELSE TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECBs aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, er ECBs lønsomhed yderst følsom over for udviklingen i valutakurser og – i mindre omfang – renter. Det skyldes hovedsagelig bankens valutareserve i form af amerikanske dollar, japanske yen og guld, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I 2005 besluttede Styrelsesrådet i betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldpris samt størrelsen af ECBs revalueringskonti at foretage en hensættelse til at imødegå denne risikoeksponering. Pr. 31. december 2005 blev der derfor hensat 992 mio. euro til dette formål. Pr. 31. december 2006 blev der hensat yderligere 1.379 mio. euro, hvorved det samlede beløb steg til 2.371 mio. euro, og – som det var tilfældet i 2005 – nettoresultatet blev lig nul.

Hensættelsen skal bruges til at dække realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringskontiene. Dens størrelse og fortsatte relevans tages hvert år op til fornyet vurdering.

RESULTAT I 2006

Hvis der ikke var blevet hensat et beløb til dækning af valutakurs-, rente- og guldpriserisici i 2006, ville ECB have haft et nettooverskud på 1.379 mio. euro.

I 2006 medførte euroens appreciering over for den japanske yen nedskrivninger i euroværdien af ECBs beholdning af aktiver denomineret i yen på ca. 0,6 mia. euro, som blev udgiftsført i resultatopgørelsen.

Nettorenteindtægterne steg fra 1.270 mio. euro i 2005 til 1.972 mio. euro i 2006, hvilket hovedsagelig skyldtes a) en stigning i euroseddellomløbet og i den marginale rente på eurosystemets primære markedsoperationer, der bestemmer den indtægt, som ECB oppebærer på sin andel af eurosedler i eurosystemet og b) stigningen i dollarrenten.

Realiserede nettogevinster/-tab på finansielle operationer steg fra 149 mio. euro i 2005 til 475 mio. euro i 2006. Euroens depreciering over for guld førte i sammenhæng med det stigende guldsalg i 2006 til større realiserede gevinster. Guldsalget blev gennemført i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld af 27. september 2004, som ECB har underskrevet.

ECBs samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 348 mio. euro i 2005 til 361 mio. euro i 2006.

Personaleomkostningerne steg hovedsagelig på grund af en stigning i det gennemsnitlige antal medarbejdere i løbet af året og en stigning i pensionsomkostningerne i 2006. Lønnen til medlemmerne af Direktionen udgjorde i alt 2,2 mio. euro (mod 2,1 mio. euro i 2005).

BALANCE PR. 31. DECEMBER 2006

AKTIVER	NOTE	2006 €	2005 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	9.929.865.976	10.064.527.857
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF		414.768.308	170.162.349
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		29.313.377.277	31.062.557.242
		29.728.145.585	31.232.719.591
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2	2.773.828.417	2.908.815.389
Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		4.193.677	13.416.711
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	33.914	25.000
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		50.259.459.435	45.216.783.810
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto		3.545.868.495	5.147.038.409
		53.805.327.930	50.363.822.219
Andre aktiver	6		
Materielle anlægsaktiver		175.180.989	175.237.902
Andre finansielle aktiver		8.220.270.389	6.888.490.580
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter		29.518.315	0
Periodeafgrænsningsposter		1.094.509.354	679.603.366
Øvrige poster		5.580.697	4.397.807
		9.525.059.744	7.747.729.655
Aktiver i alt		105.766.455.243	102.331.056.422

PASSIVER	NOTE	2006 €	2005 €
Seddelomløb	7	50.259.459.435	45.216.783.810
Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	8	1.065.000.000	1.050.000.000
Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	9	105.121.522	649.304.896
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet Indlån og andre forpligtelser	10	330.955.249	855.933.000
Eurosystem-interne forpligtelser Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver	11	39.782.265.622	39.782.265.622
Andre forpligtelser Periodeafgrænsningsposter Øvrige poster	12	1.262.820.884 899.170.800 2.161.991.684	919.344.079 632.012.224 1.551.356.303
Hensættelser	13	2.393.938.510	1.027.507.143
Revalueringskonti	14	5.578.445.671	8.108.628.098
Kapital og reserver Kapital	15	4.089.277.550	4.089.277.550
Årets resultat		0	0
Passiver i alt		105.766.455.243	102.331.056.422

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2006 TIL 31. DECEMBER 2006

	NOTE	2006 €	2005 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		1.318.243.236	889.408.789
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		1.318.852.000	868.451.848
Andre renteindtægter		2.761.697.060	1.794.267.421
<i>Renteindtægter</i>		<i>5.398.792.296</i>	<i>3.552.128.058</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-965.331.593	-710.160.404
Andre renteudgifter		-2.461.625.254	-1.572.338.709
<i>Renteudgifter</i>		<i>-3.426.956.847</i>	<i>-2.282.499.113</i>
Nettorenteindtægter	20	1.971.835.449	1.269.628.945
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	21	475.380.708	149.369.135
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	22	-718.467.508	-97.494.081
Hensættelser til dækning af valutakurs- og prisisici		-1.379.351.719	-992.043.443
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-1.622.438.519	-940.168.389
Gebyrer og provisioner, netto	23	-546.480	-182.373
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	24	911.866	853.403
Andre indtægter	25	11.407.583	17.428.558
Nettoindtægter i alt		361.169.899	347.560.144
Personaleomkostninger	26	-160.847.043	-153.048.314
Administrationsomkostninger	27	-166.426.595	-158.457.219
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver		-29.162.141	-31.888.637
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	28	-4.734.120	-4.165.974
Årets resultat		0	0

Frankfurt am Main, 27. februar 2007

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet

Formand

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS¹

REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper², som Styrelsesrådet anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

REGNSKABSPRINCIPPER

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigthed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder efter balancedagen, væsentlighed, periodisering, going concern, konsistens og sammenlignelighed.

MEDTAGELSE AF AKTIVER OG PASSIVER

Et aktiv eller et passiv medtages kun på balancen, når det er sandsynligt, at enhver fremtidig økonomisk værdi i tilknytning hertil vil tilgå henholdsvis fragå ECB, at især alle risici og indtjeningsmuligheder i tilknytning hertil i det store hele er blevet overført til ECB, og aktivets anskaffelsespris og værdi eller forpligtelsens størrelse kan opgøres med sikkerhed.

REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi justeret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskabet på afviklingsdatoen.

Grundlaget for bogføring af valutatransaktioner, finansielle instrumenter i fremmed valuta og relaterede periodiseringer i eurosystemets centralbankers regnskaber er ændret med virkning fra 1. januar 2007. Det var tilladt at anvende det nye grundlag tidligere, og ECB gennemførte ændringen pr. 1. oktober 2006 med nedenstående virkninger. Med undtagelse af værdipapirer bogføres transaktionerne på ikke-balanceførte poster nu på handelsdagen. På afviklingsdagen

tilbageføres de ikke-balanceførte poster, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen frem for på spotafviklingsdagen, som det har været tilfældet hidtil, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på handelsdagen. Påløbne renter, over- og underkurs i forbindelse med finansielle instrumenter i fremmed valuta beregnes og bogføres dagligt, og valutapositionen påvirkes også dagligt af denne periodisering i stedet for kun at blive ændret, når rentebetalingstrømmene faktisk forekommer, som det tidligere var tilfældet. Det er ikke praktisk muligt at anvende denne ændring i regnskabspraksis med tilbagevirkende kraft på tidligere perioder.

GULD SAMT AKTIVER OG PASSIVER I FREMMED VALUTA

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på bogføringsdagen gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages for hver enkelt valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskursen uafhængigt af valutakursreguleringen.

Guld værdiansættes til den gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2006 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 29. december 2006.

- 1 En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i ECBs afgørelse ECB/2002/11, EUT L 58 af 3.3.2003, s. 38, med senere ændringer. Denne afgørelse er ophævet med virkning fra 1. januar 2007 og erstattet af ECBs afgørelse ECB/2006/17, EUT L 348, af 11.12.2006, s. 38.
- 2 Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i eurosystemet.

VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer og lignende aktiver værdiansættes til den på balancedagen gældende middeltkurs for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2006 er anvendt middeltkurser pr. 29. december 2006. Ikke-omsættelige værdipapirer værdiansættes til anskaffelsesprisen.

RESULTATFØRING

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab på salg af fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

Urealiserede gevinster opgøres ikke som indtægt, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, hvis de overstiger tidligere gevinster på den tilsvarende revalueringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, en valuta eller i guldbeholdningen modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller i guldbeholdningen. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på et aktiv ultimo året reduceres den gennemsnitlige anskaffelsesværdi i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ultimo året.

Over- eller underkurs på erhvervede værdipapirer resultatføres som en del af renteindtægterne og amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid.

TILBAGEFØRSELSFORRETNINGER

Tilbageførselsforretninger er operationer, hvor ECB køber eller sælger aktiver som led i en genkøbsforretning eller foretager udlån mod sikkerhed.

I forbindelse med en genkøbsforretning sælges værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagekøb fra modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Genkøbsforret-

ninger opføres på balancens passivside som sikrede indlån, hvilket giver anledning til en renteudgift i resultatopgørelsen. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECBs balance.

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning købes værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Omvendte genkøbsforretninger opføres på balancens aktivside som sikrede udlån, men indgår ikke i ECBs værdipapirbeholdning. De renteindtægter, der opstår i forbindelse hermed, indregnes i resultatopgørelsen.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis ECB har fået stillet kontant sikkerhed i hele forretningens løbetid. I 2006 modtog ECB ingen sikkerhed af denne type.

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswap samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på et tidspunkt i fremtiden, indregnes i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab.

Renteinstrumenter revalueres post for post. Daglige marginændringer i åbne rentefutureskontrakter indregnes i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer sker på grundlag af en almindeligt anerkendt værdiansættelsesmetode, der anvender markedspriser, og diskonteringsfaktorerne fra afviklingsdagen til værdiansættelsesdagen.

BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for Styrelserådets godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

ESCB-INTERNE MELLEMVÆRENDER/ EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMVÆRENDER

ESCB-interne transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig via Target – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se kapitel 2) – og medfører mellemværender mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver national centralbank kun har én bilateral nettosition over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab den enkelte nationale centralbanks nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB.

De ESCB-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB (undtagen ECBs kapital og positioner, der er resultatet af overførslen af valutareserveaktiver til ECB), betegnes eurosystem-interne tilgodehavender eller forpligtelser og opføres i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

ESCB-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "Seddelomløb" nedenfor).

De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet (Danmarks Nationalbank og Bank of England) har med ECB som følge af deres deltagelse i Target, indregnes i posten "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet". Pr. 1. januar 2007 deltager Sveriges Riksbank ikke længere i Target.

ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede økonomiske levetid, begyndende i

kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen, og afskrives som følger:

Computere og tilknyttet hardware/software samt køretøjer	4 år
Udstyr, møbler og inventar	10 år
Aktiverede bygninger og ombygninger	25 år
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro	Straksafskrives

Afskrivningsperioden for aktiverede bygninger og ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende lokaler er blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

ECB's PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

ECB har en ydelsesbaseret pensionsordning for sine medarbejdere. Ordningen finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse.

BALANCE

I balancen opgøres den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse som summen af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse på balancedagen fratrukket dagsværdien af ordningens aktiver, som skal anvendes til at finansiere forpligtelserne, justeret for ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster og tab.

Uafhængige aktuarer opgør årligt værdien af pensionsforpligtelsen efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse opgøres ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Som diskonteringsssats benyttes renten på meget sikre virksomhedsobligationer i euro med samme løbetid som pensionsforpligtelsen.

Aktuarmæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (forskellen mellem faktiske begivenheder og tidligere aktuarmæssige forudsætninger) og ændringer i aktuarmæssige forudsætninger.

RESULTATOPGØRELSE

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a) løbende pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b) renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonteringsrenten
- c) forventet afkast af ordningens aktiver
- d) aktuarmæssige gevinster og tab indregnet i resultatopgørelsen ved hjælp af korridormetoden.

KORRIDORMETODEN

Ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab, som overstiger 10 pct. af den største af enten a) nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsordning eller b) dagsværdien af ordningens aktiver, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

PENSION TIL DIREKTIONSMEDLEMMERNE OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Direktionsmedlemmernes pensionsordning og invaliditetsydelser til medarbejderne er uafdækkede. De forventede omkostninger til disse ydelser periodiseres over direktionsmedlemmernes embedsperiode og medarbejdernes ansættelsesperiode ved hjælp af en regnskabsmetode, som ligner den, der bruges til ydelsesbaserede pensionsordninger. Aktuarmæssige gevinster og tab indregnes som beskrevet ovenfor.

Disse forpligtelser værdiansættes årligt af uafhængige aktuarer for at fastsætte den passende forpligtelse i årsregnskabet.

SEDELLOMLØB

ECB og de 12 nationale centralbanker i euroområdet, som tilsammen udgør eurosystemet, udste-

der eurosedler.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 indregnes i posten "Seddellomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,⁵ indregnes i delposten "Eurosysteminterne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" ovenfor). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Indtil 2005 blev disse indtægter fordelt separat til de nationale centralbanker i form af en foreløbig fordeling efter udgangen af hvert kvartal.⁶ Styrelsesrådet har besluttet, at disse indtægter fra og med 2006 forfalder til betaling til de nationale centralbanker i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes, men fordeles den anden arbejdsdag det følgende år.⁷ Indtægten fordeles fuldt ud, medmindre ECBs nettooverskud for året er mindre end ECBs indtægt fra seddellomløbet, og medmindre Styrelsesrådet beslutter at foretage hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici og at nedsætte beløbet som følge af omkostninger, som ECB måtte have afholdt i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler i denne indtægt.

3 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 52, med senere ændringer.

4 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af summen af udstedte eurosedler og anvende kapitalindskudsnøglen på de nationale centralbankers andel i den nævnte sum.

5 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002 (ECB/2001/16), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 55, med senere ændringer.

6 ECBs afgørelse af 21. november 2002 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2002/9), EFT L 323, 28.11.2002, s. 49.

7 ECBs afgørelse af 17. november 2005 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2005/11), EUT L 311, 26.11.2005, s. 41. Denne afgørelse ophævede ECBs afgørelse ECB/2002/9.

ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugerne yderligere relevante oplysninger.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten og efter indstilling fra Styrelsesrådet har EU-Rådet godkendt udnævnelsen af KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECBs eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2007.

NOTER TIL BALANCEN

I GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

ECB havde pr. 31. december 2006 en beholdning på 20,6 mio. ounces finguld (mod 23,1 mio. ounces i 2005). Faldet skyldes salg af guld i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld af 27. september 2004, som ECB har underskrevet. Faldet i guldbeholdningens værdi i euro som følge af disse salg blev delvis opvejet af en væsentlig stigning i prisen på guld i løbet af 2006 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROMRÅDET

TILGODEHAVENDER HOS IMF

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2006. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF på vegne af ECB bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af kursen på fire vigtige valutaer (euro, japanske yen, britiske pund og amerikanske dollar). SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

BANKTILGODEHAVENDER OG VÆRDIPAPIRER, EKSTERNE LÅN OG ANDRE EKSTERNE AKTIVER OG TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I EUROMRÅDET

I denne post indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen.

Tilgodehavender hos resider uden for euroområdet	2006 €	2005 €	Udvikling €
Anfordringskonti	1.388.630.590	5.149.756.962	-3.761.126.372
Pengemarkedsindskud	1.352.326.756	1.182.580.317	169.746.439
Omvendte genkøbsforretninger	330.983.321	1.306.216.228	-975.232.907
Værdipapirer	26.241.436.610	23.424.003.735	2.817.432.875
I alt	29.313.377.277	31.062.557.242	-1.749.179.965

Tilgodehavender hos resider i euroområdet	2006 €	2005 €	Udvikling €
Anfordringskonti	18.535	25.019	-6.484
Pengemarkedsindskud	2.621.949.594	2.908.790.370	-286.840.776
Omvendte genkøbsforretninger	151.860.288	0	151.860.288
I alt	2.773.828.417	2.908.815.389	-134.986.972

Faldet i disse positioner i 2006 skyldes hovedsagelig den amerikanske dollars og i mindre udstrækning den japanske yens depreciering over for euroen (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Den 31. december 2006 var ECBs nettobeholdninger⁸ af amerikanske dollar og japanske yen følgende:

	(mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	35.000
Japanske yen	856.308

8 Nettoaktiver i den pågældende valuta, der skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos resider uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos resider i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet" og "Periodeafgrænsningsposter", idet der også tages højde for valutaterminforretninger og valutaspas under ikke-balanceførte poster. Effekten af kursreguleringsgevinster på værdipapirer i fremmed valuta er ikke indregnet.

3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2006 bestod disse tilgodehavender af bankindsud hos residerter uden for euroområdet.

4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2006 bestod disse tilgodehavender af bankindsud hos residerter i euroområdet.

5 EUROSISTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

TILGODEHAVENDER I FORBINDELSE MED FORDELINGEN AF EUROSIEDLER INDEN FOR EUROSISTEMET

I denne post indregnes ECBs tilgodehavender hos de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosiedler inden for eurosistemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

ANDRE TILGODEHAVENDER I EUROSISTEMET, NETTO

Denne post omfatter de Target-tilgodehavender, som de nationale centralbanker i euroområdet har hos ECB, samt udestående beløb i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECBs indtægter fra seddelomløbet. Pr. 31. december 2005 var udestændet hos euroområdets nationale centralbanker vedrørende indtægter fra seddelomløbet 634 mio. euro. Det svarede til de foreløbige fordelinger af indtægterne til euroområdets nationale centralbanker i årets første tre kvartaler. Fordelingerne blev efterfølgende kaldt tilbage. Disse foreløbige fordelinger er ophørt fra og med 2006 (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 20, "Nettorenteindtægter").

	2006 €	2005 €
Target-tilgodehavender hos euroområdets nationale centralbanker	83.764.470.700	75.906.443.905
Target-forpligtelser over for euroområdets nationale centralbanker	-80.218.602.205	-71.393.877.603
Target-stilling, netto	3.545.868.495	4.512.566.302
Tilgodehavender hos/forpligtelser over for euroområdets nationale centralbanker i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelomløbet	0	634.472.107
Andre tilgodehavender i eurosistemet, netto	3.545.868.495	5.147.038.409

6 ANDRE AKTIVER

MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Pr. 31. december 2006 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Udgifter			
Grunde og bygninger	160.272.602	158.681.104	1.591.498
Computerhardware og -software	157.573.338	147.880.213	9.693.125
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	26.670.476	26.238.407	432.069
Anlægsaktiver under udførelse	28.790.200	11.576.491	17.213.709
Øvrige anlægsaktiver	1.232.143	1.126.210	105.933
Udgifter i alt	374.538.759	345.502.425	29.036.334
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-39.696.727	-29.694.172	-10.002.555
Computerhardware og -software	-135.057.096	-117.129.048	-17.928.048
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	-24.471.251	-23.308.719	-1.162.532
Øvrige anlægsaktiver	-132.696	-132.584	-112
Akkumulerede afskrivninger i alt	-199.357.770	-170.264.523	-29.093.247
Resultatført nettoværdi	175.180.989	175.237.902	-56.913

Stigningen i "Grunde og bygninger" under udgifter skyldes hovedsagelig køb af en ny embedsbolig til ECBs formand i december 2006. Den oprindelige embedsbolig, der blev købt i 2001, blev solgt i januar 2007.

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under udførelse" vedrører hovedsagelig indledende arbejde på grunden, hvor ECBs nye hovedsæde skal opføres. Overførsler fra denne post til den relevante anlægsaktivpost sker, når aktiverne tages i brug.

ANDRE FINANSIELLE AKTIVER

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Værdipapirer i euro	7.303.413.758	5.710.256.343	1.593.157.415
Omvendte genkøbsforretninger i euro	874.669.464	1.136.043.600	-261.374.136
Andre finansielle aktiver	42.187.167	42.190.637	-3.470
I alt	8.220.270.389	6.888.490.580	1.331.779.809

a) ECBs egenkapital er investeret i værdipapirer i euro og omvendte genkøbsforretninger i euro (se note 12 "Andre forpligtelser"). Stigningen i værdipapirbeholdningen skyldes hovedsagelig investeringen i ECBs egenportefølje af modposten til ECBs hensættelser til dækning af valuta-, rente- og guldprisrisici, som ECB foretog i 2005.

b) ECB har 3.211 kapitalandele i BIS, som er indregnet til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I denne post indgår værdiændringer i valuta-swap- og terminsforretninger, som var udestående den 31. december 2006 (se note 19, "Valutaswap- og terminsforretninger"). Differencerne opstår, når disse transaktioner omregnes til euro til de kurser, der gælder på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transak-

tionerne er posteret til i regnskabet (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

I 2005 blev påløbne renter af ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet indberettet på bruttobasis under "Periodeafgrænsningsposter" (under "Andre aktiver") og "Periodeafgrænsningsposter" (under "Andre passiver"). Disse renter indregnes nu på nettobasis i "Periodeafgrænsningsposter" (under "Andre aktiver") for bedre at afspejle den økonomiske realitet. Af hensyn til sammenligningen er 412.341.791 euro blevet omklassificeret fra balancen 2005, hvor de indgik i "Periodeafgrænsningsposter" under "Andre passiver" til "Periodeafgrænsningsposter" under "Andre aktiver", hvorved indestående på begge disse poster er blevet reduceret.

Denne post indeholder også påløbne renter, herunder amortisering af kurstab, på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

ØVRIGE POSTER

Posten indeholder et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge artikel 40 i ESCB-statutten også gælder for ECB.

7 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECBs andel (8 pct.) af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

8 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet

som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target-systemet.

9 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består hovedsagelig af mellemværender med de nationale centralbanker uden for euroområdet som følge af transaktioner i Target-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

10 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består af genkøbsforretninger med residenter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

11 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes de forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de nationale centralbanker kom med i eurosystemet. Der blev ikke foretaget justeringer i 2006.

Mellemværenderne forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 20 "Nettorenteindtægter").

	Fordelingsnøgle Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715

Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
I alt	71,4908	39.782.265.622

12 ANDRE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes hovedsagelig skyldige renter til de nationale centralbanker på deres tilgodehavender vedrørende overførte valutareserveaktiver (se note 11 "Eurosystem-interne forpligtelser"). Posten indeholder desuden a) andre periodeafgrænsningsposter, herunder amortisering af kuponobligationstillæg og udestående genkøbsforretninger til en værdi af 772 mio. euro i forbindelse med forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 6 "Andre aktiver") og b) ECBs nettoforpligtelse vedrørende pensionsordningen.

ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Hvad angår ECBs pensionsforpligtelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis):

	2006 i mio. €	2005 i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	258,5	223,5
Dagsværdi af ordningens aktiver	-195,3	-161,2
Ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster/tab	17,3	6,5
Forpligtelse indregnet i balancen	80,5	68,8

I forpligtelsens nutidsværdi medregnes uafdækkede forpligtelser på 32,6 mio. euro (mod 30,4 mio. euro i 2005) i forbindelse med direktionsmedlemmernes pensionsordning og hensættelser til dækning af medarbejdernes invaliditetsydelser.

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2006 og 2005 vedrørende delposterne "Pen-

sionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift" og "Forventet afkast af ordningens aktiver", er således:

	2006 i mio. €	2005 i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	27,3	24,6
Renteudgift	6,8	6,2
Forventet afkast af ordningens aktiver	-6,7	-5,2
Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	0	0
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	27,4	25,6

I henhold til korridormetoden (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis) blev der ikke indregnet aktuarmæssige gevinster i resultatopgørelsen for 2006.

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2006 i mio. €	2005 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	223,5	178,5
Pensionsomkostninger	27,3	24,6
Renteudgift	6,8	6,2
Deltagernes bidrag	10,4	9,3
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	3,7	6,1
Betalte ydelser	-2,6	-2,2
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	-10,6	1,0
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	258,5	223,5

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver er således:

	2006 i mio. €	2005 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	161,2	120,2
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,7	5,2
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	0,2	7,5
Arbejdsgiverens bidrag	15,4	14,7
Deltagernes bidrag	10,3	9,3
Betalte ydelser	-2,2	-1,8
Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltagerne bidrag	3,7	6,1
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	195,3	161,2

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Styrelsesrådet har godkendt med henblik på regnskabsaflæggelse og oplysning.

De væsentligste forudsætninger til at beregne pensionsforpligtelsen fremgår af nedenstående tabel. Aktuarerne har anvendt det forventede afkast af ordningens aktiver til at beregne den årlige omkostning på resultatopgørelsen.

	2006 pct.	2005 pct.
Diskonteringsats	4,60	4,10
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,00	6,00
Fremtidige lønforhøjelser	2,00	2,00
Fremtidige pensionsforpligtelser	2,00	2,00

13 HENSÆTTELSE

I betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldpris samt størrelsen af bankens revalueringsskonti fandt Styrelsesrådet det passende at foretage en hensættelse til at imødegå denne risikookspønering. Pr. 31. december 2005 blev der derfor hensat 992 mio. euro til dette formål. Pr. 31. december 2006 blev der hensat yderligere 1.379 mio. euro, hvorved det samlede beløb sti-

ger til 2.371 mio. euro, og – som det var tilfældet i 2005 – nettoresultatet blev lig nul.

Hensættelsen skal bruges til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, der ikke dækkes af revalueringskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECBs vurdering af de fremtidige valutakurs-, rente- og guldprisisici. Vurderingen er baseret på alment anerkendte metoder til estimering af finansielle risici.

En passende hensættelse til dækning af ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre bankens nuværende lokaler tilbage til deres oprindelige stand, når ECB forlader dem for at flytte til sin nye bygning, samt diverse hensættelser indregnes i denne post.

14 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringsreserver som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver.

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Guld	4.861.575.989	4.362.459.301	499.116.688
Valuta	701.959.896	3.737.934.137	-3.035.974.241
Værdipapirer	14.909.786	8.234.660	6.675.126
I alt	5.578.445.671	8.108.628.098	-2.530.182.427

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2006	2005
Amerikanske dollar pr. euro	1,3170	1,1797
Japanske yen pr. euro	156,93	138,90
Euro pr. SDR	1,1416	1,2099
Euro pr. ounce finguld	482,688	434,856

15 KAPITAL OG RESERVER

KAPITAL

ECBs tegnede kapital er 5,565 mia. euro. Den indbetalte kapital beløber sig til 4,089 mia. euro. De nationale centralbanker i euroområdet har betalt deres andel af kapitalen fuldt ud. De 3,978 mia. euro (uændret i 2006) er fordelt som følger:⁹

	Fordelings- nøgle Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
I alt	71,4908	3.978.226.562

De 13 nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale 7 pct. af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter. Ultimo 2006 udgjorde det indbetalte beløb fra de nationale centralbanker uden for euroområdet inkl. de få nye nationale centralbanker i alt 111.050.988 euro, hvilket var uændret i forhold til 2005. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECBs overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af eventuelle tab i ECB.

⁹ De enkelte beløb er afrundet til nærmeste euro. På grund af afrunding stemmer totalerne i tabellen ikke nødvendigvis overens.

De nationale centralbanker uden for euroområdet har indbetalt følgende beløb:

	Fordelingsnøgle Pct.	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
I alt	28,5092	111.050.988

16 BEGIVENHEDER INDRUFFET EFTER BALANCEDAGEN

ÆNDRING AF ECBs FORDELINGSNØGLE FOR KAPITALINDSKUD

BAGGRUND

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29 fastsættes de nationale centralbankers andel i ECBs kapital ud fra en fordelingsnøgle, hvori det pågældende medlemsland er tildelt en vægt, som beregnes på grundlag af Europa-Kommissionens data om de enkelte landes andel af henholdsvis EU's samlede befolkning og BNP, som vægtes ens. Fordelingsnøglen justeres hvert femte år, og hver gang et nyt land bliver medlem af EU. På grundlag af Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om de statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank (2003/517/EF), blev de nationale centralbankers andel i ECBs kapital justeret pr. 1. januar 2007 som følge af Bulgariens og Rumæniens indtræden i EU:

	Fra 1.5.2004 til 31.12.2006 Pct.	Fra 1.1.2007 Pct.
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	71,4908	69,5092
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	28,5092	30,4908
I alt	100,0000	100,0000

SLOVENIEN INDRÆDER I EUROOMRÅDET

I henhold til Rådets beslutning (2006/495/EF) af 11. juli 2006 og i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, blev den fælles valuta indført i Slovenien pr. 1. januar 2007. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 30. december 2006¹⁰,

¹⁰ ECBs afgørelse (ECB/2006/48) af 30. december 2006 om Banka Slovenijes indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og henrettelser, EUT L 24, 31.1.2007, s. 17. Aftale af 30. december 2006 mellem Den Europæiske Centralbank og Banka Slovenije vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Banka Slovenije i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 17, 25.1.2007, s. 26.

indbetalte Banka Slovenije 17.096.556 euro til ECB pr. 1. januar 2007, hvilket svarede til den resterende del af Banka Slovenijes andel i den tegnede kapital. Den 2. og 3. januar 2007 overførte Banka Slovenije desuden, i overensstemmelse med artikel 30.1 i statuten for ESCB, valutareserveaktiver til ECB til en værdi af 191.641.809 euro. Det samlede overførte beløb blev fastsat ved at gange euroværdien, beregnet på grundlag af den gældende vekselkurs pr. 29. december 2006, værdien af de valutareserveaktiver, som allerede var blevet overført til ECB med forholdet mellem antallet af Banka Slovenijes tegnede kapitalandele og antallet af de kapitalandele, der allerede er indbetalt af de øvrige nationale centralbanker uden dispensation. Valutareserveaktiverne omfattede beløb i amerikanske dollar i form af kontanter og guld; henholdsvis i forholdet 85 til 15.

Banka Slovenije er blevet krediteret en fordring svarende til den indbetalte kapital og valutareserveaktiverne. Disse fordringer skal behandles på samme måde, som de øvrige nationale centralbankers eksisterende fordringer (se note 11, "Eurosystem-interne forpligtelser").

ÆNDRINGERNES EFFEKT

ECBs KAPITAL

Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse af Den Europæiske Union og den deraf følgende ændring i den tegnede kapital og fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECBs kapital førte i sammenhæng med Sloveniens indtræden i euroområdet til, at ECBs indbetalte kapital steg med 37.858.680 euro.

DE NATIONALE CENTRALBANKERS FORDRINGER SVARER TIL DE VALUTARESERVEAKTIVER, DE HAR OVERFØRT TIL ECB

De nationale centralbankers ændrede vægte i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud og Banka Slovenijes overførsel af valutareserveaktiver forøgede de nationale centralbankers fordringer med 259.568.376 euro.

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

17 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRUDLÅN

Som led i forvaltningen af ECBs egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECBs vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2006 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 2,2 mia. euro (mod 0,9 mia. euro i 2005) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

18 RENTE FUTURES

I 2006 blev rentefutures i fremmed valuta anvendt som led i forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. Pr. 31. december 2006 var følgende transaktioner udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	9.192.862.566
Afhændet	367.444.345

Rentefutures i euro	Kontraktværdi €
Erhvervet	40.000.000
Afhændet	147.500.000

19 VALUTASWAP- OG TERMINSFORRETNINGER

Pr. 31. december 2006 var tilgodehavender i form af valutaswap- og terminsforretninger på 207 mio. euro og udeståender på 204 mio. euro fortsat udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

20 NETTORENTEINDTÆGTER

RENTEINDTÆGT FRA VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renteindtægter og netto-renteudgifter på tilgodehavender og gæld i fremmed valuta.

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	15.399.229	7.519.063	7.880.166
Indtægter fra pen- gemarkedsindsud	195.694.549	124.214.410	71.480.139
Omvendte gen- købsforretninger	201.042.718	153.568.329	47.474.389
Indtægter på værdi- papirer, netto	934.077.489	641.956.243	292.121.246
Renteindtægter på terminsforretninger i fremmed valuta og valutaswaptrans- aktioner, netto	3.853.216	0	3.853.216
Renteindtægt fra valutareserve- aktiver i alt	1.350.067.201	927.258.045	422.809.156
Renteudgifter på anfordringskonti	-225.549	-221.697	-3.852
Genkøbs- forretninger	-31.598.416	-37.562.595	5.964.179
Renteudgifter på terminsforretninger i fremmed valuta og valutaswaptrans- aktioner, netto	0	-64.964	64.964
Renteindtægt fra valutareserve- aktiver, netto	1.318.243.236	889.408.789	428.834.447

Renteindtægterne steg betydeligt i 2006 som følge af stigende renter på aktiver i amerikanske dollar.

RENTEINDTÆGT FRA FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSYSTEMET

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler. ECBs tilgodehavende svarende til andelen af seddelømløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosyste-
mets primære markedsoperationer.

Renteindtægtsstigningen i 2006 afspejlede såvel den generelle stigning i eurosedler i omløb og rentestigningen for ECBs primære markedsope-

rationer. Indtægterne fordeles til de nationale centralbanker i henhold til fordelingsnøglen, som er beskrevet under "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis.

På baggrund af ECBs forventede resultat for 2006 besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde fordelingen af hele denne indtægt.

FORRENTNING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS TILGODEHAVENDE VEDRØRENDE OVERFØRTE VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renter udbetalt til de nationale centralbanker i euroområdet på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten.

ANDRE RENTEINDTÆGTER OG ANDRE RENTEUDGIFTER

Disse poster omfatter renteindtægter på 2,5 mia. euro (mod 1,6 mia. euro i 2005) og renteudgifter på 2,4 mia. euro (mod 1,5 mia. euro i 2005), der hidrører fra mellemværender i Target. Renteindtægter og -udgifter, der hidrører fra andre aktiver og passiver i euro, er også opført her.

21 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2006 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevin- ster/(-tab) på værdipapirer og rentefutu- res, netto	-103.679.801	14.854.774	-118.534.575
Realiserede valutakurs- og guldprisgevin- ster, netto	579.060.509	134.514.361	444.546.148
Realiserede gevinster på finansielle operationer	475.380.708	149.369.135	326.011.573

22 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-73.609.623	-97.487.772	23.878.149
Urealiserede valutakurstab	-644.857.885	-6.309	-644.851.576
I alt	-718.467.508	-97.494.081	-620.973.427

Valutakurstabet kan primært henføres til nedskrivning af den gennemsnitlige anskaffelses-sum på ECBs beholdning af japanske yen ultimo året som følge af yennens depreciering over for euro i løbet af året.

23 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2006 €	2005 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	338.198	473.432	-135.234
Udgift til gebyrer og provisioner	-884.678	-655.805	-228.873
Gebyrer og provisioner, netto	-546.480	-182.373	-364.107

Indtægter, der indregnes i denne post, omfatter strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og udgifter forbundet med gennemførelsen af rentefutures i fremmed valuta (se note 18 "Rentefutures").

24 INDTÆGTER FRA AKTIER OG KAPITALINDSKUD

Afkast af kapitalandele i BIS (se note 6, "Andre aktiver") indgik tidligere under "Andre indtægter" (853.403 euro i 2005), men indregnes nu i denne post.

25 ANDRE INDTÆGTER

Årets øvrige indtægter stammer hovedsagelig fra tilbageførslen af tidligere års administrative hen-sættelser til resultatopgørelsen.

26 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 133,4 mio. euro (mod 127,4 mio. euro i 2005). Personaleomkostninger på 1 mio. euro i forbindelse med opførelsen af ECBs nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post. I 2005 fandt der ingen kapitalisering af personale-omkostninger sted.

Løn til medlemmerne af Direktionen udgjorde i alt 2,2 mio. euro (mod 2,1 mio. euro i 2005). Fratrædelsesgodtgørelser udbetales til afgåede direktionsmedlemmer i en periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2006 udgjorde disse udbetalinger i alt 0,3 mio. euro (mod 0,4 mio. euro i 2005). I 2006 blev der udbetalt pensionsydelse til tidligere direktionsmedlemmer eller deres pårørende på 0,1 mio. euro (mod 0,1 mio. euro i 2005).

Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs institutioner.

I denne post indgår ligeledes et beløb på 27,4 mio. euro (mod 25,6 mio. euro i 2005) vedrørende ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden (se note 12 "Andre forpligtelser").

Ved udgangen af 2006 beskæftigede ECB medarbejdere svarende til 1.367 fuldtidsstillinger. Disse havde enten en tidsbegrænset eller en tidsbegrænset kontrakt. 138 medarbejdere sad i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2006:

	2006	2005
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.351	1.309
Ansættelser ¹	55	82
Fratrædelser/kontraktudløb ²	39	40
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.367	1.351
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.360	1.331

1) Denne post omfatter også virkningen af ændringer fra deltids- til fuldtidsbeskæftigelse.
2) Denne post omfatter også virkningen af ændringer fra fuldtids- til deltidsbeskæftigelse.

Antal medarbejdere pr. 31. december 2006 omfatter det, der svarer til 63 fuldtidsstillinger (mod 59 i 2005) på orlov uden løn/forældreorlov. Pr. 31. december 2006 beskæftigede ECB desuden et antal medarbejdere svarende til 70 fuldtidsstillinger (mod 57 i 2005) på korte tidsbegrænsede kontrakter som afløsning for medarbejdere på orlov uden løn/forældre- eller barselsorlov.

ECB giver medarbejdere fra andre centralbanker i ESCB mulighed for en midlertidig udstationering i ECB. 61 ESCB-medarbejdere benyttede sig af denne mulighed pr. 31. december 2006 (mod 46 i 2005), og omkostningerne i den forbindelse er indregnet i denne post.

27 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter og andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

28 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører udgifter til transport af eurosedler mellem de nationale centralbanker, således at uventede udsving i efterspørgslen kan imødegås. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

NOTE OM FORDELING AF OVERSKUD OG TAB

Denne note er ikke en del af ECBs årsregnskab for 2006.

INDTÆGT FRA ECBs ANDEL AF DET SAMLEDE SEDDELOMLØB

For 2005 besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde 868 mio. euro svarende til indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb for at sikre, at den samlede resultatfordeling for året ikke oversteg ECBs nettooverskud for året. Tilsvarende er det for 2006 blevet besluttet at tilbageholde 1.319 mio. euro. Begge beløb svarer til hele indtægten fra ECBs andel fra det samlede seddelomløb i de pågældende år.

FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten overføres ECBs nettooverskud på følgende måde:

- a) Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond inden for en grænse på 100 pct. af kapitalen.
- b) Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres andel i den indskudte kapital.

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECBs almindelige reservefond og om nødvendigt efter en beslutning truffet af Styrelsesrådet af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem de nationale centralbanker i overensstemmelse med statuttens artikel 32.5.¹

Der blev for 2006 hensat 1.379 mio. euro til dækning af valuta-, rente- og guldprisrisici, hvorved nettoresultatet blev lig nul. Følgelig er der i lighed med 2005 hverken overført et beløb til den almindelige reservefond eller fordelt overskud til indehaverne af kapitalandele i ECB. Det har heller ikke været nødvendigt at udligne et tab.

¹ I henhold til artikel 32.5 i ESCB-statutten fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem dem indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.



**KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Marie-Curie-Strasse 20
60439 Frankfurt a.M.
Postfach 500520
60394 Frankfurt a.M.

T (069) 9587-0
F (069) 9587-1050
www.kpmg.de

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2006, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.


We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

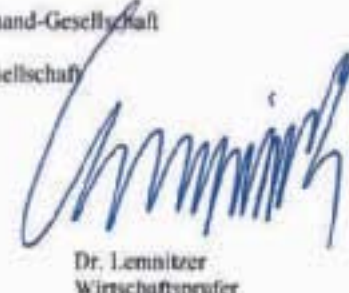
Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2006 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer


Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mitglied von KPMG International,
einer Gemeinschaft selbstständiger Rechts-

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP RA StB
Dr. Wolfgang Fless

Vorstand:
WP StB
Dr. Sibylle Bartsch-Helmer
WP StB Klaus Becker
WP StB Dr. Frank Bisminger
WP RA StB Dr. Bernd Eick,
StB Dr. Sören Schack

WP StB Prof. Dr. Gerd Dieb
WP StB Erno Gröbl
WP StB Stefan Heed
WP Dr. Martin Höys
WP Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Prof. Hans-Joachim
Spercher
WP StB Rüdiger Heine
WP StB CA,
Dr. Joachim Schindler

WP Bernd Ulrich Schmidt
WP Prof. Dr. Werner Scheff
WP StB Prof. Dr. Peter Wesner
WP StB CRA MSc
Gottfried Wolmannstetter
WP StB Hans Zehnder

Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001
Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main

Prüfungsinstitut:
Charlottenburg (HRB 9078)
und Frankfurt am Main
(HRB 14348)

Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Berlin, 25000000
BLZ 10070000
UST-Nr. DE 12070547

**Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen.
Kun den engelske udgave med KPMGs underskrift er autentisk.**

De uafhængige revisorers påtegning

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret vedlagte årsregnskab fra Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2006, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2006 – til 31. december 2006 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter.

Den Europæiske Centralbanks direktion er ansvarlig for årsregnskabet

Direktionen har ansvaret for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Dette skal ske i overensstemmelse med de principper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af en række afgørelser om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl, samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige under omstændighederne.

Revisorernes ansvar

Vort ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vor revision. Vi har tilrettelagt og udført vor revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå en høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for fejlinformation i regnskabet, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for Den Europæiske Centralbanks udarbejdelse og aflæggelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at afgive konklusion om effektiviteten af Den Europæiske Centralbanks interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vor opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vor konklusion.

Konklusion

Det er vor opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2006 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af afgørelser om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab.

Frankfurt am Main, 27. februar 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2006

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2006	31.12.2005
1 Guld og tilgodehavender i guld	176.768	163.881
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	142.288	154.140
2.1 Tilgodehavender hos IMF	10.658	16.391
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	131.630	137.749
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	23.404	23.693
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	12.292	9.185
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	12.929	9.185
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	450.541	405.966
5.1 Primære markedsoperationer	330.453	315.000
5.2 Langfristede markedsoperationer	120.000	90.017
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	88	949
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	0	0
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	11.036	3.636
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	77.614	92.367
8 Den offentlige gæld i euro	39.359	40.113
9 Andre aktiver	216.728	145.635
Aktiver i alt	1.150.030	1.038.616

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

PASSIVER	31.12.2006	31.12.2005
1 Seddelomløb	628.238	565.216
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	174.051	155.535
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	173.482	155.283
2.2 Indlånsfacilitet	567	252
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	2	0
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	65	207
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	53.374	41.762
5.1 Offentlig forvaltning og service	45.166	34.189
5.2 Andre forpligtelser	8.208	7.573
6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	16.614	13.224
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	89	366
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet	12.621	8.405
8.1 Indlån og andre forpligtelser	12.621	8.405
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækningsrettigheder i IMF	5.582	5.920
10 Andre forpligtelser	71.352	67.325
11 Revalueringskonti	121.887	119.094
12 Kapital og reserver	66.157	61.562
Passiver i alt	1.150.030	1.038.616

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2006 og begyndelsen af 2007 og offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende (EUT). Der kan indhentes kopier af EUT hos Kontoret for De Europæiske

Fællesskabers Officielle Publikationer. På ECBs websted (under "Legal framework") findes en oversigt over alle de retlige instrumenter, som er blevet vedtaget af ECB siden bankens etablering og offentliggjort i EUT.

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2006/1	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 1. februar 2006 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Oesterreichische Nationalbank	EUT C 34, 10.2.2006, s. 30
ECB/2006/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 3. februar 2006 om ændring af retningslinje ECB/2005/5 om Den Europæiske Centralbanks rapporteringskrav med hensyn til statistik over offentlige finanser samt fremgangsmåden ved informationsudveksling på dette område inden for Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 40, 11.2.2006, s. 32
ECB/2006/3	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 13. marts 2006 om ændring af afgørelse ECB/2002/11 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab	EUT L 89, 28.3.2006, s. 56
ECB/2006/4	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 7. april 2006 om eurosystemets levering af tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i euro til centralbanker og lande uden for euroområdet og internationale organisationer	EUT L 107, 20.4.2006, s. 54
ECB/2006/5	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 13. april 2006 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banque de France	EUT C 98, 26.4.2006, s. 25
ECB/2006/6	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. april 2006 om ændring af retningslinje ECB/2002/7 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti	EUT L 115, 28.4.2006, s. 46
ECB/2006/7	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. maj 2006 om ændring af afgørelse ECB/2001/16 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002	EUT L 148, 2.6.2006, s. 56

Nummer	Titel	EUT-henvisning
	Supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af direktionen for Den Europæiske Centralbank	EUT C 230, 23.9.2006, s. 46
ECB/2006/8	Den Europæiske Centralbanks forordning af 14. juni 2006 om statistiske rapporteringskrav vedrørende postgirokontorer, der modtager indlån fra ikke-monetære finansielle institutioner, som er residenter i euroområdet	EUT L 184, 6.7.2006, s. 12
ECB/2006/9	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 14. juli 2006 om visse forberedelser til overgangen til eurosedler og -mønter og om forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet	EUT L 207, 28.7.2006, s. 39
ECB/2006/10	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 24. juli 2006 om veksling af sedler efter den uigenkaldelige fastlåsning af vekselkurser i forbindelse med indførelse af euroen	EUT L 215, 5.8.2006, s. 44
ECB/2006/11	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 3. august 2006 om ændring af retningslinje ECB/2005/16 om Target-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 221, 12.8.2006, s. 17
ECB/2006/12	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 31. august 2006 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 352, 13.12.2006, s. 1
ECB/2006/13	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 6. oktober 2006 om vedtagelse af visse foranstaltninger med henblik på at beskytte eurosedler mere effektivt mod falskmønteri	EUT C 257, 25.10.2006, s. 16
ECB/2006/14	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 9. oktober 2006 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banka Slovenije	EUT C 257, 25.10.2006, s. 19
ECB/2006/15	Den Europæiske Centralbanks forordning af 2. november 2006 om overgangsbestemmelser for Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euro i Slovenien	EUT L 306, 7.11.2006, s. 15

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2006/16	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 10. november 2006 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 348, 11.12.2006, s. 1
ECB/2006/17	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 10. november 2006 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab	EUT L 348, 11.12.2006, s. 38
ECB/2006/18	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 13. november 2006 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banco de España	EUT C 283, 21.11.2006, s. 16
ECB/2006/19	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 24. november 2006 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2007	EUT L 348, 11.12.2006, s. 52
ECB/2006/20	Den Europæiske Centralbanks forordning af 14. december 2006 om ændring af forordning ECB/2001/13 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner)	EUT L 2, 5.1.2007, s. 3
ECB/2006/21	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. december 2006 om de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank	EUT L 24, 31.1.2007, s. 1
ECB/2006/22	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. december 2006 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de deltagende nationale centralbankers indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 24, 31.1.2007, s. 3
ECB/2006/23	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. december 2006 om de nærmere vilkår for omfordelinger af Den Europæiske Centralbanks kapitalandele mellem de nationale centralbanker og justering af den indbetalte kapital	EUT L 24, 31.1.2007, s. 5
ECB/2006/24	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. december 2006 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for bidraget til den akkumulerede værdi af Den Europæiske Centralbanks egenkapital og for justeringen af de nationale centralbankers fordringer svarende til de overførte valutareserveaktiver	EUT L 24, 31.1.2007, s. 9

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2006/25	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. december 2006 om ændring af afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler	EUT L 24, 31.1.2007, s. 13
ECB/2006/26	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2006 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de ikke-deltagende nationale centralbankers indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 24, 31.1.2007, s. 15
ECB/2006/27	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 18. december 2006 om ændring af retningslinje ECB/2005/5 om Den Europæiske Centralbanks rapporteringskrav med hensyn til statistik over offentlige finanser samt fremgangsmåden ved informationsudveksling på dette område inden for Det Europæiske System af Centralbanker	EUT C 17, 25.1.2007, s. 1
ECB/2006/28	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. december 2006 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver samt den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver	EUT C 17, 25.1.2007, s. 5
	Aftalememorandum om ændring af aftalememorandummet om en adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet	EUT C 10, 16.1.2007, s. 6
ECB/2006/29	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 21. december 2006 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Oesterreichische Nationalbank	EUT C 5, 10.1.2007, s. 1
ECB/2006/30	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 30. december 2006 om Banka Slovenijes indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser	EUT L 24, 31.1.2007, s. 17

UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de udtalelser, som blev vedtaget af ECB i 2006 og begyndelsen af 2007 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i statuten for ESCB, artikel 112, stk. 2, litra b, i traktaten og artikel 11.2 i statuten. På ECBs websted findes en oversigt over alle de udtalelser, som ECB har vedtaget siden bankens etablering.

a) ECBs udtalelser efter høring i et medlemsland¹

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2006/1	Ungarn	Almindelige vilkår og driftsregler for selskaber, som udøver værdipapirclearingvirksomhed
CON/2006/2	Ungarn	Beskyttelse af forint og eurosedler og -mønter mod ulovlig eller ikke-tilladt gengivelse
CON/2006/3	Estland	Mindstereservekrav
CON/2006/4	Cypern	Ændring af statutterne for Central Bank of Cyprus som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2006/5	Litauen	Udvidelse af anvendelsesområdet for lovgivningen om endelighed i betalings- og værdipapirafviklingssystemer
CON/2006/6	Finland	Krisebeføjelser og ESCBs kompetencer
CON/2006/7	Ungarn	De almindelige forretningsbetingelser og de interne regler for clearingscentraler for kreditinstitutter
CON/2006/9	Cypern	Ændringer af grundlaget for den retlige regulering af værdipapircentralen
CON/2006/10	Malta	Det retlige grundlag for indførelse af euroen
CON/2006/11	Letland	Udvidelse af reservegrundlaget for reservekravene og indførelse af forskellige reservekravskoefficienter
CON/2006/15	Polen	Integration af tilsynet med banker, kapitalmarkeder, forsikringsselskaber og pensionskasser
CON/2006/16	Litauen	Indførelse af lovgrundlag for Lietuvos bankas deltagelse i korrespondentcentralbankmodellen
CON/2006/17	Slovenien	Ændring af statutterne for Banka Slovenije som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2006/19	Letland	Ændringer af statuten for Latvijas Banka
CON/2006/20	Holland	Tilsyn i den finansielle sektor

¹ I december 2004 besluttede Styrelsesrådet, at ECBs udtalelser udarbejdet på anmodning fra de nationale myndigheder som hovedregel offentliggøres umiddelbart efter, at de er vedtaget og efterfølgende videresendt til den rådgivende myndighed.

² Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2006/22	Portugal	Kodificering af forskellig lovgivning om udstedelse, prægning og markedsføring af mønter og om at sætte mønter i omløb
CON/2006/23	Malta	Ændring af statutterne for Central Bank of Malta som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2006/24	Slovenien	Ændring af loven om finansiel sikkerhedsstillelse
CON/2006/25	Belgien	Et direkte indberetningssystem for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet
CON/2006/26	Letland	Ændring af mindstekravene til likviditet
CON/2006/27	Letland	Ændring af Letlands forfatning angående Latvijs Bankas status
CON/2006/28	Estland	Denominering af kapital og aktier i aktieselskaber og indførelse af no par value-aktier i forbindelse med overgangen til euro
CON/2006/29	Slovenien	Indførelse af euroen
CON/2006/30	Sverige	Sveriges Riksbanks forskrifter for udlevering og returnering af kontanter
CON/2006/31	Polen	Retsregler, som tillader spaltning af banker i aktieselskabsform i overensstemmelse med aktieselskabslovens regler
CON/2006/32	Frankrig	Ændring af statutterne for Banque de France
CON/2006/33	Cypern	Ændring af statutterne for Central Bank of Cyprus som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2006/34	Belgien	Udvidelse af listen over direkte deltagere i værdipapirafviklingssystemer
CON/2006/37	Cypern	Ændring af grundlaget for den retlige regulering af værdipapircentralen
CON/2006/38	Grækenland	Indførelsen af et forbrugerbeskyttelsessystem inden for rammerne af Bank of Greece's tilsynsfunktioner og andre relaterede bestemmelser
CON/2006/39	Polen	En ændring i Banktilsynskommissionens sammensætning
CON/2006/40	Belgien	En ændring af statuten for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique med henblik på pantsætning af gældsfordringer til sikkerhed for dens kredittransaktioner
CON/2006/41	Slovenien	Mindstereserver
CON/2006/42	Cypern	Vilkår og betingelser for andelskreditinstitutters tilslutning til et centralorgan

Nummer ²	Forslags- steller	Emne
CON/2006/43	Slovenien	Retsgrundlaget for overgang til euro og forhåndsudsendelse og videreforsendelse
CON/2006/44	Italien	En generel revision af statutterne for Banca d'Italia
CON/2006/45	Tjekkiet	Gengivelse af pengesedler, mønter og pengesymboler i Tjekkiet
CON/2006/46	Ungarn	Udkast til lovgivning om betalingstransaktioner og betalings-tjenester og elektroniske betalingsinstrumenter i Ungarn
CON/2006/47	Tjekkiet	Visse opgaver for Česká národní banka inden for forbrugerbe-skyttelse
CON/2006/48	Slovenien	En gennemgående revision af bankloven
CON/2006/49	Letland	Pengepolitiske instrumenter
CON/2006/50	Cypern	Ændring af statutterne for Central Bank of Cyprus som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2006/51	Italien	Fordeling af kompetence mellem forskellige tilsynsmyndighe-der
CON/2006/52	Letland	Latvijs Bankas afviklingssystem for værdipapirer
CON/2006/53	Polen	Tilsyn med operatører af clearing- og afviklingssystemer
CON/2006/54	Holland	Indførelse af principper om virksomhedsledelse i statutterne for De Nederlandsche Bank
CON/2006/55	Ungarn	Tilpasning af statutterne for Magyar Nemzeti Bank til Fælles-skabslovingen
CON/2006/56	Luxembourg	Markeder for finansielle instrumenter
CON/2006/58	Malta	Ændring af statutterne for Central Bank of Malta som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2006/59	Estland	Mindstereservekrav
CON/2006/61	Portugal	Ægthedsprøvning af euromønter og behandlingen af euromøn-ter, som er uegnede til recirkulering
CON/2006/62	Portugal	Oprettelse af et rammesystem for afsløring af falskmøntneri og for kvalitetssortering af pengesedler
CON/2007/01	Cypern	Det retlige grundlag for indførelse af euroen og en problemfri overgang
CON/2007/02	Ungarn	Et direkte indberetningssystem for betalingsbalancestatistik
CON/2007/03	Irland	Særligt dækkede obligationer

b) ECBs udtalelser efter høring i en europæisk institution³

Nummer⁴	Forslags- stiller	Emne	EUT- henvisning
CON/2006/8	Rådet	Ophævelse af forældet lovgivning vedrørende Det Europæiske Monetære System	EUT C 49, 28.2.2006, s. 35
CON/2006/12	Rådet	Ændring af ENS95 indberetningsprogrammet for nationalregnskabsdata	EUT C 55, 7.3.2006, s. 61
CON/2006/13	Rådet	Den tidsmæssige dækning af prisindsamlingen til det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)	EUT C 55, 7.3.2006, s. 63
CON/2006/14	Rådet	Udnævnelse af et medlem af ECBs direktion	EUT C 58, 10.3.2006, s. 12
CON/2006/18	Rådet	En gennemgribende revision af den fælles statistiske nomenklatur for økonomiske aktiviteter inden for Fællesskabet (NACE)	EUT C 79, 1.4.2006, s. 31
CON/2006/21	Rådet	Betalingstjenester i det indre marked	EUT C 109, 9.5.2006, s. 10
CON/2006/35	Rådet	Ændring og forlængelse af handlingsprogrammet for udveksling, bistand og uddannelse med henblik på beskyttelse af euroen mod falskmøntneri (Pericles-programmet)	EUT C 163, 14.7.2006, s. 7
CON/2006/36	Rådet	Omregningskursen mellem euroen og den slovenske tolar og om andre foranstaltninger, som er nødvendige for indførelse af euroen i Slovenien	EUT C 163, 14.7.2006, s. 10
CON/2006/57	Rådet	Et udkast til Kommissionens direktiv om gennemførelse af Rådets direktiv 85/611/EØF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) med hensyn til afklaring af bestemte definitioner	EUT C 31, 13.2.2007, s. 1
CON/2006/60	Rådet	Et direktivforslag om ændring af visse fællesskabsdirektiver hvad angår procedurereglerne for den tilsynsmæssige vurdering af erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor	EUT C 27, 7.2.2007, s. 1
CON/2007/04	Rådet	Indførelse af en ny komitologi-procedure i otte direktiver om handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser	EUT C 39, 23.02.2007, s. 1

³ Også offentliggjort på ECBs websted.

⁴ Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG¹

12. JANUAR OG 2. FEBRUAR 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,25 pct., 3,25 pct. og 1,25 pct.

2. MARTS 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 2,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 8. marts 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 3,50 pct. og 1,50 pct. med virkning fra 8. marts 2006.

6. APRIL OG 4. MAJ 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 2,50 pct., 3,50 pct. og 1,50 pct.

8. JUNI 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 2,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 15. juni 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 3,75 pct. og 1,75 pct. med virkning fra 15. juni 2006.

6. JULI 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet

uændret på henholdsvis 2,75 pct., 3,75 pct. og 1,75 pct.

3. AUGUST 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,0 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 9. august 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,0 pct. og 2,0 pct. med virkning fra 9. august 2006.

31. AUGUST 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

5. OKTOBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 11. oktober 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,25 pct. og 2,25 pct. med virkning fra 11. oktober 2006.

2. NOVEMBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer

¹ Den kronologiske oversigt over eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2005 findes i henholdsvis ECB Årsberetning 1999, s. 169-173, ECB Årsberetning 2000, s. 207-210, ECB Årsberetning 2001, s. 207-208, ECB Årsberetning 2002, s. 230-231, ECB Årsberetning 2003, s. 213-214, ECB Årsberetning 2004, s. 13 samt ECB Årsberetning 2005, s. 208.

oner og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

7. DECEMBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. december 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,50 pct. og 2,50 pct. med virkning fra 13. december 2006.

21. DECEMBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2007, fra 40 mia. euro til 50 mia. euro. Sidstnævnte beløb tager højde for, at likviditetsbehovet i euroområdet banksektor er øget kraftigt i de seneste år og forventes at vokse yderligere i 2007. Derfor har eurosystemet vedtaget en mindre øgning af den del af likviditetsbehovet, der tilvejebringes gennem de langfristede markedsoperationer. Eurosystemet vil dog fortsat tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan beslutte at justere tildelingsbeløbet igen i begyndelsen af 2008.

11. JANUAR OG 8. FEBRUAR 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,50 pct., 4,50 pct. og 2,50 pct.

8. MARTS 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperati-

oner med 25 basispoint til 3,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 14. marts 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 med virkning fra 14. marts 2007.

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN 2006

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2006. Hvad angår Working Papers, viser oversigten kun publikationer udgivet mellem december 2006 og februar 2007. Medmindre andet angives, kan interesserede også gratis bestille publikationerne i trykt udgave, så længe lager haves, eller bestille et gratis abonnement på info@ecb.int.

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (www.ecb.int).

ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2005", april 2006.

KONVERGENSRAPPORT

"Konvergensrapport maj 2006".

"Konvergensrapport december 2006".

ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

"The predictability of the ECB's monetary policy", januar 2006.

"Hedge funds: developments and policy implications", januar 2006.

"Assessing house price developments in the euro area", februar 2006.

"Fiscal policies and financial markets", februar 2006.

"The importance of public expenditure reform for economic growth and stability", april 2006.

"Portfolio management at the ECB", april 2006.

"Monetary and exchange rate arrangements of the euro area with selected third countries and territories", april 2006.

"The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration", maj 2006.

"The single list in the collateral framework of the Eurosystem", maj 2006.

"Equity issuance in the euro area", maj 2006.

"Measures of inflation expectations in the euro area", juli 2006.

"Competitiveness and the export performance of the euro area", juli 2006.

"Sectoral money holding: determinants and recent developments", august 2006.

"The evolution of large-value payment systems in the euro area", august 2006.

"Demographic change in the euro area: projections and consequences", oktober 2006.

"Integrated financial and non-financial accounts for the institutional sectors in the euro area", oktober 2006.

"Monetary policy 'Activism'", november 2006.

"The Eurosystem's experience with fine-tuning operations at the end of the reserve maintenance period", november 2006.

"Financial development in central, eastern and south-eastern Europe", november 2006.

"The enlarged EU and euro area economies", januar 2007.

"Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade", januar 2007.

"Putting China's economic expansion in perspective", januar 2007.

"Challenges to fiscal sustainability in the euro area" februar 2007.

"The EU arrangements for financial crisis management", februar 2007.

"Migrant remittances to regions neighbouring the EU", februar 2007.

STATISTICS POCKET BOOK.

Tilgængelig hver måned siden august 2003.

LEGAL WORKING PAPERS

- 1 "The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments" af K. M. Löber, februar 2006.
- 2 "The application of multilingualism in the European Union context" af P. Athanassiou, marts 2006.
- 3 "National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview" af J. García-Andrade og P. Athanassiou, oktober 2006.

OCCASIONAL PAPERS

- 43 "The accumulation of foreign reserves" af International Relations Committee Task Force, februar 2006.
- 44 "Competition, productivity and prices in the euro area services sector", af en task force under Det europæiske System af Centralbankers Pengepolitiske Komite, april 2006.
- 47 "The reform and implementation of the implementation of the Stability and Growth Pact" af R. Morris, H. Ongena og L. Schuknecht, juni 2006.
- 48 "Macroeconomic and financial stability challenges for acceding countries" af en International Relations Committee Task Force on Enlargement, juli 2006.
- 49 "Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem" af U. Bindseil og F. Papadia, august 2006.
- 50 "Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market" af M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes og A. Persaud, august 2006.
- 51 "Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area" af A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger og T. Westermann, august 2006.
- 52 "Cross-border labour mobility within enlarged EU" af F. F. Heinz og M. Ward-Warmedinger, oktober 2006.
- 53 "Labour productivity developments in the euro area" af R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker og J. Turunen, oktober 2006.
- 54 "Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics" af V. Damia og C. Picón Aguilar, november 2006.
- 55 "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges" af U. Baumann og F. di Mauro, februar 2007.

WORKING PAPERS

- 699 "The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data" af E. Gautier, december 2006.
- 700 "Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?" af C. De Mol, D. Giannone og L. Reichlin, december 2006.
- 701 "Is there a single frontier in a single European banking market?" af J. W. B. Bos og H. Schmiedel, december 2006.
- 702 "Comparing financial systems: a structural analysis" af S. Champonnois, december 2006.
- 703 "Co-movements in volatility in the euro money market" af N. Cassola og C. Morana, december 2006.
- 704 "Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach" af B. E. Jones og L. Stracca, december 2006.

- 705 "What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions" af L. Dedola og S. Neri, december 2006.
- 706 "What drives investors' behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis" af O. Castrén, C. Osbat og M. Sydow, december 2006.
- 707 "Ramsey monetary policy with labour market frictions" af E. Faia, januar 2007.
- 708 "Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting" af I. Vansteenkiste, januar 2007.
- 709 "Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment" af P. Levine, P. McAdam og J. Pearlman, januar 2007.
- 710 "Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories" af J. Tapking, januar 2007.
- 711 "What 'hides' behind sovereign debt ratings?" af A. Afonso, P. Gomes og P. Rother, januar 2007.
- 712 "Opening the black box: structural factor models with large cross-sections" af M. Forni, D. Giannone, M. Lippi og L. Reichlin, januar 2007.
- 713 "Balance of payments crises in emerging markets: how early were the 'early' warning signals?" af M. Bussière, januar 2007.
- 714 "The dynamics of bank spreads and financial structure" af R. Gropp, C. Kok Sørensen og J.-D. Lichtenberger, januar 2007.
- 715 "Emerging Asia's growth and integration: how autonomous are business cycles?" af R. Ruffer, M. Sánchez og J.-G. Shen, januar 2007.
- 716 "Adjusting to the euro" af G. Fagan og V. Gaspar, januar 2007.
- 717 "Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?" af S. Sauer, januar 2007.
- 718 "Drift and breaks in labour productivity" af L. Benati, januar 2007.
- 719 "US imbalances: the role of technology and policy" af R. Bems, L. Dedola og F. Smets, januar 2007.
- 720 "Real price wage rigidities in a model with matching frictions" af K. Kuester, februar 2007.
- 721 "Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?" af R. Mestre, februar 2007.
- 722 "Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach" af F. Smets og R. Wouters, februar 2007.
- 723 "Asset allocation by penalised least squares" af S. Manganelli, februar 2007.
- 724 "The transmission of emerging market shocks to global equity markets" af L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher og C. Thimann, februar 2007.
- 725 "Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area" af C. Altavilla og M. Ciccarelli, februar 2007.
- 726 "Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions" af M. Andersson, februar 2007.
- 727 "Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data" af P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini og H. Stahl, februar 2007.
- 728 "Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data" af S. Kurri, februar 2007.
- 729 "Fast Micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?" af F. Altissimo, B. Mojon og P. Zaffaroni, februar 2007.
- 730 "What drives business cycles and international trade in emerging market economies?" af M. Sánchez, februar 2007.
- 731 "International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: A GVAR analysis of the US manufacturing sector" af P. Hiebert og I. Vansteenkiste, februar 2007.
- 732 "Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles" af R. Adalid og C. Detken, februar 2007.

- 733 "Mortgage interest rate dispersion in the euro area" af C. Kok Sørensen og J.-D. Lichtenberger, februar 2007.
- 734 "Inflation risk premia in the term structure of interest rates" af P. Hördahl og O. Tristani, februar 2007.

ANDRE PUBLIKATIONER

- "Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical Tables", januar 2006 (online).
- "Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the framework for banknote recycling", januar 2006 (online).
- "Euro Money Market Survey 2005", januar 2006.
- "Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", februar 2006.
- "Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)", februar 2006 (med undtagelse af den engelske udgave, kun online).
- "Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet", februar 2006 (online).
- "Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment", februar 2006 (online).
- "National implementation of Regulation ECB/2001/13", februar 2006 (online).
- "Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)", marts 2006.
- "ECB statistics: an overview" april 2006.
- "TARGET Annual Report 2005", maj 2006.
- "Financial Stability Review", juni 2006.
- "Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)", juni 2006 (online).
- "Communication on TARGET2", juli 2006 (online).
- "Government Finance Statistics Guide", august 2006.
- "Implementation of the Banknote Recycling Framework", august 2006.
- "The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures", september 2006.
- "Differences in MFI interest rates across euro area countries", september 2006.
- "Indicators of financial integration in the euro area", september 2006.
- "Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries", oktober 2006 (online).
- "EU banking structures", oktober 2006.
- "EU banking sector stability", november 2006.
- "The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics", november 2006.
- "Third progress report on TARGET2", november 2006 (online).
- "The Eurosystem's view of a 'SEPA for Cards'", november 2006 (online).
- "Financial Stability Review", december 2006.
- "The European Central Bank – History, role and functions", second revised edition, december 2006.
- "Assessment of accounting standards from a financial stability perspective", december 2006 (online).
- "Research Bulletin No 5", december 2006.
- "Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries", december 2006.
- "Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data" (Blue Book), december 2006.

"Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework", december 2006 (online).

"Correspondent central banking model (CCBM) – Procedure for Eurosystem counterparties", december 2006 (online).

"Government Finance Statistics Guide", januar 2007.

"Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament", januar 2007.

"Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament", januar 2007.

"Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", februar 2007.

"List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves", februar 2007 (online).

"Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics", februar 2007.

"Euro Money Market Study 2006", februar 2007 (online).

"Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament," februar 2007.

INFORMATIONSBROCHURER

"The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", maj 2006.

"TARGET2 - Securities brochure", september 2006.

"The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market", november 2006.

ORDLISTE

Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste findes på ECBs websted.

Afviklingsrisiko: En overordnet betegnelse, der bruges til at beskrive risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke forløber som forventet. Denne risiko kan omfatte både **kredit-** og **likviditetsrisiko**.

Aktiemarked: Marked, hvor **ejerandelsbeviser** udstedes og handles.

Andre finansielle formidlere: Selskaber eller kvasi-selskaber, undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser, der hovedsagelig beskæftiger sig med finansiell formidling ved at indgå forpligtelser, undtagen i form af penge, indlån og/eller indlånsnignende indskud fra andre institutionelle enheder end monetære finansielle institutioner, især dem, der hovedsagelig er beskæftiget med langfristet finansiering, som fx selskaber, der beskæftiger sig med finansiell leasing, kreditformidlende selskaber oprettet med henblik på at eje værdipapirbaserede aktiver, finansielle holdingselskaber, forhandlere af værdipapirer og derivater (for egen regning), venture- og udviklingselskaber.

Benchmarkportefølje: I forbindelse med investeringer er en benchmarkportefølje en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Benchmarkporteføljen fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje.

Betalingsbalancen: En statistisk opgørelse, der for en given periode viser en økonomis økonomiske transaktioner med resten af verden. De omfatter transaktioner vedrørende varer, tjenesteydelser samt løn- og formueindkomst, transaktioner vedrørende finansielle krav og passiver over for resten af verden samt transaktioner (fx gældsafgivelse), der klassificeres som overførsler.

Bruttooverskud af produktionen: Gevinsten (eller tabet) på værdien af produktionsoutputtet, efter at produktionsomkostninger, lønomkostninger og skatter minus subsidier til produktionen er blevet fratrukket, men før udgifter og indtægter forbundet med lån/leje eller ejerskab af finansielle og ikke-producerede aktiver indregnes.

Central modpart: En enhed, der fungerer som mellemmand for **modparterne** i en handel, dvs. som køber for alle sælgere og sælger for alle købere.

Corporate governance: De regler, procedurer og processer, hvormed selskaber ledes og kontrolleres. Corporate governance-strukturen fastlægger fordelingen af rettigheder og ansvar mellem organisationens forskellige parter, såsom bestyrelsen, direktionen, aktionærerne og de øvrige interessenter, og detaljerede regler og beslutningsprocedurer.

Direkte investeringer: Grænseoverskridende investeringer med det formål at opnå en varig kapitalinteresse i en virksomhed i en anden økonomi (i praksis en andel svarende til mindst 10 pct. af de ordinære aktier eller stemmerettighederne).

Direktionen: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst af stats- og regeringscheferne i de EU-lande, der har indført euroen.

ECBs officielle renter: De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECBs officielle renter er **minimumsbudrenten** for de **primære markedsoperationer**, renten for den **marginale udlånsfacilitet** og renten for **indlånsfaciliteten**.

Ecofin-Rådet: EU-Rådet i sammensætningen økonomi- og finansministre.

Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale): Vægtede gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdets** vigtige handelspartners valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-24 (der omfatter de 14 EU-lande uden for euroområdet og 10 vigtige handelspartnere uden for EU) og EER-44 (som består af EER-24 og 20 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel og konkurrencen på tredjemarkeder. De reale effektive eurokurser fremkommer ved at deflatere de nominelle effektive valutakurser med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. De er således udtryk for pris- eller omkostningskonkurrenceevne.

Ejerandelsbeviser: Repræsenterer ejerskab af en interesse i en virksomhed. Omfatter aktier, der handles på børsen (børsnoterede aktier), unoterede aktier og andre former for ejerandelsbeviser. Ejerandelsbeviser giver normalt en indtægt i form af udbytte.

Eonia (euro overnight index average): Et mål for den effektive rente på dag-til-dag eurointerbankmarkedet. Eonia beregnes som et vægtet gennemsnit af renterne for usikrede dag-til-dag udlån i euro. Renterne indberettes af et panel af deltagende banker.

ERM2 (exchange rate mechanism II): Valutakursmekanisme, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem landene i **euroområdet** og EU-landene uden for euroområdet.

Euribor (euro interbank offered rate): Den rente, hvortil en kreditværdig bank er villig til at låne euro til en anden kreditværdig bank. Renten er baseret på indberetninger fra et panel af deltagende banker. Euribor beregnes dagligt for interbankindskud med forskellige løbetider på op til 12 måneder.

Euroområdet: Euroområdet består af de EU-lande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført euroen som valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europæiske Centralbank (ECB), Den: ECB udgør kernen i **eurosystemet** og **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** og er en juridisk person i henhold til **traktaten** (artikel 107, stk. 2). Banken sikrer, at de opgaver, der er pålagt eurosystemet og ESCB, gennemføres enten via egne eller de nationale centralbankers aktiviteter i henhold til statuten for ESCB. ECB er underlagt **Styrelsesrådet** og **Direktionen** og, som et tredje besluttende organ, **Det Generelle Råd**.

Europæiske Monetære Institut (EMI), Det: En midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** 1. januar 1994. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank** blev oprettet 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995, det (ENS95): Et omfattende og sammenhængende system af makroøkonomiske konti, som er baseret på et sæt internationalt anerkendte statistiske begreber, definitioner, klassifikationer og regnskabsregler med henblik på en harmoniseret kvantitativ beskrivelse af medlemslandenes økonomier. ENS95 er Fællesskabets udgave af det internationale nationalregnskabssystem SNA93.

Europæiske System af Centralbanker (ESCB), Det: består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker i alle 27 EU-lande, dvs. at systemet ud over **eurosystemets** medlemmer omfatter de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen. ESCB er underlagt ECBs **styrelsesråd** og **direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Eurosystemet: Euroområdet centralbanksystem. Omfatter **Den Europæiske Centralbank** og de nationale centralbanker i de medlemslande, der har indført euroen.

Eurosystemets rammer for kreditvurdering: Et sæt procedurer, regler og teknikker, der sikrer, at alle belånbare aktiver overholder **eurosystemets** høje kreditstandarder.

Finansiell stabilitet: En tilstand, hvor det finansielle system – dvs. finansielle formidlere, markeder og markedsinfrastrukturer – er i stand til at modstå stød og udjævne finansielle balanceproblemer, hvorved sandsynligheden for, at der opstår så alvorlige forstyrrelser af den finansielle formidlingsproces, at de udgør en væsentlig hindring for profitabel investering af opsparede midler, mindskes.

Finjusterende operation: En **markedsoperation**, som udføres af **eurosystemet**, for at klare uventede likviditetsudsving i markedet. De finjusterende operationers hyppighed og løbetid er ikke standardiserede.

Fremskrivninger: Resultatet af undersøgelser, der udføres fire gange om året med henblik på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. **Eurosystemets** stabs makroøkonomiske fremskrivninger offentliggøres i juni og december, mens **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** stabs fremskrivninger offentliggøres i marts og september. De indgår i den **økonomiske analyse** i ECBs pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af de faktorer, der udgør en risiko for **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og cheferne for alle de nationale centralbanker, der er med i **Det Europæiske System af Centralbanker**.

Genkøbsforretning: En forretning, hvor et aktiv sælges, og sælger samtidig berettiges og forpligtes til at købe det tilbage til en bestemt pris på et givet tidspunkt i fremtiden eller på anfordring. En sådan forretning svarer til lån mod sikkerhed med den forskel, at sælger ikke beholder ejendomsretten til værdipapirerne.

Gældsinstrument: Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændehaber (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt rente (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år klassificeres som langfristede.

Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP): Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og er harmoniseret for alle EU-lande.

Implicit volatilitet: Den forventede volatilitet (dvs. standardafvigelse) i prisen på et aktiv (fx en aktie eller obligation). Implicit volatilitet kan enten udledes af aktivets pris, forfaldsdag, strike-pris på dets optioner eller ud fra en risikofri afkastningsgrad ved hjælp af fx Black-Scholes-modellen til prisfastsættelse af optioner.

Indlånsfacilitet: En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til indlån på anfordring i en national centralbank, som forrentes til en på forhånd fastsat rente (se **ECBs officielle renter**).

Kandidatlande: Lande, for hvilke EU har accepteret en ansøgning om EU-medlemskab. Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien og Tyrkiet blev indledt den 3. oktober 2005, mens forhandlingerne med Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien endnu ikke er indledt.

Kapitalbalancen over for resten af verden: Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden.

Kreditderivat: Et finansielt instrument, der adskiller kreditrisikoen fra en underliggende finansiell transaktion, hvorved kreditrisikoen kan prissættes og overføres separat.

Kreditinstitut: i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, ud over kreditinstitutter som defineret under i).

Kreditrisiko: Risikoen for, at en **modpart** ikke til fulde overholder sin forpligtelse til tiden eller til enhver tid derefter. Kreditrisiko omfatter genplaceringsrisiko og hovedstolsrisiko samt risikoen for, at afviklingsbanken ikke overholder sine forpligtelser.

Langfristet markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De langfristede markedsoperationer udføres som månedlige standardauktioner, normalt med en løbetid på tre måneder.

Likviditetsrisiko: Risikoen for, at en **modpart** ikke afvikler en forpligtelse til fuld værdi, når den forfalder, men på et senere ikke nærmere angivet tidspunkt derefter.

Lissabon-strategien: Et omfattende program, der har som mål at gøre EU til den mest dynamiske og konkurrencedygtige videnbaserede økonomi i verden. Strategien blev iværksat i 2000 på Det Europæiske Råds møde i Lissabon.

Lønsomhed: Et mål for en virksomheds indtjening set i forhold til især dens salg, aktiver eller egenkapital. Der er en række forskellige mål for lønsomheden, som er baseret på virksomhedens årsregnskab, fx driftsresultat (omsætning fratrukket driftsomkostninger), overskudsgrad (resultat af primær og sekundær drift efter skat, afskrivninger og ekstraordinære poster), afkastningsgrad (sammenligning af det primære resultat med virksomhedens samlede aktiver) og egenkapitalforrentning (ordinært overskud efter renter i forhold til egenkapitalen). I makroøkonomiske sammenhænge anvendes

bruttooverskud af produktionen ofte til at måle lønsomheden baseret på nationalregnskabet, fx i relation til BNP eller værditilvækst.

M1: Et snævert pengemængdemål, som omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFIerne** og **staten** (fx postvæsenet eller finansministeriet).

M2: Et mellembredt pengemængdemål, som omfatter **M1** plus indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder (dvs. kortfristede opsparingsindskud) samt tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år (dvs. kortfristede tidsindskud) hos **MFIerne** og **staten**.

M3: Et bredt pengemængdemål, som omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, især **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFIer**.

Marginale udlånsfacilitet, den: En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag kredit fra en national centralbank til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

Markedsoperation: En operation, der udføres på initiativ af centralbanken i det finansielle marked. Med hensyn til formål, regelmæssighed og procedurer kan **eurosystemets** markedsoperationer inddeles i fire kategorier: **primære markedsoperationer**, **langfristede markedsoperationer**, **finjusterende markedsoperationer** og strukturelle markedsoperationer. Som instrument i forbindelse med markedsoperationerne anvender eurosystemet primært **tilbageførselsforretninger**, som kan benyttes til alle fire kategorier. Desuden kan udstedelse af gældsbeviser og egentlige købs- eller salgsforretninger benyttes til strukturelle operationer, mens egentlige købs- eller salgsforretninger, **valutaswaps** og modtagelse af tidsindskud fra modparter benyttes til finjusterende markedsoperationer.

Markedsrisiko: Risikoen for, at værdien af en investering forringes som følge af bevægelser i markedsfaktorer. Generelt henregnes fire faktorer under markedsrisiko: aktierisiko, renterisiko, valutarisiko og råvarerisiko.

MFIer (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, der udgør **euroområdet**s pengeudstedende sektor. De omfatter **eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i fællesskabslovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller indlånslignende indskud fra enheder, undtagen MFIer, og som for egen regning (i det mindste i økonomisk henseende) yder lån og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe omfatter hovedsagelig pengemarkedsforeninger.

MFIernes kreditgivning til resider i euroområdet: **MFIernes** udlån til resider i **euroområdet** (herunder den **offentlige sektor** og den private sektor) og MFIernes beholdninger af værdipapirer (aktier, andre ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter**) udstedt af ikke-MFIer i euroområdet.

MFIernes langfristede finansielle passiver: Tidsindskud med en løbetid på over 2 år, indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder, **gældsinstrumenter** med en oprindelig løbetid på over 2 år udstedt af **MFIer i euroområdet** samt MFI-sektoren i euroområdet's egenkapital.

MFIernes nettofordringer på udlandet: **MFIer i euroområdet**s fordringer på udlandet (fx guld, beholdninger af pengesedler og mønter i fremmed valuta, beholdninger af værdipapirer udstedt af resider uden for euroområdet og udlån til resider uden for euroområdet) minus MFIer i euro-

området eksterne passiver (fx indskud fra residerter uden for euroområdet, deres **genkøbsforretninger** samt deres andele i pengemarkedsforeninger og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af MFier).

MFernes rentesatser: De rentesatser, som residerter **kreditinstitutter** og andre **MFier**, ekskl. centralbanker og pengemarkedsforeninger, anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerter i **euroområdet**.

MFI-sektorens konsoliderede balance: Balance, der fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx ud- og indlån mellem MFier) på den aggregerede MFI-balance. Den giver statistisk information om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residerter i **euroområdet**, som ikke hører til denne sektor (dvs. den **offentlige sektor** og andre residerter i euroområdet), og over for residerter uden for euroområdet. Balancen er den vigtigste statistikkilde til beregning af pengemængdemål, og den danner grundlag for den regelmæssige analyse af **M3s** modposter.

Minimumsbudrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud ved de **primære markedsoperationer**, der udføres som auktioner til variabel rente. Det er en af **ECBs officielle renter** og afspejler pengepolitikens stramhed.

Modpart: Den anden part i en finansiel transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

Monetær analyse: En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **pristabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den monetære analyse hjælper med at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt i lyset af den tætte sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau over længere tidshorisonter. Den monetære analyse tager højde for udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder **M3** og dets komponenter og modposter, især udlån, og forskellige mål for overskudslikviditet (se også **økonomisk analyse**).

Monetær indkomst: De indtægter, som de nationale centralbanker i forbindelse med deres udførelse af **eurosystemets** pengepolitiske opgaver har af aktiver, som de besidder som modværdi for sedler i omløb og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

Obligationsmarked: Marked, hvor mellem- og langfristede **gældsinstrumenter** udstedes og handles.

Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service): En sektor, der er defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, og som omfatter residerter enheder, der hovedsagelig beskæftiger sig med produktion af ikke-markedsmæssige varer og tjenester bestemt for individuelt og kollektivt konsum og/eller omfordeling af nationalindkomst og -formue. Sektoren består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde. Offentligt ejede enheder, der driver erhvervsvirksomhed, fx offentlige virksomheder, indgår ikke i den offentlige sektor.

Omkostninger ved ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering (reale): Ikke-finansielle selskabers omkostninger, når de optager nye lån. For ikke-finansielle selskaber i **euroområdet** udregnes disse som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved låntagning, omkostningerne ved **gælds-**

instrumenter og omkostningerne ved aktier baseret på det udestående beløb (justeret for værdiansættelseeffekter) og deflateret ud fra inflationsforventningerne.

Option: Et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt aktiv (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato).

Pengemarked: Marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

Porteføljeinvesteringer: Residenter i **euroområdets** nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter uden for euområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter i euområdet ("passiver"). Omfatter ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter** (obligationer og pengemarkedsinstrumenter) ekskl. beløb bogført under **direkte investeringer** eller reserveaktiver.

Primær markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De primære markedsoperationer udføres som ugentlige standardauktioner, normalt med en løbetid på en uge.

Primær saldo: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Prisstabilitet: **Eurosystemets** hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning på under 2 pct. i det **harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euområdet**. Styrelsesrådet har også meddelt, at det med henblik på prisstabilitet agter at fastholde en inflation på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud: I **traktatens** artikel 104 og protokollen om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud kræves det, at EU-landene overholder budgetdisciplin, og der opstilles kriterier for, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Endvidere beskrives de foranstaltninger, der skal træffes, hvis det konstateres, at kravene i forbindelse med budgetstillingen og den offentlige gæld ikke er opfyldt. Artikel 104 suppleres af Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud (som ændret ved Rådets forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005), der er en del af **stabilitets- og vækstpakten**.

Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system): Et afviklingssystem, hvor betalingsinstrukser behandles, efterhånden som de opstår (uden netting), og afvikles i realtid (kontinuerligt). Se også **Target**.

Referenceværdi for M3-vækst: Den årlige vækst i **M3** på mellemlangt sigt, der er i overensstemmelse med fastholdelse af **prisstabilitet**. Referenceværdien for den årlige M3-vækst er p.t. 4½ pct.

Reservekrav: De mindstreserver, som et **kreditinstitut** skal holde på konti hos **eurosystemet**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af en **reservekravsperiode**.

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

Reservekravskoefficient: En koefficient, som centralbanken fastsætter for hver enkelt kategori af balanceposter i **reservekravsgrundlaget**. Koefficienten bruges til beregning af **reservekravene**.

Reservekravsperiode: Den periode, for hvilken **kreditinstitutternes** overholdelse af **reservekravene** beregnes. Reservekravsperioden starter på afviklingsdagen for den første **primære markedsoperation** efter det møde i **Styrelsesrådet**, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikken normalt finder sted. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør en kalender over reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx af **kreditinstitutter** over for centralbanker), samt aktiver solgt (fx af kreditinstitutter til centralbanker) i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

Stabilitets- og vækstpagten: Hensigten med stabilitets- og vækstpagten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union** med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og for kraftig, holdbar vækst, der fremmer jobskabelsen. Med henblik herpå foreskriver pagten, at medlemslandene specificerer mellemfristede budgetmålsætninger. Den indeholder også en række konkrete bestemmelser vedrørende **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**. Pagten består af Det Europæiske Råds resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam 17. juni 1997, og to rådsforordninger, nemlig i) forordning (EF) nr. 1466/97 af 7. juli 1997 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker som ændret ved forordning (EF) nr. 1055/2005 af 27. juni 2005 og ii) forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som ændret ved forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005. Stabilitets- og vækstpagten suppleres af Ecofin-Rådets rapport med titlen "En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten", som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles 22.-23. marts 2005. Pagten suppleres ligeledes af en ny adfærdskodeks vedrørende specifikationer om gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten og retningslinjerne for indhold og form af stabilitets- og konvergensprogrammerne (Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes), som Ecofin-Rådet godkendte 11. oktober 2005.

Staten (statslig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)** men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se også den **offentlige sektor**).

Straight-through processing (STP): Automatiseret behandling af handler/betalingsoverførsler fra afsender til endelig modtager, herunder automatiseret udførelse af instruktioners generering, bekræftelse, clearing og afvikling.

Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **direktion** og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen.

Stående facilitet: En centralbankfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Eurosystemet** kan tilbyde to stående faciliteter: den **marginale udlånsfacilitet** og **indlånsfaciliteten**.

Systemisk risiko: Risikoen for, at en institutions manglende evne til at opfylde sine forpligtelser rettidigt vil medføre, at andre institutioner ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser rettidigt. Det kan medføre betydelige likviditets- eller kreditproblemer og som følge heraf true de finansielle markeders stabilitet eller tilliden til markederne.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Et **realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS)** for euroen. Target-systemet er et decentraliseret system bestående af 17 nationale RTGS-systemer, ECBs betalingsmekanisme (EPM) og interlinking-mekanismen.

Target2: En ny generation af **Target**-systemet, hvis nuværende decentraliserede tekniske opbygning erstattes af en fælles platform med en række harmoniserede ydelser og en ensartet prisstruktur.

Tilbageførselsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

Traktaten: Refererer til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab ("Rom-traktaten"). Traktaten er blevet ændret ved flere lejligheder, navnlig ved traktaten om Den Europæiske Union ("Maastricht-traktaten"), som udgør grundlaget for **Den Økonomiske og Monetære Union** og indeholder statuten for **ESCB**.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden.

Værdipapirafviklingssystem: Et system, hvor værdipapirer kan opbevares eller overføres uden betaling, mod betaling (delivery versus payment) eller mod et andet aktiv (delivery versus delivery). Systemet omfatter alle institutionelle og tekniske rammer for afvikling af værdipapirhandler og opbevaring af værdipapirer og kan være baseret på realtidsbruttoafvikling, bruttoafvikling eller nettoafvikling. Et afviklingssystem giver mulighed for beregning (clearing) af deltagernes forpligtelser.

Værdipapircentral: En enhed, der opbevarer og administrerer værdipapirer, og som muliggør værdipapirhandler i elektronisk form. Værdipapirer kan enten være fysiske papirer (der opbevares i værdipapircentralen) eller dematerialiserede værdipapirer (dvs. kun som elektroniske registreringer). Ud over at opbevare og administrere værdipapirer kan en værdipapircentral også tage sig af clearing og afvikling.

Økonomisk analyse: En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den økonomiske analyse fokuserer primært på vurderingen af den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici for prisstabiliteten, som udviklingen indebærer på kort til mellemlangt sigt, hvor perspektivet er samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer og tjenesteydelser og faktormarkederne på netop kort til mellemlangt sigt. Der lægges vægt på behovet for at identificere de stød, der rammer økonomien, deres indvirkning på omkostninger og priser og udsigterne på kort til mellemlangt sigt til, at de breder sig til andre dele af økonomien (se også **monetær analyse**).

Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), Det: Et rådgivende fællesskabsorgan, som bidrager til forberedelsen af **Ecofin-Rådets** og Europa-Kommissionens arbejde. Udvalget har bl.a. til opgave at

følge medlemslandenes og Fællesskabets økonomiske og finansielle situation samt budgetovervågning.

Økonomiske og Monetære Union (ØMU), Den: Processen, der førte til indførelsen af den fælles valuta, euroen, og den fælles pengepolitik i **eurområdet** samt samordningen af den økonomiske politik i EU-landene. Processen blev i overensstemmelse med **traktatens** bestemmelser gennemført i tre faser. Tredje og sidste fase begyndte 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank** og indførelse af euroen. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMUen fuldført.

ISSN 1561450-6



9 771561 450009