



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

ÅRSBERETNING 2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

ÅRSBERETNING  
2009

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



## ÅRSBERETNING 2009

I 2010 vil alle publikationer bære et motiv taget fra en 500-euroseddel

© Den Europæiske Centralbank,  
2010

**Adresse**

Kaiserstrasse 29  
D-60311 Frankfurt am Main  
Tyskland

**Postadresse**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main  
Tyskland

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

*Foto:  
ISOCHROM.com  
Martin Joppen  
KingAir Luftfoto  
Robert Metsch*

*Skæringsdato for statistik i denne  
årsberetning var den 26. februar 2010*

ISSN 1725-2830 (online)

# INDHOLD

<b>FORORD</b>	<b>9</b>	2.2 Target2-Securities	<b>108</b>
<b>KAPITEL 1</b>		2.3 Afviklingsprocedurer for sikkerhed	<b>109</b>
<b>DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>3</b>	<b>3 SEDLER OG MØNTER</b>	<b>111</b>
<b>1 PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER</b>	<b>16</b>	3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndteringen deraf	<b>111</b>
<b>2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING</b>	<b>23</b>	3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	<b>112</b>
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	<b>23</b>	3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	<b>114</b>
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	<b>30</b>	<b>4 STATISTIK</b>	<b>116</b>
2.3 Udviklingen i priser og omkostninger	<b>54</b>	4.1 Nye eller forbedrede statistikker for euroområdet	<b>116</b>
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	<b>61</b>	4.2 Øvrig statistisk udvikling	<b>117</b>
2.5 Udviklingen i de offentlige finanser	<b>70</b>	4.3 Statistiske behov, der er udsprunget af den finansielle krise	<b>117</b>
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalance	<b>80</b>	<b>5 ØKONOMISK FORSKNING</b>	<b>119</b>
<b>3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET</b>	<b>85</b>	5.1 Forskningsprioriteter og -resultater	<b>119</b>
		5.2 Formidling af forskning: publikationer og konferencer	<b>121</b>
<b>KAPITEL 2</b>		<b>6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER</b>	<b>122</b>
<b>CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER</b>		6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	<b>122</b>
<b>1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER</b>	<b>96</b>	6.2 Rådgivende funktioner	<b>122</b>
1.1 Markedsoperationer og stående faciliteter	<b>96</b>	6.3 Forvaltning af EUs låneoptagelses- og långivningstransaktioner	<b>126</b>
1.2 Valutaoperationer og operationer med andre centralbanker	<b>102</b>	6.4 Eurosystemets forvaltning af valutareserver	<b>127</b>
1.3 Programmet til opkøb af covered bonds	<b>103</b>	<b>KAPITEL 3</b>	
1.4 Investeringsaktiviteter	<b>104</b>	<b>FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION</b>	
<b>2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER</b>	<b>106</b>	<b>1 FINANSIEL STABILITET</b>	<b>130</b>
2.1 Target2-systemet	<b>106</b>	1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	<b>130</b>
		1.2 Ordninger vedrørende finansiell stabilitet	<b>132</b>

<b>2</b>	<b>FINANSIEL REGULERING OG TILSYN</b>	<b>134</b>	<b>KAPITEL 6</b>	
2.1	Generelle emner	134		
2.2	Bankvirksomhed	135		
2.3	Værdipapirer	137		
2.4	Regnskabsprincipper	138		
<b>3</b>	<b>FINANSIEL INTEGRATION</b>	<b>140</b>	<b>1</b>	<b>KOMMUNIKATIONSPOLITIK</b> 170
<b>4</b>	<b>OVERVÅGNING AF BETALINGSSYSTEMER OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR</b>	<b>144</b>	<b>2</b>	<b>KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER</b> 171
4.1	Systemer for store betalinger og infrastrukturudbydere	144		
4.2	Detailbetalingssystemer og -instrumenter	146		
4.3	Clearing og afvikling af værdipapirer og derivater	147		
4.4	Andre aktiviteter	149		
	<b>KAPITEL 4</b>			
	<b>EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER</b>			
<b>1</b>	<b>EUROPÆISKE SPØRGSMÅL</b>	<b>152</b>		
1.1	Politikspørgsmål	152		
1.2	Institutionelle spørgsmål	155		
1.3	Udviklingen i og forholdet til EU-kandidatlandene	155		
<b>2</b>	<b>INTERNATIONALE SPØRGSMÅL</b>	<b>157</b>		
2.1	Vigtige tendenser i det internationale monetære og finansielle system	157		
2.2	Samarbejde med lande uden for EU	160		
	<b>KAPITEL 5</b>			
	<b>ANSVARLIGHED</b>			
<b>1</b>	<b>ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET</b>	<b>166</b>	<b>3</b>	<b>PERSONALECHEFKREDSSEN (HRC)</b> 191
<b>2</b>	<b>UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET</b>	<b>167</b>	<b>4</b>	<b>ESCBs SOCIALE DIALOG</b> 192
			<b>5</b>	<b>ÅRSREGNSKAB FOR ECB</b> 194
				Ledelsens beretning for regnskabsåret 2009 195
				Balance pr. 31. december 2009 198
				Resultatopgørelse for perioden 1. januar til 31. december 2009 200
				Anvendt regnskabspraksis 201

Noter til balancen	206	Figur A	MFIernes sektorfordelte beholdninger af vigtigste aktiver (undtagen aktier og andre kapitalandele)	37
Noter til resultatopgørelsen	219	Figur B	Kreditgivning til residerter i euroområdet	37
Revisionspåtegning	222	4	Vurdering af gennemslaget af ECBs officielle renter i de vigtigste udlånsrenter hos bankerne i euroområdet	47
Note om fordeling af overskud og tab	225	Figur A	Korte renter på boliglån til husholdningerne og på udlån til ikke-finansielle selskaber samt 3-måneders Euribor	48
<b>6 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2009</b>	<b>226</b>	Figur B	Lange renter på boliglån til husholdningerne og på udlån til ikke-finansielle selskaber samt 7-års swaprente	48
<b>BILAG</b>		Tabel	Gennemslag i MFI-udlånsrenten baseret på fejlkorrigeringsmodellen	49
<b>RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK</b>	<b>230</b>	Figur C	Akkumulerede faktiske og forudsagte ændringer i MFI-udlånsrenten fra okt. 2008 til dec. 2009	49
<b>UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK</b>	<b>233</b>	5	Beskæftigelsesudviklingen i euroområdet i 2009	67
<b>KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG</b>	<b>241</b>	Figur A	BNP og beskæftigelsesvækst i euroområdet	67
<b>OVERSIGT OVER ECBs KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET</b>	<b>244</b>	Figur B	Beskæftigelsesvækst i euroområdet og vækstbidrag	68
<b>DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN 2009</b>	<b>249</b>	Figur C	Beskæftigelsesvækst for udvalgte grupper	68
<b>ORDLISTE</b>	<b>255</b>	Figur D	Vækst i antal arbejdstimer i euroområdet og vækstbidrag	69
<b>BOKSE</b>		6	Statsstøtte til banksektoren under den finansielle krise i 2008-09 og indvirkningen på de offentlige finanser i euroområdet	73
1 Det udvidede kreditprogram i perioder med finansiell uro	17	Figur	Effekten af de samlede stabiliserende tiltag i den finansielle sektor på den offentlige gæld og eventualforpligtelserne	74
2 Nedgangen i verdenshandlen	24	7	Udviklingen i udstedelsen af og rentespændene for gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet	75
Figur A Verdenshandlen og den globale aktivitet samt euroområdets vareeksport	25			
Figur B Indeks for vertikal forsyningsintegration i verden	26			
Figur C Eksport til lande uden for euroområdet fordelt efter produkt	26			
Figur D Eksport til lande uden for euroområdet fordelt efter destination	27			
3 Den seneste udvikling i bankernes balance og konsekvenserne for udlån til den private sektor	35			

Tabel A	Årlige vækst i gælds- instrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet	<b>76</b>
Tabel B	Fordelingen af udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet	<b>76</b>
Figur A	Opdeling af ændringen i rentebetalinger i perioden 1999-2009	<b>77</b>
Figur B	Rentespænd for udvalgte statsobligationer og tyske statsobligationer	<b>77</b>
8	Oprettelse af European Systemic Risk Board og konsekvenserne for ECB	<b>135</b>

#### TABELLER

1	Prisudviklingen	<b>54</b>
2	Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger	<b>58</b>
3	Sammensætningen af vækst i realt BNP	<b>61</b>
4	Udviklingen på arbejdsmarkedet	<b>66</b>
5	Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene	<b>71</b>
6	Underskudsproceduren i eurolandene	<b>72</b>
7	Væksten i realt BNP i EU- landene uden for euroområdet og i euroområdet	<b>85</b>
8	HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet	<b>86</b>
9	Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet	<b>87</b>
10	Betalingsbalancen for EU- landene uden for euroområdet og i euroområdet	<b>89</b>
11	Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet	<b>92</b>
12	Betalinger i Target	<b>107</b>
13	Fordeling af eurosiddelproduktionen i 2009	<b>114</b>

#### FIGURER

1	ECB-renter og pengemarkedsrenter	<b>16</b>
2	Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier	<b>23</b>
3	Hovedtendenser på råvaremarkederne	<b>30</b>
4	M3 og udlån til den private sektor	<b>31</b>
5	M3s hovedkomponenter	<b>32</b>
6	MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente	<b>32</b>
7	Sektorfordelte indskud	<b>33</b>
8	M3s modposter	<b>34</b>
9	Usikrede pengemarkedsrenter	<b>39</b>
10	3-måneders Eurepo, Euribor og OIS-rente	<b>39</b>
11	ECBs renter og dag-til-dag-renten	<b>40</b>
12	Lange statsobligationsrenter	<b>41</b>
13	Nulkupon "break-even"-inflation i euroområdet	<b>42</b>
14	Væsentlige aktieindeks	<b>43</b>
15	Implicit volatilitet på aktiemarkedene	<b>44</b>
16	MFI-lån til husholdningerne	<b>45</b>
17	Rente på udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	<b>46</b>
18	Husholdningernes gæld og rentebetalinger	<b>46</b>
19	Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering	<b>47</b>
20	Fordeling af den årlige realvækst i eksternt finansiering til ikke- finansielle selskaber	<b>51</b>
21	Profitmål for børsnoterede ikke- finansielle selskaber i euroområdet	<b>51</b>
22	De ikke-finansielle selskabers finansieringsgab og dets hovedkomponenter	<b>53</b>
23	De ikke-finansielle selskabers gældskvoter	<b>53</b>
24	De vigtigste komponenter i HICP- inflationen	<b>54</b>
25	De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen	<b>55</b>

26	De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	<b>57</b>	50	Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type	<b>101</b>
27	Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	<b>59</b>	51	Rentespænd mellem covered bonds og swaps og mellem usikrede "senior bonds" udstedt af banker og swaps	<b>103</b>
28	Lønomkostninger i euroområdet	<b>59</b>	52	Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2009	<b>111</b>
29	Fordeling af BNP-deflator	<b>60</b>	53	Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2009	<b>111</b>
30	Boligprisudviklingen i euroområdet	<b>60</b>	54	Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2009 efter seddelværdi	<b>112</b>
31	Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP	<b>62</b>	55	Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2009	<b>113</b>
32	Konjunkturbarometre	<b>63</b>	56	Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2009	<b>113</b>
33	Lagerbeholdningerne i fremstillings- og detailsektoren (PMI)	<b>64</b>	57	Fejl og udeladelser, netto, i euroområdets betalingsbalance	<b>116</b>
34	Vækst i industriproduktionen og vækstbidrag	<b>65</b>			
35	Ledighed	<b>66</b>			
36	Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet	<b>79</b>			
37	Valutakursbevægelser og implicit volatilitet	<b>80</b>			
38	Nominelle og reale effektive eurokurser (EER-21)	<b>81</b>			
39	Betalingsbalancens løbende poster og dens sammensætning	<b>81</b>			
40	Euroområdets eksportmængder til udvalgte handelspartnere	<b>82</b>			
41	Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet	<b>82</b>			
42	De vigtigste poster på de finansielle konti	<b>83</b>			
43	Udviklingen i EU-valutaer i ERM2	<b>89</b>			
44	Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2	<b>90</b>			
45	ECBs officielle renter og Eonia	<b>96</b>			
46	Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2009	<b>97</b>			
47	Udeståender i pengepolitiske operationer	<b>99</b>			
48	Belånbare aktiver fordelt efter type	<b>100</b>			
49	Sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer	<b>101</b>			



## FORKORTELSER

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

### 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 nationalregnskabssystem 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
f.o.b.	Frit om bord ved eksportørens grænse
BNP	Bruttonationalprodukt
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFier	Monetære finansielle institutioner
NCBer	Nationale centralbanker
OECD	Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
PPI	Producentprisindeks
ULCM	Enhedslønsomkostninger i fremstillingssektoren
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

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

Medmindre andet er anført, vedrører alle henvisninger i denne Årsberetning til artikler i traktaten de artikelnumre, der har været gældende, siden Lissabontraktaten trådte i kraft den 1. december 2009.

**FORORD**



I en tid med store udfordringer på grund af den globale finansielle krise fungerede Den Europæiske Centralbank også i 2009 som et anker for stabilitet og tillid. Efter de alvorlige spændinger på de finansielle markeder i efteråret 2008 startede året 2009 med et hurtigt og synkront fald i den økonomiske aktivitet på verdensplan, som blev efterfulgt af en langsom, gradvis bedring i løbet af året, samtidig med at inflationen holdt sig på et meget lavt niveau. Samlet set faldt realt BNP i euroområdet med 4,0 pct. i 2009, og den gennemsnitlige årlige inflation var 0,3 pct. Samtidig var inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt fast forankrede på et niveau, der var i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Det afspejler den store grad af troværdighed, som ECBs pengepolitik har.

I lyset heraf – og som reaktion på det fortsat lave inflationære pres – nedsatte Styrelsesrådet i de første måneder af 2009 renten på de

primære markedsoperationer med yderligere 150 basispoint, til 1 pct., hvilket er det laveste niveau i eurolandenes nyere historie. Resten af året ændrede Styrelsesrådet ikke på ECBs officielle renter.

For at sikre en korrekt pengepolitisk transmission i en tid, hvor det finansielle system ikke fungerede efter hensigten, udvidede Styrelsesrådet sine støtteforanstaltninger til kreditgivning. Disse foranstaltninger skulle yde en ekstra støtte til finansieringsforholdene og kreditstrømmen til økonomien ud over den støtte, som kan opnås gennem nedsættelser af ECBs officielle renter. Foranstaltningerne blev skræddersyet til den finansielle struktur i euroområdet, hvor banker spiller en afgørende rolle i husholdningernes og virksomhedernes finansiering, og de har bidraget til at bevare strømmen af kreditgivning til økonomien.

ECBs markedsoperationer blev således fortsat udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling, og deres maksimale løbetid blev yderligere forlænget. ECB udførte tre operationer med en løbetid på 12 måneder i 2009. I løbet af året forbedredes finansieringsforholdene i euroområdet betydeligt, hvilket bl.a. resulterede i en indsnævring af rentespændene på pengemarkederne og en betydelig nedgang i den samlede volatilitet på de finansielle markeder.

I løbet af 2009 var der flere og flere tegn på en stabilisering af den økonomiske aktivitet både i og uden for euroområdet. Parallelt hermed blev forholdene på det finansielle marked forbedret, og det reducerede behovet for ekstraordinær formidling fra Eurosystemets side. Under hensyntagen til disse forbedringer indledte Styrelsesrådet i december 2009 en gradvis udfasning af de ekstraordinære tiltag, som der ikke længere var behov for. Denne rettidige beslutning blev truffet for at forhindre forvridninger, som kan opstå, hvis de ekstraordinære tiltag fastholdes for længe, og for at give bankerne et incitament til at fortsætte de nødvendige balance-tilpasninger. Samtidig fortsætter Eurosystemets udvidede kreditgivning med at sikre tilførslen af likviditet til banksystemet i euroområdet, hvil-

ket fremmer kreditgivningen i euroområdet og bidrager til yderligere at understøtte opsvinget.

Hvad angår finanspolitikken, forværredes euro-landenes budgetstillinger, som det også var tilfældet i andre udviklede økonomier, meget markant i 2009 på grund af den store økonomiske nedgang og den ekspansive finanspolitik, som omfattede stimulerende finanspolitiske tiltag og statsstøtteforanstaltninger til den finansielle sektor. I henhold til Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose fra november 2009 steg den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet fra gennemsnitlig 2,0 pct. af BNP i 2008 til 6,4 pct. i 2009. På denne baggrund er det helt afgørende, at de enkelte eurolandes opdaterede stabilitetsprogrammer understøttes af veldefinerede korrigerende foranstaltninger, der er i overensstemmelse med den respektive procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, og som klart opstiller den kommende periodes finanspolitiske exit- og konsolideringsstrategier, med kraftigt fokus på udgiftsreformer.

Den største udfordring med hensyn til at styrke en holdbar vækst og jobskabelsen er at fremskynde strukturreformerne. Behovet for reformer er især presserende i den finansielle sektor, hvor en hensigtsmæssig omstrukturering af banksektoren bør spille en vigtig rolle. Sunde balancer, effektiv risikostyring og gennemsigtige, robuste forretningsmodeller er afgørende for at styrke bankernes modstandsdygtighed over for stød. Herved lægges fundamentet for vedvarende vækst og finansiell stabilitet. For produktmarkedernes vedkommende er der behov for en innovationsfremmende politik, som kan fremskynde omstruktureringer og investeringer, og som kan skabe nye forretningsmuligheder. På arbejdsmarkedet er der behov for en moderat løndannelse, effektive incitamentter til at arbejde og tilstrækkelig fleksibilitet, så en betydeligt højere strukturel ledighed kan forhindres i de kommende år.

\* \* \*

Den politiske og lovgivningsmæssige reaktion på den finansielle krise tog fart i 2009 med en række konkrete forslag til at styrke rammerne for den finansielle stabilitet på europæisk og globalt plan.

Rapporten, som gruppen på højt plan under ledelse af Jacques de Larosière offentliggjorde i februar 2009, indeholdt anbefalinger til nye institutionelle tilsynsrammer på EU-plan. I september fulgte Europa-Kommissionen op på disse anbefalinger ved at fremsætte en række forslag til lovgivning til EU-Rådet og Europa-Parlamentet. Forslagene vedrører, for det første, oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), som bliver ansvarligt for det makroprudentielle tilsyn, og, for det andet, Det Europæiske System af Finansielle Tilsyn (ESFS), der består af et netværk af tre europæiske tilsynsmyndigheder og de nationale tilsynsmyndigheder. ESFS bliver ansvarligt for det mikroprudentielle tilsyn. ECB har generelt været positiv i sine formelle udtalelser om Kommissionens forslag.

ESRBs vigtigste makroprudentielle opgaver bliver at identificere og vurdere risici i tilknytning til stabiliteten af EUs finansielle system og til at udstede risikoadvarsler samt, i påkommende tilfælde, fremsætte politiske anbefalinger om afhjælpende tiltag. Opgaverne vil blive udført på grundlag af omfattende informationer og effektive makroprudentielle instrumenter og kan forventes at yde et betydeligt bidrag til den finansielle stabilitet i EU. ECB er i sin egenskab af EU-institution rede til – i et tæt samarbejde med alle 27 nationale centralbanker i ESCB og de nationale tilsynsmyndigheder – at bistå ESRB med at udføre disse opgaver.

På globalt plan blev G20-landenes topmøde i London i april 2009 en milepæl. På topmødet etableredes et Financial Stability Board (FSB), som skal efterfølge Forummet for Finansiell Stabilitet, med flere medlemmer og et udvidet mandat til at sikre finansiell stabilitet. ECB er medlem af FSB og bidrager aktivt som medlem af Styringskomiteen til at opfylde FSBs målsætning.

G20-topmødet gav drivkraft til en omfattende lovgivningsreform, som er ved at blive fulgt op af de globale standardiseringsorganer og Europa-Kommissionen. ECB har støttet og bidraget til denne reform gennem sin deltagelse i de relevante fora og gennem rådgivning på globalt og EU-plan med hensyn til fx revision af bankernes kapitalkrav, forbedring af regnskabsreglerne og foranstaltninger vedrørende krisestyring og -løsning.

\* \* \*

I 2009 fortsatte ECB med aktivt at støtte initiativer til at styrke en stabilisering og integrering af infrastrukturene på de finansielle markeder. I februar 2009 offentliggjorde ECB "Eurosystem oversight policy framework", som beskriver Eurosystemets tilsynsrolle, de metoder og instrumenter, som Eurosystemet anvender i denne forbindelse, samt ansvarsfordelingen inden for Eurosystemet. For yderligere at øge sikkerheden, robustheden og effektiviteten i forbindelse med værdipapirclearing og -afvikling mv. udarbejdede ESCB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) anbefalinger for værdipapirafviklingssystemer og centrale modparter i EU.

ECB fortsatte desuden med at fungere som katalysator for aktiviteter i den private sektor ved at facilitere kollektiv handling. Det fælles eurobetalingsområde, SEPA, er et initiativ, som ECB har støttet kraftigt fra første dag. SEPA nåede den anden større milepæl med lanceringen af SEPA Direct Debit i november 2009. For første gang findes der nu en egentlig europæisk betalingstjeneste til direkte debiteringer.

Hvad angår centralbankopgaver, gør enkeltplatformssystemet Target2, Eurosystemets betalingssystem til store betalinger, det nu muligt for 23 centralbanker i EU og deres respektive brugere at benytte sig af den samme omfattende og avancerede realtidsbruttoafviklingstjeneste. Der blev endvidere gjort fremskridt i etableringen af Target2-Securities (T2S), den fælles, neutrale værdipapirafviklingstjeneste. I februar 2010 havde 29 værdipapircentraler underskre-

vet et aftalememorandum med Eurosystemet om anvendelse af T2S, når det sættes i drift. Hertil kommer, at centralbankerne i Danmark, Sverige og Norge, støttet af de respektive nationale markeder, havde udtrykt interesse i at afvikle værdipapirtransaktioner i landenes nationale valutaer i T2S. Arbejdet med at oprette en fælles platform (CCBM2) til mobilisering af sikkerhed i Eurosystemet fortsatte ligeledes i 2009. CCBM2 vil gøre det muligt for Eurosystemet at yde modparterne en effektiv og omkostningsoptimeret forvaltning af sikkerhedsstillelsen samt en forbedret likviditetsstyring.

\* \* \*

For så vidt angår det organisatoriske, var antallet af fuldtidsstillinger i ECB 1.385,5 ved udgangen af 2009 mod 1.357,5 ved udgangen af 2008. Stigningen skyldes hovedsagelig de nye opgaver, som ECB er blevet tildelt i forbindelse med T2S-programmet. ECBs medarbejdere kommer fra alle EUs 27 medlemslande, og de ansættes – efter en åben udvælgelseskampagne – i ledige stillinger, som bliver opslået på ECBs websted. I overensstemmelse med ECBs mobilitetspolitik flyttede 196 medarbejdere i 2009 til andre stillinger internt i organisationen, mens 21 medarbejdere blev udstationeret i andre organisationer, og 31 fik bevilget orlov uden løn for at studere, for at kunne arbejde i en anden organisation eller af private årsager. En af hjørneste- nene i ECBs personalestrategi er en kontinuerlig udvidelse og udvikling af alle medarbej- deres, herunder også ledende medarbej- deres, kvalifi- kationer og kompetencer.

I 2009 afsluttede ECB reformen af personalets pensionsordning, der havde til formål at sikre ordningens finansielle holdbarhed på langt sigt. For at beskytte personalets erhvervede rettigheder blev den eksisterende pensionsordning fastfrosset pr. 31. maj 2009, og der blev indført en ny pensionsordning pr. 1. juni 2009.

Opførelsen af ECBs nye hovedsæde blev vedtaget i 2009. Efter lanceringen af en ny indkøbsstrategi for bygningsarbejdet blev i alt 44 offentlige udbud gennemført, som resulter-

rede i ansøgninger fra mere end 400 byggefirmaer. Ved udgangen af 2009 havde ECB modtaget bindende tilbud på udførelse af arbejde, der udgør omkring 80 pct. af de beregnede byggekostninger. Det var især den store konkurrence, som medførte, at det samlede budbeløb holder sig inden for det planlagte budget. På baggrund af det positive resultat besluttede Styrelsesrådet i december 2009 at færdiggøre kontrakterne, at påbegynde byggeriet i foråret 2010 og at gennemføre offentlige udbud for de resterende fag og delleverancer i løbet af 2010. Bygningen skal efter planen stå færdig ved udgangen af 2013.

I 2009 havde ECB et overskud på 2,22 mia. euro mod et overskud på 2,66 mia. euro i 2008. Styrelsesrådet besluttede pr. 31. december 2009 at overføre 0,03 mia. euro fra hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici for at overholde det maksimalt tilladte loft, som er værdien af ECBs kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker. Hensættelsens størrelse, som fastsættes årligt, er nu på 4,02 mia. euro. ECBs nettoresultat for 2009 er efter overførslen fra hensættelsen 2,25 mia. euro. Dette beløb blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

Frankfurt am Main, marts 2010

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', written over a horizontal line.

Jean-Claude Trichet



ECBs nye hovedsæde, tegnet af COOP HIMMELB(L)AU, skal stå færdigt i 2013. Der bliver tale om tre centrale bygningsdele, nemlig kontortårnene, den tidligere torvehal Grossmarkthalle og indgangspartiet.

KAPITEL I

# DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN



## I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

I hele 2009 opererede Eurosystemet under forhold præget af udfordringer, efter at den finansielle krise var spidset til i efteråret 2008. På baggrund af et afdæmpet inflationspres i sammenhæng med en alvorlig økonomisk nedgang i og uden for euroområdet nedsatte Styrelsesrådet ECBs officielle renter betydeligt. Efter en reduktion på i alt 175 basispoint i 4. kvartal 2008 nedsatte Styrelsesrådet renten ved de primære markedsoperationer med yderligere 150 basispoint fra januar til maj 2009 til det laveste niveau i eurolandene i nyere tid. Derefter har Styrelsesrådet fastholdt ECBs renter uændret, dvs. renten ved de primære markedsoperationer er 1,00 pct., renten på indlånsfaciliteten er 0,25 pct., og renten på den marginale udlånsfacilitet er 1,75 pct.

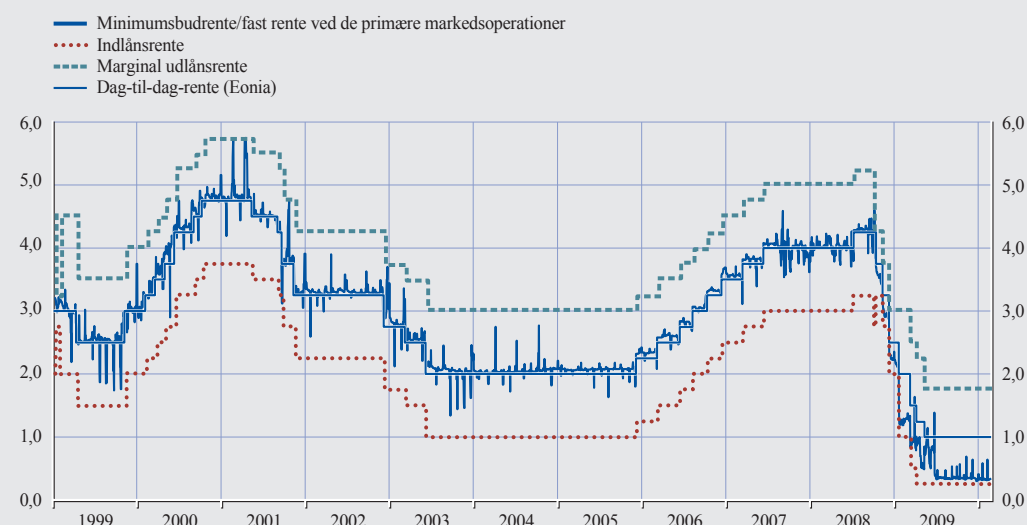
Eftersom det finansielle systems funktion var præget af alvorlige hindringer, vedtog Styrelsesrådet flere ekstraordinære tiltag i 2009 for at afhjælpe dette og lette transmissionen af ECBs lavere officielle renter til pengemarkedsrenterne og bankernes udlånsrenter (se boks 1). Forventningen var, at det ville forbedre finansieringsforholdene og kreditgivningen til husholdninger og virksomheder. Disse tiltag gik videre end det, der kunne opnås alene ved nedsættelse af ECBs

officielle renter, og tog også højde for bankernes afgørende rolle i finansieringen af euroområdet økonomi. Tiltagene medførte en betydelig forbedring af finansieringsforholdene, hvilket især kom til udtryk i snævrere rentespænd på penge markedet og en kraftig mindskelse af volatiliteten på de finansielle markeder generelt. Alle de ekstraordinære tiltag, som Styrelsesrådet vedtog, var midlertidige og havde til formål at fastholde pristabiliteten på mellemlangt sigt både direkte og indirekte ved at sikre, at inflationsforventningerne forblev fast forankrede i overensstemmelse med pristabilitet.

Konjunkturedgangen i euroområdet, som begyndte i 2007, blev til en recession i 1. halvår 2008, efterfulgt af en brat forværring i vinteren 2008-09, hvor den finansielle uro øgedes markant efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008. Det medførte rekordstore fald i erhvervs- og forbrugertilliden over hele verden. I sammenhæng med det alvorlige tilbageslag i verdensøkonomien faldt euroområdet BNP med 2,5 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal 2009. Den kvartalsvise vækst i realt BNP blev positiv igen i 2. halvår, da forholdene på de finansielle markeder samt de økonomiske forhold bedredes

Figur 1. ECB-renter og pengemarkedsrenter

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



Kilde: ECB.

Anm.: Den seneste observation vedrører 26. februar 2010.

## DET UDVIDEDE KREDITPROGRAM I PERIODER MED FINANSIEL URO

ECBs udvidede kreditprogram affødt af den finansielle krise omfattede en række ekstraordinære tiltag med det formål at understøtte finansieringsforholdene og kreditstrømmene ud over det, der kan opnås alene ved nedsættelse af ECBs officielle renter. Tiltagene var rettet mod den finansielle struktur i euroområdet og de særlige omstændigheder ved den globale finansielle krise. Tiltagene fokuserede på bankerne, da de udgør den primære finansieringskilde for realøkonomien i euroområdet. ECBs udvidede kreditprogram<sup>1</sup> omfattede fem tiltag:

- Tilførsel til euroområdets banker af ubegrænset likviditet til en fast rente i alle markedsoperationer mod passende sikkerhed
- Forlængelse af markedsoperationernes maksimale løbetid fra tre måneder (før krisen) til et år
- Udvidelse af listen over belånbare aktiver, der kan bruges som sikkerhedsstillelse
- Tilførsel af likviditet i udenlandsk valuta (især amerikanske dollar)
- Direkte køb på markedet for covered bonds.

Alle de indførte ekstraordinære tiltag var udformet, så de kunne blive udfaset, når situationen havde normaliseret sig. Hovedformålet var at afbøde de negative effekter af dårligt fungerende pengemarkeder, hvad angår likviditetssituationen for de solvente banker i euroområdet. Tiltagene havde også til formål at støtte strømmen af kreditgivning til virksomheder og husholdninger. Beslutningen om direkte køb af covered bonds blev truffet med sigte på at støtte markedet for covered bonds, der udgør et meget vigtigt finansielt marked i Europa og en primær finansieringskilde for bankerne.

I lyset af det afdæmpede inflationspres og den kraftige konjunkturedgang i euroområdet støttede ECBs ekstraordinære tiltag både banksektorens adgang til likviditet og det økonomiske opsving i euroområdet. Tiltagene har bidraget til at forbedre finansieringsforholdene i euroområdet og støttet strømmene af kreditgivning til økonomien. Købene af covered bonds har fremmet den primære udstedelsesaktivitet og mindsket de særligt brede spænd på dette marked. Det udvidede kreditprogram og de markante nedsættelser af ECBs officielle renter fra oktober 2008 og maj 2009 har medført et betydeligt fald i renterne og rentespændene på pengemarkedet samt bankernes udlånsrenter. Det udvidede kreditprogram har bidraget til en betydelig forbedring af likviditeten på markedet og til at afbøde finansieringsrisici.

På baggrund af de forbedrede forhold på de finansielle markeder i løbet af 2009 meddelte Styrelsesrådet i begyndelsen af december, at det gradvis ville udfase de ekstraordinære tiltag, der ikke længere var behov for. Fra 1. kvartal 2010 blev antallet og hyppigheden af langfristede markedsoperationer gradvis reduceret. Den sidste markedsoperation med en løbetid på 1 år blev udført i december 2009, den sidste med en løbetid på 6 måneder blev udført i marts 2010, og antallet af markedsoperationer med en løbetid på 3 måneder blev reduceret fra og med 1. kvartal 2010. I begyndelsen af marts besluttede Styrelsesrådet igen at udføre de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer som auktioner til variabel rente fra og med markedsoperati-

<sup>1</sup> Det er beskrevet nærmere i Månedsoversigten for juni og december 2009 og de tilhørende pressemeddelelser, der findes på ECBs websted.

onen med tildeling den 28. april 2010. Desuden blev der annonceret en yderligere 6-dages finjusterende markedsoperation med det formål at udjævne likviditetseffekten af den 12-måneders langfristede markedsoperation, der udløber den 1. juli 2010.

Endvidere besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med at udføre både de primære markedsoperationer og markedsoperationerne på særlige vilkår med en løbetid på én reservekravsperiode som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe som det er nødvendigt og mindst indtil oktober 2010.

Efter disse beslutninger yder Eurosystemet fortsat likviditetsstøtte til euroområdet banksektor på meget favorable vilkår og letter således kreditgivningen i euroområdet. Samtidig bidrager den gradvise udfasning af ECBs ekstraordinære tiltag til at sikre, at pengemarkedet fungerer smidigt, og til at forebygge de skævvridninger, der ellers ville opstå, hvis tiltagene blev fastholdt længere, end der var behov for det. Som følge af forbedringerne på de finansielle markeder kan bankerne igen begynde at spille deres "normale" rolle på pengemarkedet, og dermed bliver der mindre behov for, at Eurosystemet spiller en rolle som mægler og kreditformidler. Hvis alle ekstraordinære tiltag fastholdes længere, end der er behov for, vil bankerne i for høj grad basere deres forretninger på den ekstraordinære centralbanklikviditet, hvilket vil give anledning til "moral hazard"-problemer. Det ville også svække bankernes incitament til at fortsætte de nødvendige omstruktureringer af deres balance.

På længere sigt vil Styrelsesrådet fortsætte den gradvise udfasning af de ekstraordinære likviditetstiltag, som ikke længere er nødvendige, idet der tages højde for den økonomiske udvikling og udviklingen på de finansielle markeder. Eurosystemets operationelle rammer vil fortsat understøtte pengepolitikken med sigte på at opfylde målet om prisstabilitet. I tilfælde af opadrettede risici for prisstabiliteten vil Eurosystemet således under alle omstændigheder handle hurtigt og med passende tiltag.

i kølvandet på betydelige finans- og pengepolitiske tiltag. Alt i alt faldt realt BNP i euroområdet med 4,0 pct. i 2009 efter en stigning på 0,5 pct. i 2008.

Inflationspresset var lavt i 2009 med en gennemsnitlig årlig inflation på 0,3 pct., hvilket var det laveste niveau siden euroens indførelse i januar 1999. Til sammenligning var inflationen rekordhøj på 3,3 pct. i 2008. Den årlige HICP-inflation aftog fra 1,1 pct. i januar til -0,7 pct. i juli, hvorefter den steg igen til 0,9 pct. i december. Det store udsving i den samlede årlige HICP-inflation i 2009 skyldtes hovedsagelig udviklingen i råvarepriserne, navnlig energipriserne, og neutraliserede stigningen i 2008 og de tilsvarende basiseffekter. Selv om inflationen var negativ i et par måneder, forblev de langsigtede inflationsforventninger ifølge spørgeskemaundersø-

gelser fast forankrede på et niveau, der er foreneligt med Styrelsesrådets mål om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellem-langt sigt.

Den underliggende pengemængdevækst i euroområdet aftog i løbet af 2009, hvor væksten i det brede pengemængdemål samt kreditgivningen faldt til det laveste niveau siden indførelsen af den monetære union. Resultaterne af den monetære analyse bekræftede således vurderingen af et lavt inflationspres.

#### **RENTENEDSÆTTELSE OG UDBYGNING AF DET UDVIDEDE KREDITPROGRAM UNDER KONJUNKTURNEDGANGEN**

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger i 2009, bekræfter oplysninger i begyndelsen af året, at et bredt funderet globalt økonomisk

tilbageslag gjorde sig gældende ved årsskiftet. Forværringen af de finansielle spændinger havde medført en betydelig volatilitet i alle segmenter på de finansielle markeder, et lavt likviditetsniveau i en række markedssegmenter samt målrettede tiltag fra regeringer og centralbanker. Uroen på de finansielle markeder havde også medført en betydeligt større usikkerhed samt risikoaversion blandt investorerne, hvilket fx kom til udtryk i en markant udvidelse af rentespændene for erhvervsobligationer og statsobligationer mod slutningen af 2008. Det havde til gengæld en mærkbar negativ indvirkning på verdensøkonomien. I overensstemmelse med den globale udvikling oplevede euroområdet også en stærk nedgang i produktionen. På baggrund af øget usikkerhed sås et udpræget fald i den indenlandske efterspørgsel i euroområdet samtidig med en kraftig mængdemæssig nedgang i verdenshandlen.

Både den samlede inflation og det underliggende inflationspres aftog markant i de første måneder af 2009. Den årlige HICP-inflation faldt fra 1,1 pct. i januar til 0,0 pct. i maj, hvilket navnlig kunne tilskrives tidligere råvareprisdryk. På det tidspunkt forventedes en mindskelse af pris-, omkostnings- og lønpress i euroområdet i lyset af forventningerne om afdæmpet efterspørgsel globalt og i euroområdet i en længerevarende periode. På baggrund af basiseffekter fra de høje energipriser medio 2008 forventedes en negativ inflation i et par måneder medio 2009 og derefter en positiv inflation igen i resten af året. Et krydstjek med resultaterne af den monetære analyse, som bekræftede fortsat aftagende vækst i pengemængden og en afdæmpet strøm af udlån til ikke-finansielle selskaber og husholdninger, understøttede vurderingen af aftagende inflationspres og risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt.

På baggrund heraf nedsatte Styrelsesrådet renten ved de primære markedsoperationer fire gange med i alt 150 basispoint til 1 pct. fra januar til maj 2009. Den samlede rentenedsættelse siden 8. oktober 2008 udgør således 325 basispoint. I maj vedtog Styrelsesrådet endvidere at nedsætte renten på den marginale udlånsfacilitet med 50

basispoint til 1,75 pct., mens renten på indlånsfaciliteten blev fastholdt uændret på 0,25 pct. Det medførte en indsnævring af spændet mellem de to renter fra 200 til 150 basispoint.

Ud over rentenedsættelserne gik Styrelsesrådet også videre med det udvidede kreditprogram. I forlængelse af markedsoperationerne siden oktober 2008 besluttede Styrelsesrådet i maj 2009 at udføre tre likviditetstilførende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 12 måneder i juni, september og december 2009. Det medførte et signifikant nedadrettet pres på pengemarkedsrenterne, da disse markedsoperationer sikrede bankerne bred adgang til omfattende likviditet i en længere periode. Derved blev de bedre i stand til at yde lån til realøkonomien, og samtidig gav det anledning til et nedadrettet pres på bankernes udlånsrenter. Endvidere besluttede Styrelsesrådet, at Eurosystemet skulle købe eurodenominerede covered bonds udstedt i euroområdet for et samlet beløb på 60 mia. euro over 12 måneder fra juli 2009. Denne beslutning havde til formål at støtte markedet for covered bonds, der udgør et meget vigtigt segment af det finansielle marked i euroområdet og en primær finansieringskilde for bankerne.

Beslutningen om at øge den udvidede støtte til kreditgivningen tog højde for forventningen om en fortsat afdæmpet prisudvikling, ud over det tidligere betydelige fald i råvarepriserne, som følge af den markante svækkelse af den økonomiske aktivitet i euroområdet og globalt. Ifølge de foreliggende økonomiske observationer samt spørgeskemaundersøgelser er der foreløbige tegn på stabilisering af aktiviteten på et meget lavt niveau efter et betydeligt svagere 1. kvartal end forventet. Det stemte overens med nedjusteringerne af Eurosystemets/ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger for den økonomiske aktivitet samt inflationen i euroområdet i 1. halvår. Forventningen var, at verdensøkonomien, herunder euroområdets økonomi, ville være svag i 2009 og derefter gradvis rette sig i 2010, mens inflationspresset i euroområdet fortsat ville være lavt.

I lyset af Eurosystemets aktuelle rigelige likviditetstilførsel og det begrænsede antal likviditetsopsugende finjusterende markedsoperationer lå dag-til-dag-renten fortsat tæt på renten på indlånsfaciliteten. Det har den gjort siden oktober 2008, hvor proceduren med auktioner til fast rente med fuld tildeling blev indført. I denne ekstraordinære situation kan dag-til-dag-pengemarkedsrentens nye position bidrage til at løsne op for det dårligt fungerende pengemarked og især de unormalt store rentespænd på pengemarkedet, fx spændet mellem Euribor og renten for dag-til-dag-indeksswaps (OIS-renten). Den udvidede kreditstøtte bidrog således også til lavere markedsrenter og gunstige finansieringsforhold. Navnlig den første langfristede markedsoperation med en løbetid på 12 måneder, som blev udført den 24. juni 2009, indebar en rekordhøj tildeling på 442 mia. euro til euroområdet banksektor til en fast rente på 1 pct. De samlede udestående markedsoperationer udgjorde således næsten 900 mia. euro og bidrog til lavere pengemarkedsrenter også for de længere løbetider.

#### **IGANGVÆRENDE PENGEPOLITISKE STØTTEFORANSTALTNINGER I SAMMENHÆNG MED GRADVIST ØKONOMISK OPSVING**

Styrelsesrådet fastholdt de officielle renter uændret fra maj 2009, men fortsatte samtidig med at indføre foranstaltninger under det udvidede kreditprogram i 2. halvår, da disse foranstaltninger har en positiv indvirkning på pengemarkedets funktion i euroområdet og fremmer transmissionen af pengepolitiske impulser på baggrund af et lavt inflationspres. Den meget lempelige pengepolitik var i overensstemmelse med ECBs mål for prisstabilitet og bidrog til det gradvise økonomiske opsving i euroområdet.

I løbet af 2. halvår 2009 sås tegn på stabilisering af den økonomiske aktivitet i og uden for euroområdet. I euroområdet viste de første tegn på stabilisering sig i spørgeskemaundersøgelser samt den aftagende risikoaversion på de finansielle markeder, der fik aktivpriserne til at stige fra det rekordlave niveau, hvor de havde ligget fra Lehman Brothers' konkurs til ultimo 1. kvartal 2009. Det gradvise opsving blev efter-

følgende bekræftet af realøkonomiske indikatorer. Alt i alt var den økonomiske aktivitet fortsat svag, men den kvartalsvise vækst blev positiv igen i 3. og 4. kvartal 2009 efter at have været negativ i fem kvartaler i træk. Samtidig gjorde negative forsinkede effekter af den kraftige konjunkturedgang, fx lav kapacitetsudnyttelse og stigende ledighed, sig stadig gældende.

Makroøkonomiske prognoser og fremskrivninger, herunder fremskrivningerne for euroområdet udarbejdet af Eurosystemets stab, blev opjusteret en smule i 2. halvår 2009 hovedsagelig på grund af den mere positive udvikling og de mere positive oplysninger, der efterhånden kom frem. I december 2009 forventede Eurosystemets stab en årlig vækst i realt BNP på mellem 0,1 pct. og 1,5 pct. i 2010 og mellem 0,2 pct. og 2,2 pct. i 2011. I overensstemmelse hermed forventede Styrelsesrådet moderat vækst i euroområdets økonomi i 2010 i erkendelse af, at opsvinget sandsynligvis ville være ulige fordelt, og at udsigterne fortsat var forbundet med stor usikkerhed. De risici, der var knyttet til disse udsigter, blev betragtet som stort set afbalancerede. De opadrettede risici vedrørte kraftigere virkninger end forventet af de omfattende makroøkonomiske stimuli, øget tillid og fornyet vækst i udenrigshandlen. Den fortsatte bekymring for en kraftigere negativ feedback-effekt end forventet mellem realøkonomien og den finansielle sektor, nye prisstigninger på olie og andre råvarer, intensiveringen af protektionistisk pres og muligheden for ukontrolleret korrektion af globale ubalancer trækker dog i modsat retning.

Hvad angår prisudviklingen, blev den årlige HICP-inflation negativ mellem juni og oktober 2009, med et lavpunkt på -0,7 pct. i juli. Den blev positiv igen i november og lå på 0,9 pct. i december. Denne udvikling var som forventet og afspejlede hovedsagelig nedadrettede basiseffekter fra de kraftigt stigende råvarepriser mod midten af 2008 og deres efterfølgende fald frem mod slutningen af 2008. Inflationen forventedes at forblive moderat på det sigt, der er relevant for pengepolitikken, hvor det ventes, at den samlede pris-, omkostnings- og lønudvikling – analogt med en langsom bedring i efterspørgslen både i

og uden for euroområdet – forbliver afdæmpet. Samtidig er inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt fortsat fast forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Inflationsudsigterne var stort set de samme i fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab i september og december, og i fremskrivningerne fra december 2009 forventedes således en årlig HICP-inflation på mellem 0,9 pct. og 1,7 pct. i 2010 og mellem 0,8 pct. og 2,0 pct. i 2011. Risiciene forbundet med disse udsigter blev betragtet som stort set afbalancerede. De vedrørte især udsigterne for den økonomiske aktivitet og udviklingen i råvarepriserne. Som følge af behovet for konsolidering af de offentlige finanser i de kommende år kan stigninger i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser ifølge fremskrivningerne desuden blive kraftigere end ventet på nuværende tidspunkt.

Resultaterne af den monetære analyse bekræftede vurderingen af et lavt inflationspres på mellemlangt sigt, da væksten i pengemængden og kreditgivningen fortsatte den nedadgående tendens i 2. halvår 2009. Mod slutningen af året var den årlige vækst i M3 og udlån til den private sektor negativ. Især lagde den afdæmpede produktion og handel samt den herskende usikkerhed vedrørende udsigterne for erhvervslivet fortsat en dæmper på virksomhedernes efterspørgsel efter banklån. Ifølge Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån i euroområdet spillede udbudsfaktorer også en vis rolle. Nedgangen i den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber var særlig udtalt for de kortere løbetider, mens den forblev positiv for de længere løbetider. Samtidig blev den årlige vækst i udlån til husholdningerne positiv igen mod slutningen af 2009 efter at have været negativ i nogle måneder. Dette mønster stemmer overens med konjunkturførløbet, hvor væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber normalt begynder at stige med en vis forsinkelse i forhold til den økonomiske aktivitet.

Det udvidede kreditprogram fremmede fortsat banksektorens adgang til likviditet og det økonomiske opsving i euroområdet og bidrog således til en normalisering af de økonomiske og finansielle forhold. Navnlig gavne Eurosystemets tiltag kreditgivningen til økonomien via udbuds-faktorer (især ved at afbøde finansieringspresset på banksektoren) og via efterspørgselsfaktorer (som følge af de meget lave renter). Endvidere fungerede Eurosystemet som et stabilt anker i en tid med øget usikkerhed ved at fastholde fokus på prisstabilitet og være parat til at handle, når der var brug for det. Det var afgørende for at kunne fremme tilliden i sammenhæng med forventningerne om et gradvist økonomisk opsving.

Eftersom den pengepolitiske transmission virker med en vis forsinkelse, slog Eurosystemets politiktiltag med betydelig støtte til husholdninger og virksomheder efterhånden igennem i økonomien. Forbedringen af finansieringsforholdene fortsatte. Pengemarkederne fungerede bedre, og pengemarkedsrentespændene indsnævredes betydeligt fra de høje niveauer primo året. ECBs tidligere nedsættelser af de officielle renter afspejledes i stigende omfang i bankernes udlånsrenter, der var faldet til et meget lavt niveau. Det tydede på, at transmissionsprocessen fungerede. Alt i alt sås en forbedring af forholdene på de finansielle markeder og en gradvis opgang i den økonomiske aktivitet i euroområdet mod slutningen af 2009 og i begyndelsen af 2010 i sammenhæng med fortsat betydelig støtte til euroområdets banksektor.

Af hensyn til den igangværende bedring af forholdene på de finansielle markeder og for at undgå skævvridninger, der ellers kunne opstå, hvis de ekstraordinære tiltag blev fastholdt længere end nødvendigt, besluttede Styrelsesrådet i december 2009 at fortsætte med det udvidede kreditprogram, men fra 1. kvartal 2010 gradvis at udfase de ekstraordinære tiltag, der ikke længere var behov for. Styrelsesrådet besluttede at udføre primære markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe der er behov for det, samt at reducere antallet af langfristede markedsoperationer såvel som

løbetiden. Det blev besluttet, at den langfristede markedsoperation, der blev udført i december, skulle være den sidste med en løbetid på 12 måneder, og at renten skulle svare til den gennemsnitlige minimumsbudrente i hele løbetiden. Endvidere ville der kun blive udført én yderligere markedsoperation med en løbetid på 6 måneder, nemlig i marts 2010. Styrelsesrådet besluttede også, at de resterende langfristede markedsoperationer i 1. kvartal 2010 ville blive udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Disse beslutninger betyder, at Eurosystemet fortsætter med at forsyne euroområdet med likviditet på ganske favorable vilkår i en længere periode, hvilket fremmer kreditgivningen til økonomien i euroområdet.

Primo 2010 vurderede Styrelsesrådet stadig niveauet for ECBs officielle renter som passende. På grundlag af de seneste oplysninger og analyser forventedes prisudviklingen fortsat at være afdæmpet over den politikrelevante horisont. De foreliggende oplysninger bekræftede også, at euroområdet fortsat oplevede vækst, mens nogle af de underliggende faktorer var midlertidige, især udviklingen i lagerbeholdningerne og de pengepolitiske støtteforanstaltninger globalt set. Alt i alt forventede Styrelsesrådet moderat vækst i euroområdet i 2010, men udsigterne var fortsat forbundet med usikkerhed. Samtidig var inflationsforventningerne fortsat fast forankret på et niveau, der er foreneligt med prisstabilitet. Et krydstjek af resultaterne af den økonomiske analyse med signalerne fra den monetære analyse bekræftede vurderingen af et lavt inflationspres på baggrund af den aftagende vækst i både pengemængden og kreditgivningen.

## 2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

### 2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

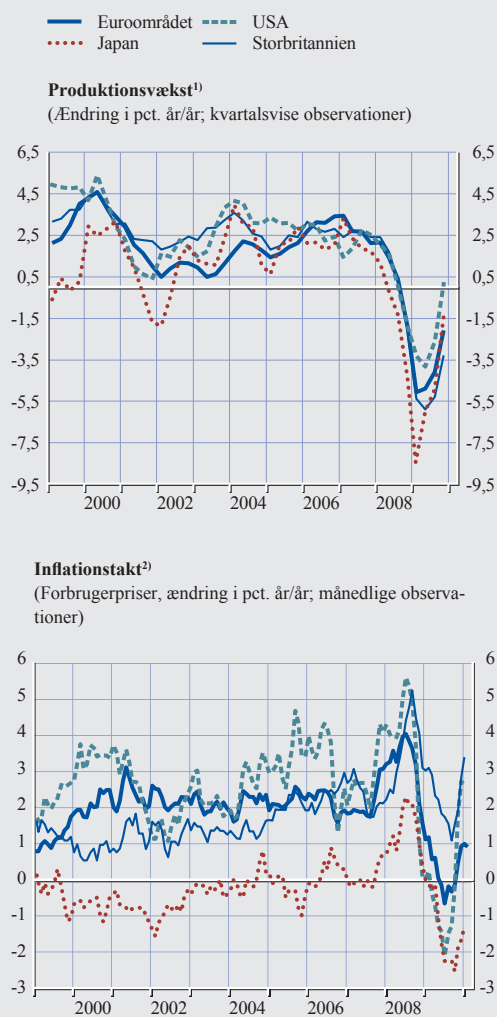
#### DEN GLOBALE ØKONOMISKE AKTIVITET ER ALVORLIGT PÅVIRKET AF SPÆNDINGERNE PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Den finansielle uro spidsede til efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008, hvilket fik den opfattede usikkerhed i alle aktivklasser til at stige til et historisk toppunkt. Usikkerheden var høj gennem hele 1. kvartal 2009. De finansielle markeder fungerede stadig dårligt, og den store usikkerhed affødte kraftige fald i indikatorerne for erhvervs- og forbrugertillid, som begge nåede et historisk lavt niveau. Det markante og bredt funderede fald i det globale Purchasing Managers' Index (PMI) for fremstillingsindustrien til et godt stykke under tærskelværdien mellem økonomisk vækst og nedgang samt ovennævnte fald i både forbruger- og erhvervstilliden tydede på, at den globale økonomiske aktivitet fortsat var meget svag efter et kraftigt tilbageslag inden for alle de vigtige økonomiske områder i 4. kvartal 2008. Selv om regeringer og centralbanker verden over iværksatte vigtige og exceptionelle foranstaltninger for at begrænse de systemiske risici og genoprette den finansielle stabilitet, blev den globale aktivitet dæmpet af virksomhedernes og husholdningers balancetilpasninger. Sammen med negative formueeffekter gav det yderligere grobund for faldende tillid. I modsætning til størstedelen af 2008 begyndte vækstøkonomierne desuden at blive påvirket af afmatningen i de udviklede økonomier, idet verdenshandlen oplevede det hidtil største og mest synkrone fald ultimo 2008 og primo 2009 (det sidste er nærmere beskrevet i boks 2).

Den globale aktivitet blev igen positiv i 2. kvartal 2009 (se den øverste del af figur 2), drevet af de finans- og pengepolitiske tiltag, der var iværksat i mange lande. Det bidrog sammen med tiltag, der sigtede mod at stabilisere den finansielle sektor, til at forbedre forholdene på de finansielle markeder og mindske usikkerheden og fik så småt de økonomiske aktørers tillid til at stige igen. Verdenshandlen begyndte samtidig at stabilisere sig og derpå stige igen efter 1. kvartal 2009, selv om denne opgang startede

fra et meget lavt niveau. Det globale opsving tog fart i 2. halvår 2009, og væksten i BNP blev igen positiv i langt de fleste lande i 3. kvartal 2009. Den globale aktivitet i fremstillingssektoren var den primære årsag til den økonomiske bedring, selv om aktiviteten i servicesektoren efter nogen tøven også begyndte at stige. Det er meget kendetegnende for opsvinget, at

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.



det foregår i forskellige tempi i de enkelte lande, hvilket formentlig bl.a. skyldes forskelle mellem landenes politiske tiltag, samt hvor solide de enkelte landes økonomiske forhold var. Forskellene mellem landene under opsvinget står i kontrast til, hvor synkront nedgangen foregik, hvilket måske understreger, i hvor høj grad den finansielle uro bidrog til at forstærke reale forstyrrelser. Det er ligeledes værd at bemærke, at aktiviteten stiger langt kraftigere i vækstøkonomierne, der i mindre grad var direkte udsat for den finansielle krise. Trods de positive signaler er der stadig bekymringer med hensyn til de globale vækstudsigter. Der er navnlig tvivl om, hvorvidt den gradvise udfasning af de ekstraordinære finans- og pengepolitiske tiltag vil blive efterfulgt af en stigning i det private forbrug i betragtning af husholdningernes betydelige balancetilpasninger, der sandsynligvis vil ske i mange lande, samt de begrænsede finansieringsmuligheder, som mange virksomheder stadig kan stå over for.

Den samlede inflation i OECD-landene begyndte at falde kraftigt og lå på omkring 0,5 pct. i foråret 2009 (se den nederste del af figur 2) efter at have nået et toppunkt på 4,8 pct. i juli 2008 på grund af stigende fødevarer- og energipriser. Det bratte fald i inflationen skyldtes en kraftigt nedadgående korrektion af råvarepriserne samt stigende ledig kapacitet som følge af den globale konjunkturedgang. Medio 2009 blev inflationen i OECD faktisk en smule negativ på grund af betydelige basiseffekter fra råvarepriserne. Den negative inflation blev dog stort set opfattet som et forbigående fænomen, hvilket afspejledes i målene for de langsigtede inflationsforventninger, der fortsat var positive. Den samlede inflation blev positiv igen i oktober 2009 og steg til 1,9 pct. i året frem til december 2009 mod 3,6 pct. året før, hvilket skal ses på baggrund af aftagende basiseffekter samt stigende råvarepriser. Ekskl. fødevarer og energi lå inflationen på 1,6 pct. i året frem til december 2009.

## Boks 2

### NEDGANGEN I VERDENSHANDLEN

Verdenshandlen faldt kraftigt i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009 efter tilspidsningen af den finansielle krise i september 2008 og det deraf følgende dyk i den globale aktivitet. Nedgangen i handlen var enestående historisk set, hvad angår tempo, omfang og synkronisering på globalt plan. I denne boks gennemgås de primære drivkræfter bag nedgangen i handlen samt udsigterne for verdenshandlen.

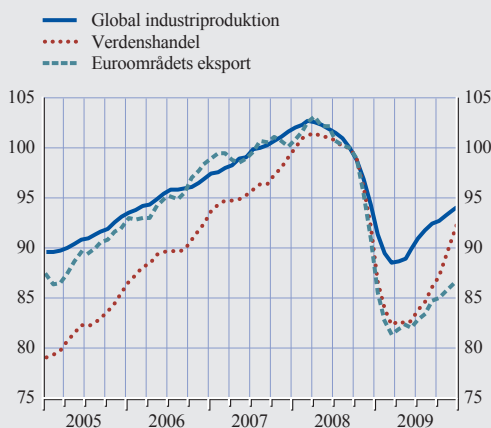
Den globale økonomiske aktivitet faldt brat i forbindelse med tilspidsningen af den finansielle uro i efteråret 2008. Det medførte et markant fald i den globale varehandel tilbage til 2005-niveau (se figur A). Nedgangen var voldsom og brat: Den globale varehandel faldt med næsten 17 pct. mellem september 2008 og februar 2009 og skete næsten samtidig i alle regioner.<sup>1</sup>

Den vigtigste årsag til sammenbruddet i handlen var den kraftige nedgang i den globale efterspørgsel. Den globale økonomiske aktivitet faldt brat, idet produktionen gik ned med 1,2 pct. i 4. kvartal 2008 og med 1,4 pct. i 1. kvartal 2009. Handelsmængderne faldt imidlertid meget mere end forventet i betragtning af den samlede nedgang i den endelige efterspørgsel. Det kan delvis forklares ved en række faktorer.

<sup>1</sup> Ifølge CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis' database meldte over 90 pct. af landene om kvartalsvise fald i eksportværdien på mere end 5 pct. primo 2009, og næsten 15 pct. af landene meldte om fald på over 20 pct.

**Figur A. Verdenshandlen og den globale aktivitet samt euroområdets vareeksport**

(Indeks: september, 2008 = 100; sæsonkorrigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilde: CPB.

Anm.: Euroområdets eksport svarer til handlen med lande både i og uden for euroområdet. Den seneste observation vedrører december 2009.

For det første bidrog sammensætningen af de globale stød på efterspørgselssiden markant til den uforholdsmæssig store nedgang i handlen i forhold til produktionen. Den globale aktivitet i fremstillingssektoren aftog betydeligt, da den finansielle uro spidsede til, mens aktiviteten i servicesektoren var langt mindre påvirket. Nedgangen i den globale efterspørgsel påvirkede således primært varehandlen, som tegner sig for en langt større andel af handlen end af BNP. Eftersom fremstillingssektoren producerer og forbruger store mængder halvfabrikata, forstærkedes effekten også via handlen med halvfabrikata. Tilbagegangen førte endvidere til et skift væk fra handelsintensive BNP-komponenter, fx investeringer, til andre komponenter, fx offentligt forbrug, mens den faldende eksport i sig selv også forstærkede nedgangen i handlen, da den er yderst importintensiv. Den finansielle krise og det samtidige stød til tilliden fik desuden virksomhederne til drastisk at nedbringe deres lagerbeholdninger og skære

ned på deres investeringer i kapitalgoder. Handlen med halvfabrikata og kapitalgoder aftog således langt mere end handlen med forbrugsgoder, hvilket betød, at handlen og BNP udviklede sig forskelligt.

For det andet kan handlens større følsomhed over for udsving i efterspørgslen også delvis forklares ved de strukturændringer, der er forbundet med globaliseringsprocessen. Empiriske undersøgelser viser, at verdenshandlens elasticitet over for den globale indkomst er steget i de seneste årtier. Desuden vurderes det, at handlen reagerer endnu kraftigere under en global konjunktur-nedgang.<sup>2</sup> Det kan navnlig tilskrives den øgede tendens til globalisering i de senere år og især den større rolle, de globale forsyningskæder spiller i den internationale handel. Globaliseringen af produktionsprocesserne, der er blevet fremmet af en generel reduktion i handelsbarrierer og transportomkostninger, har i de seneste år ført til betydelig vækst i den vertikale integration på udbudssiden<sup>3</sup> (se figur B), der skønnes at stå for ca. en tredjedel af den samlede eksportvækst i de sidste 20-30 år.<sup>4</sup> Det indebærer, at varer nu fremstilles via komplekse internationale netværk, hvor virksomheder i de forskellige lande arbejder på forskellige stadier i produktionen af samme vare i en international forsyningskæde. Disse stadigt mere komplekse internationale forsyningskæder kan have bidraget til, at den seneste handelsnedgang bredte sig yderligere og endda blev forstærket, hvilket også stemmer overens med det ovennævnte kraftige fald i handlen med halvfabrikata. Da der ikke foreligger relevante data, er det dog stadig ikke fuldstændig klart, hvordan forsyningskæderne på tværs af grænserne har udviklet sig som følge af den finansielle krise, og hvor meget de forholdsmæssigt har bidraget til sammenbruddet i handlen.

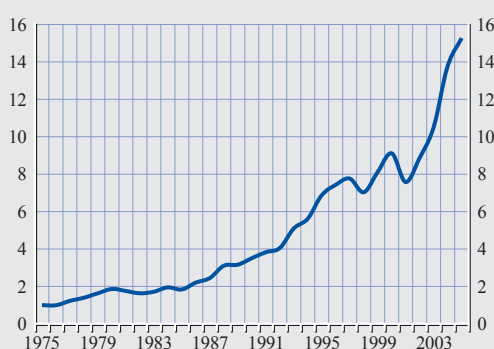
2 Se C. Freund, "The trade response to global downturns: historical evidence", World Bank Policy Research Working Paper nr. 5015, 2009.

3 Se J. Amador og S. Cabral, "Vertical specialisation across the world: a relative measure", *North American Journal of Economics and Finance*, 20(3), december 2009, s. 267-280.

4 Se D. Hummels et al, "The nature and growth of vertical specialisation in world trade", *Journal of International Economics*, 54(1), 2001, s. 75-96.

**Figur B. Indeks for vertikal forsyningsintegration i verden**

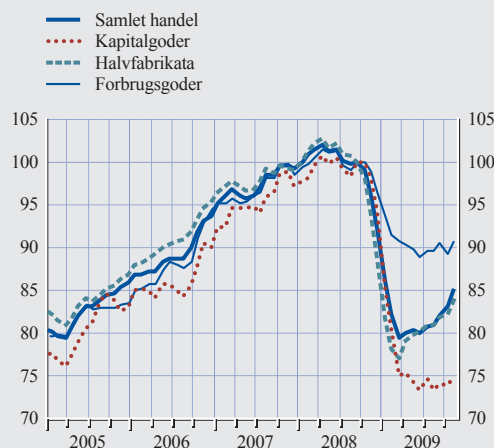
(Indeks: 1975 = 1)



Kilde: Amador og Cabral (se fodnote 3).

**Figur C. Eksport til lande uden for euroområdet fordelt efter produkt**

(Mængdeindeks: september 2008 = 100; sæsonkorigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilder: Eurostat og ECBs stab.

Anm.: Den seneste observation vedrører november 2009.

Endelig er der en række andre faktorer, der sandsynligvis også har spillet en vigtig rolle. Den hurtige stramning af kreditstandarderne efter den finansielle uro medførte fx en mangel på finansiering af handelskredit, der yderligere kan have lagt en dæmper på handelsaktiviteterne. Derved kunne der opstå flaskehalse i de internationale forsyningskæder, hvilket kan have forstærket nedgangen i handlen. Ifølge skøn fra Verdensbanken kan manglen på finansiering af handelskredit have tegnet sig for ca. 10-15 pct. af nedgangen i verdenshandlen siden 2. halvår 2008. De seneste konjunkturbarometre har dog også peget på, at den aftagende handelsfinansiering ikke kun er forbundet med forstyrrelser på udbudssiden, men også med faldende efterspørgsel efter handelsfinansiering, da handelsaktiviteterne var faldende.

Euroområdet handelsstrømme faldt kraftigt efter tilspidsningen af den finansielle uro på linje med udviklingen i verdenshandlen. Euroområdet eksport af varer gik ned med ca. 19 pct. mellem september 2008 og februar 2009. Faldet i handelsstrømmene med lande uden for euroområdet var kraftigere i forhold til andre EU-lande og udviklede økonomier. Nedgangen i handlen med vækstøkonomierne slog derimod senere igennem. Hvad sammensætningen angår, faldt både eksporten af kapitalgoder og halvfabrikata med over 20 pct., mens eksporten af forbrugsgoder (herunder varige forbrugsgoder) gik ned med ca. 11 pct. (se figur C).

### Den aktuelle situation og forventningerne til fremtiden

Efter den markante nedgang ultimo 2008 og primo 2009 udviser verdenshandlen i stigende grad tegn på stabilisering. I 3. kvartal 2009 steg den globale varehandel med 4 pct. mod et fald på ca. 11 pct. i 1. kvartal 2009. Verdenshandlen nød i stor udstrækning godt af effekten af midlertidige faktorer såsom de makroøkonomiske stimulerende tiltag, der satte skub i efterspørgslen efter varige forbrugsgoder, navnlig biler. Den udvikling i lagerbeholdningerne, der fulgte i kølvandet på stigningen i fremstillingsaktiviteten og den gradvise forbedring af de globale forsyningskæder, har også bidraget til bedringen i verdenshandlen.

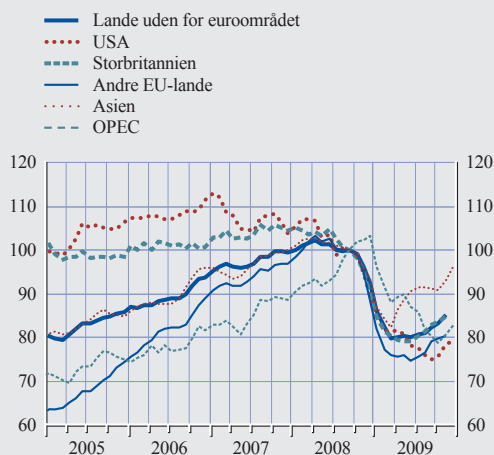
De tiltagende handelsstrømme kunne hovedsagelig tilskrives Asien og navnlig den kraftige stigning i den kinesiske efterspørgsel, der sandsynligvis primært var et resultat af finanspolitiske stimuli. Eksporten til lande uden for euroområdet har også nydt godt af den øgede efterspørgsel fra Asien, der delvis har opvejet den fortsat afdæmpede efterspørgsel fra de fleste udviklede økonomier (se figur D). Hvad angår produktfordelingen, har forbedringerne været mere udtalt for halvfabrikata, delvis fordi udviklingen i lagerbeholdningerne er vendt uden for euroområdet.

I overensstemmelse med den seneste udvikling er udsigterne for både verdenshandlen og euroområdets eksport blevet markant forbedret i den seneste tid. Det kan ikke udelukkes, at de globale forsyningskæder bidrager til at understøtte opsvinget i handlen gennem de selvsamme mekanismer, som tilsyneladende forværrede nedgangen i handlen. Eftersom visse af faktorerne bag den seneste opgang i den økonomiske aktivitet er ret kortsigtede, kan der være risiko for, at stigningen i den globale økonomiske aktivitet og dermed også verdenshandlen til en vis grad vil aftage i de kommende kvartaler. På lidt længere sigt vil opsvinget i verdenshandlen afhænge betydeligt af, hvor kraftig stigningen i den globale efterspørgsel bliver, samt af udgiftssammensætningen. I den henseende vil en tilbagevenden til protektionistiske politikker verden over potentielt lægge en dæmper på udsigterne for verdenshandlen. På grund af de ødelæggende konsekvenser for verdensøkonomien, som sås under den store depression i 1930'erne, bør der gøres en ihærdig indsats for at bekæmpe ethvert tilløb til protektionisme. Sådanne tiltag vil ikke kun markant svække forløbet af det globale opsving ved yderligere at dæmpe handelsstrømmene og den globale efterspørgsel, men vil også mindske det globale vækspotentiale på langt sigt.<sup>5</sup>

5 Se boksen "Risikoen for protektionisme" i Månedsoversigten for september 2009.

**Figur D. Eksport til lande uden for euroområdet fordelt efter destination**

(Mængdeindeks: september 2008 = 100; sæsonkorregeret; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilde: Eurostat.

Anm.: Den seneste observation vedrører december 2009, undtagen for Lande uden for euroområdet, Storbritannien og Andre EU-lande (november 2009).

## USA

Den økonomiske aktivitet i USA var svag, og den økonomiske vækst var -2,4 pct. i 2009 som helhed mod 0,4 pct. i 2008. Realt BNP udviste negativ kvartalsvis vækst i 1. halvår 2009 efter den kraftige nedgang i 2. halvår 2008. En gradvis stabilisering af forholdene på de finansielle markeder, omfattende finans- og pengepolitiske stimuli samt en mere positiv udvikling i lagerbeholdningerne i årets løb betød dog, at der atter var positiv økonomisk vækst i 2. halvår 2009.

Det indenlandske private forbrug var stadig afdæmpet i 1. halvår 2009 på grund af stramme kreditforhold, husholdningernes bestræbelser på at spare op og nedbringe den gæld, de havde opbygget i tidligere år, samt forværrede arbejdsmarkedsforhold. USA mistede over 8,4 mio. arbejdspladser i 2008 og 2009. Regeringens stimulerende foranstaltninger understøttede midlertidigt den private efterspørgsel, navnlig inden for bil- og boligsektoren. Virksomhederne skar fortsat ned på anlægsinvesteringerne som følge

af stramme udlånsbetingelser, lav kapacitetsudnyttelse og de usikre økonomiske udsigter. Aktiviteten på boligmarkedet begyndte at tiltage medio 2009, til dels drevet af regeringens stimulerende foranstaltninger, men ugunstige forhold holdt igen på bedringen. Eksporten var svag primo 2009 på grund af konjunkturedgangen i udlandet. Udenrigshandlen bidrog dog positivt til væksten, da importen aftog kraftigere end eksporten. Både eksporten og importen steg imidlertid i 2. halvår. Samlet set mindskedes underskuddet på de løbende poster betydeligt, fra 4,9 pct. af BNP i 2008 til 2,9 pct. i gennemsnit i de tre første kvartaler af 2009, primært som følge af nedgangen i den indenlandske efterspørgsel og faldende oliepriser.

Hvad angår prisudviklingen, lå den gennemsnitlige årlige ændring i forbrugerprisindekset på -0,4 pct. for 2009 mod 3,8 pct. året før. Den samlede inflation blev negativ primo 2009 som følge af stærke basiseffekter fra lavere råvarepriser. Den gennemsnitlige årlige ændring i forbrugerprisindekset blev atter positiv ultimo 2009 på grund af stigende råvarepriser og et skift i basiseffekterne. Ledig kapacitet i økonomien lagde en dæmper på ethvert opadret pres på priserne. Inflationen ekskl. fødevarer og energi aftog også beskedent i løbet af 2009, men var dog fortsat positiv med en gennemsnitlig årlig inflation på 1,7 pct. i 2009 (mod 2,3 pct. i 2008).

Federal Reserves Federal Open Market Committee fastholdt federal funds-renten på mellem 0 pct. og 0,25 pct. hele året og gentog sin forventning om, at der ville være behov for en exceptionelt lav federal funds-rente i et godt stykke tid fremover på grund af de økonomiske forhold. Federal Reserve forlængede desuden de ekstraordinære pengepolitiske tiltag for at fremme kreditgivningen til den private sektor og indledte programmer til opkøb af langfristede gældsinstrumenter for at støtte kreditmarkederne.

Hvad angår finanspolitikken, øgedes underskuddet på den føderale budgetsaldo til ca. 10 pct. af BNP i finansåret 2009 – som sluttede i septem-

ber 2009 – i forhold til 3,2 pct. året før. Stigningen skyldtes et kraftigt indtægtsfald på grund af lavere skatteindtægter og en betydelig forøgelse af de offentlige udgifter som følge af de finanspolitiske tiltag, der havde til formål at støtte det finansielle system og økonomien.

### **JAPAN**

I Japan forværredes den økonomiske aktivitet betydeligt i 1. kvartal 2009, men bedredes i 2. kvartal. Nedgangen skyldtes primært et exceptionelt fald i eksporten og produktionen. Forbedringen af den økonomiske situation kunne hovedsagelig tilskrives en fremgang i eksporten, der delvis afspejlede det kraftige opsving i andre asiatiske økonomier samt en vending i udviklingen i lagerbeholdningerne. Opsvinget blev endvidere understøttet af de interne og eksterne finanspolitiske stimuluspakker.

Erhvervstilliden forbedredes en smule fra 2. kvartal 2009 og frem, men virksomhedernes indtjening var fortsat moderat, og lønindkomsterne faldt mærkbart. Ledigheden var desuden steget til et rekordhøjt niveau på 5,7 pct. i juli 2009, men er siden gået lidt ned.

Den årlige vækst i forbrugerprisindekset var negativ i februar 2009, og nedgangen toppede med 2,5 pct. i oktober. Prisudviklingen afspejlede primært basiseffekter fra olieprodukter og den vedvarende træghed i økonomien. Bank of Japan meddelte i december 2009, at den anså deflation som en "kritisk udfordring".

Fra december 2008 og i hele 2009 fastholdt Bank of Japan sit mål for den pengepolitiske rente på 0,1 pct. For at sætte gang i økonomien er Bank of Japan fortsat med at indføre ekstraordinære pengepolitiske tiltag, fx direkte køb af japanske statsobligationer samt en udvidelse af viften af belånbare aktiver.

### **VÆKSTØKONOMIERNE I ASIEN**

Vækstøkonomierne i Asien udviste i 2009 betydelig modstandsdygtighed over for den globale konjunkturedgang. I 1. kvartal 2009 førte den kraftige nedgang i udenrigshandlen til en negativ vækst i realt BNP i de eksportorienterede

økonomier som Hongkong, Korea, Malaysia, Singapore, Taiwan og Thailand. Kina, Indien og Indonesien udviste derimod en lavere, men stadig positiv økonomisk vækst i samme periode. Understøttet af store finanspolitiske stimuluspakker og en ekspansiv pengepolitik bedredes konjunkturerne i vækstøkonomierne i Asien i 2. kvartal 2009, og den årlige vækst i realt BNP nåede op på 5,7 pct.

I 2009 faldt væksten i forbrugerprisindekset i de fleste vækstøkonomier i Asien markant. Kun i Indien steg fødevarerpriserne mod årets slutning, hvilket førte til en mærkbar stigning i engrosprisindekset, der er Reserve Bank of Indias foretrukne mål for priserne. I lyset af den betydelige forbedring af de makroøkonomiske forhold i vækstøkonomierne i Asien fra og med 2. kvartal 2009 samt investorernes gradvist større risikovillighed begyndte kapital fra udlandet, især porteføljeinvesteringer, at strømme tilbage til disse lande i marts 2009, hvilket førte til en stabil stigning på de lokale obligations- og aktiemarkeder. I mange lande øgedes kapitalindstrømningen, samtidig med at betalingsbalancens løbende poster udviste et markant overskud, hvilket affødte et kraftigt opadrettet pres på valutakursen.

Hvad angår den kinesiske økonomi, faldt væksten i realt BNP kun en smule fra 9,6 pct. i 2008 til 8,7 pct. i 2009. BNP-vækstens robusthed over for den globale konjunkturedgang kan tilskrives adskillige forhold. For det første reagerede de kinesiske myndigheder prompte på krisen. Stimuluspakken på RMB 4 billioner samt øget støtte til forbrugerne bidrog sammen med en ekspansiv pengepolitik og solid vækst i kreditgivning til en stigning på 90 pct. i infrastrukturinvesteringerne i 2009 og til det private forbrugs modstandsdygtighed. For det andet var den direkte effekt af den globale eksportnedgang på BNP-væksten mindre udtalt, da værditilvæksten i Kinas eksport er forholdsvis beskedent (da importandelen i Kinas eksport er ganske høj). I 2009 faldt handelsoverskuddet med 33 pct. i forhold til 2008 målt i amerikanske dollar, primært som følge af midlertidige faktorer. Endelig betød de fortsatte restriktioner på ind-

og udgående porteføljeinvesteringer, at bankernes balancer ikke blev alvorligt påvirket. Desuden var kapitaludstrømningen fra Kina fortsat begrænset, hvilket afbødte effekten på det indenlandske forbrug og investeringer. Den årlige vækst i forbrugerprisindekset var negativ fra februar til oktober 2009 på grund af basiseffekter, og fordi det underliggende prispres fortsat var beskedent. Fra 2. kvartal 2009 var kapitalindstrømningen igen tilbage på niveauet fra før krisen. Opbygningen af valutaeserver var betydelig og nåede op på 2,4 billioner dollar ved udgangen af 2009.

#### LATINAMERIKA

Den økonomiske aktivitet i Latinamerika aftog kraftigt i 1. halvår 2009 og fulgte derved stort set det samme mønster som den globale økonomi. År-til-år faldt realt BNP for regionen som helhed med 2,8 pct. i 1. kvartal 2009 og med 3,9 pct. i 2. kvartal (selv om det kvartal-til-kvartal steg med 0,4 pct. i 2. kvartal). For regionen som helhed var nedgangen i den økonomiske aktivitet i 1. halvår 2009 den værste siden 1980, selv om flere lande har oplevet værre recessioner i de seneste 30 år. Trods en kraftig realtilpasning var der dog ingen finansiell krise i regionen i modsætning til tidligere episoder.

I løbet af 2. kvartal 2009 begyndte stigende råvarepriser og efterspørgsel samt stimulerende finans- og pengepolitiske tiltag at drive det økonomiske opsving, selv om der var nogen forskel mellem landene. Brasilien oplevede et særligt kraftigt opsving, delvis takket være arbejdsmarkedets forholdsvis sunde udvikling, finanspolitiske stimuli og myndighedernes succes med at lempe de stramme kreditforhold affødt af den internationale finansielle krise. I Mexico derimod bidrager rækken af stød til landet (herunder faldende pengesendelser til hjemlandet og svineinfluenza), dets større eksponering over for USA, den kraftige forværring af forholdene på arbejdsmarkedet og den forholdsvis træge inflation til at forklare, hvorfor tilpasningen viste sig at blive mere udtalt og langvarig. Samtidig aftog inflationspresset i Latinamerika som helhed. Det medførte, at centralbankerne i regionen lempede pengepolitikken i hele 1. halvår

2009. IMF åbnede også for den nye fleksible kreditlinje til Mexico og Colombia på henholdsvis 31,6 mia. SDR og 7 mia. SDR. Efterhånden som de globale finansielle forhold bedredes, og risikovilligheden vendte tilbage, indsnævreredes spændene for credit default swaps på statsgæld i Latinamerika, aktiekurserne gik markant i vejret, og kapitalstrømmen vendte tilbage med deraf følgende appreciering af valutaerne. Den var dog i visse tilfælde begrænset på grund af centralbankintervention. Nogle lande (Brasilien og Peru) indførte også en vis form for restriktioner på kapitalbevægelser.

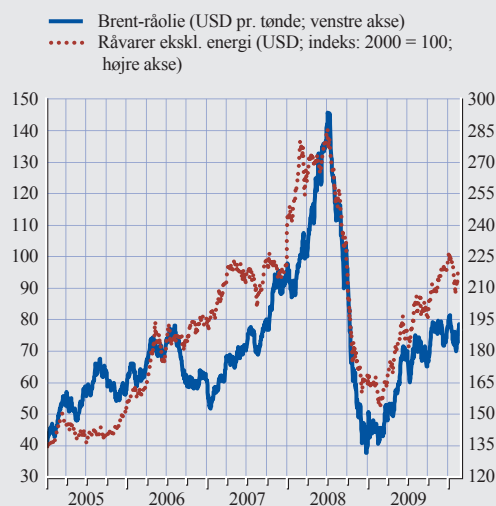
#### RÅVAREPRISERNE RETTEDE SIG I 2009

Efter et brat fald i 2. halvår 2008 stabiliseredes oliepriserne i 1. kvartal 2009, hvorefter de begyndte at stige. Ultimo 2009 lå prisen på 77,8 dollar pr. tønde Brent-råolie. I euro svarer det omtrent til niveauet fra begyndelsen af 2006. For 2009 som helhed lå prisen på Brent-råolie i gennemsnit på 62,5 dollar pr. tønde, dvs. 36,4 pct. lavere end gennemsnittet for 2008.

I 1. kvartal 2009 blev oliepriserne holdt nede på grund af den finansielle krise og den efterfølgende konjunkturedgang, som kraftigt påvirkede udsigterne for efterspørgslen negativt. OECD reagerede prompte på denne massive nedgang i efterspørgslen med en omfattende reduktion af kvoterne, og medlemslandene overholdt de aftalte produktionsnedsættelser. På baggrund af det store fald i udbuddet og mindre pessimisme med hensyn til de globale økonomiske udsigter begyndte oliepriserne at rette sig i 2. kvartal 2009.

Konjunkturedgangen medførte betydeligt lavere forventninger til olieefterspørgslen i 2009. Selv om efterspørgslen faktisk faldt kraftigt, navnlig i industrilandene, var faldet meget mindre end forventet, især i vækstøkonomierne, hvis stimulerende finanspolitiske tiltag generelt var resurseintensive. Fra og med maj 2009 har Det Internationale Energiagentur gentagne gange opjusteret sine fremskrivninger for efterspørgslen for 2009 og 2010. Prisstigningerne i 2009 skyldtes til dels de forbedrede udsigter for efterspørgslen.

**Figur 3. Hovedtendenser på råvaremarkederne**



Kilder: Bloomberg og Hamburg Institute of International Economics.

Råvarepriserne ekskl. energi fulgte et tilsvarende mønster (se figur 3). Metalpriserne, navnlig kobberprisen, steg kraftigt bl.a. på grund af køb i forbindelse med den kinesiske regerings massive stimuluspakke til investeringer i infrastruktur. Fødevarepriserne steg ligeledes, men i mindre omfang, navnlig drevet af sukker. Samlet set faldt priserne på råvarer ekskl. energi (i amerikanske dollar) gennemsnitligt med ca. 22 pct. i 2009 i forhold til året før.

## 2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

### DEN UNDERLIGGENDE PENGEMÆNGDEVÆKST AFTOG I ÅRETS LØB

Den underliggende pengemængdevækst – som fanger de tendenser i de monetære data, der sender de relevante signaler om risiciene for pristabiliteten – aftog yderligere i løbet af 2009.<sup>1</sup> Det kom til udtryk i den næsten parallelle nedgang i den årlige vækst i henholdsvis det brede

<sup>1</sup> Begrebet underliggende pengemængdevækst forklares nærmere i boksen "Underlying monetary dynamics: concept and quantitative illustration" i Månedsoversigten for maj 2008.

pengemængdemål, M3, og MFIernes udlån til den private sektor. Ultimo året lå væksten på henholdsvis -0,3 pct. og -0,1 pct., hvilket er en markant nedgang i forhold til 7,6 pct. og 5,7 pct. ultimo 2008 og niveauet på omkring 11 pct. ultimo 2007 (se figur 4).

Det fortsatte fald i den årlige vækst i M3 i årets løb afspejlede navnlig den kraftige nedadrettede effekt af den ualmindeligt stejle rentekurve, som gav grobund for skift fra monetære aktiver til mere langfristede aktiver, der ikke indgår i M3. Den samlede pengemængdevækst undervurderede således den underliggende pengemængdevækst i 2009 i modsætning til i 2008, hvor den flade rentekurve holdt M3-væksten over trendvæksten for det brede pengemængdemål.

Den løbende nedgang i den årlige vækst i målene for pengemængden og kreditgivning i 2009 dækkede over bratte skift i udviklingen i pengemængden som følge af de intensiverede spændinger på de finansielle markeder efter Lehman Brothers' konkurs medio september 2008. I kølvandet på konkursen svingede

væksten på kortere sigt (dvs. 3-måneders væksten på årsbasis) i M3 og udlån til den private sektor ret uregelmæssigt omkring nul i størstedelen af 2009. De oplysninger, som udviklingen i de forskellige sektorer, delkomponenterne og M3s modposter indeholder, tyder imidlertid på, at det bratte fald i væksten i M3 og udlån ultimo 2008 og primo 2009 ikke var ledsaget af et tilsvarende brat fald i den underliggende pengemængdevækst.

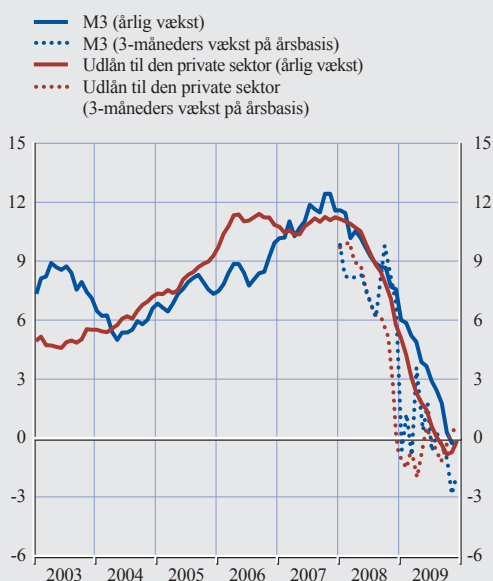
Desuden bør den negative årlige vækst i M3 og udlån i 2009 betragtes i lyset af den rigelige likviditet på pengemarkedet samt den høje gældsætning i årene forud for den finansielle uro. En vis nedgang fra disse niveauer er således naturlig, og den kunne potentielt have medført et kraftigere og længerevarende fald i væksten i M3 og udlån, end fx den økonomiske udvikling eller renteutviklingen lægger op til.

### M3S KOMPONENTER VAR NAVNLIG PÅVIRKET AF DEN STEJLE RENTEKURVE

Den nedadgående tendens i den årlige vækst i M3 i 2009 dækkede over en ret forskelligartet udvikling i M3s hovedkomponenter (se figur 5). Nedgangen kunne hovedsagelig tilskrives den mere og mere negative årlige vækst i både kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring (dvs. M2-M1) og omsættelige instrumenter (dvs. M3-M2), som lå på henholdsvis -9,1 pct. og -11,0 pct. i december. Den årlige vækst i M1 tiltog derimod markant til et meget robust niveau på 12,3 pct. i december. De forskellige tendenser i væksten i M3s enkelte komponenter kunne tilskrives de lave renter og de stadig snævrere rentespænd for de forskellige monetære aktiver. Det medførte lave alternativomkostninger ved at holde de mest likvide monetære aktiver, så der skete et skift fra kortfristede tidsindskud (dvs. indskud med en løbetid på op til 2 år) og omsættelige instrumenter til indlån på anfordring. Der sås dog også et skift til fordel for kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder), som var noget bedre forrentet end kortfristede tidsindskud (se figur 6). Disse skift inden for M3 kom oven i de skift væk fra M3, som den stejle rentekurve gav anledning til.

Figur 4. M3 og udlån til den private sektor

(Ændring i pct.; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalenderefekter)

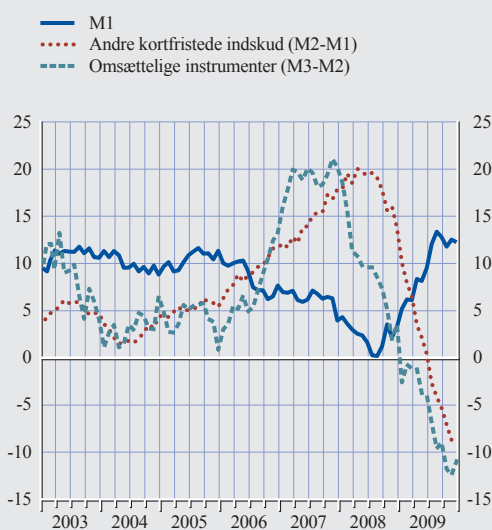


Kilde: ECB.



**Figur 5. M3s hovedkomponenter**

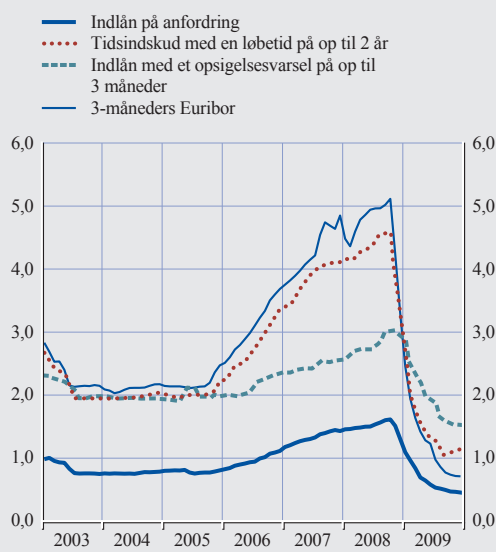
(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

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

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Bankernes meget betydelige nedsættelser af renten for kortfristede indskud og omsættelige instrumenter siden ultimo 2008 er også et tegn på, at de nu har adgang til yderligere finansieringskilder. Finansieringspresset, hvad angår kortfristede lån, lettede stort set efter Eurosystemets tilførsel af centralbanklikviditet. Desuden var bankerne i stand til at tiltrække mere langfristet finansiering i kraft af den stejle rentekurve og til at udstede gældsinstrumenter med statsgaranti.

#### DE ENKELTE SEKTORERS PENGEBEHOLDNING AFSPEJLER KONJUNKTURUDVIKLINGEN

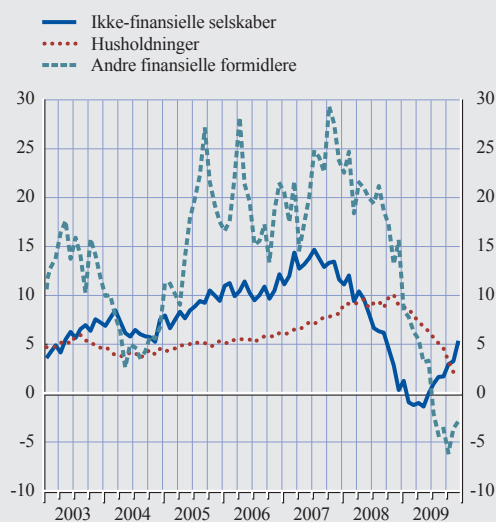
Nedgangen i den årlige vækst i M3 afspejlede også en noget divergerende udvikling i de enkelte sektorer pengebeholdning. Den bredeste aggregering af M3-komponenter, for hvilken der findes pålidelige sektorfordelte oplysninger, er kortfristede indskud og genkøbsforretninger (herefter benævnt M3-indskud). Den årlige vækst i husholdningernes M3-indskud aftog i årets løb til 1,9 pct. i december i forhold til 9,0 pct. ultimo 2008 (se figur 7). Derimod aftog

den årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers M3-indskud kun indtil medio 2009 (og blev undertiden en smule negativ), hvorefter den steg igen i 2. halvår til 5,4 pct. i december. Disse forskellige mønstre var i overensstemmelse med konjunkturudviklingen. I den forbindelse afspejler det relativt gradvise fald i væksten i husholdningernes M3-indskud (sammenlignet med den tiltagende vækst for ikke-finansielle selskaber), at husholdningernes disponible indkomst typisk er mere stabil end den økonomiske aktivitet. Derimod forbedres virksomhedernes pengestrømme normalt tidligt i konjunkturløbet, så de derefter kan anvendes til at opbygge kapitalstødpuder til finansiering af produktion og investeringer i forventning om en bedring af de økonomiske forhold.

Det gradvise fald i 2009 i den årlige vækst i husholdningernes M3-indskud var endvidere meget kraftigt påvirket af den stejle rentekurve og fremgangen på aktiemarkederne, som fik husholdningerne til at skifte fra M3-indskud til mere langfristede og velsagtens mere risiko-

Figur 7. Sektorfordelte indskud

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



Kilde: ECB.

betonede aktiver, der ikke indgår i M3. Skiftene kan have dækket over forøgelsen af pengebeholdningerne af forsigtighedshensyn som følge af den økonomiske og finansielle usikkerhed i kølvandet på Lehman Brothers' konkurs. For så vidt usikkerheden vedrørte situationen i banksektoren og tryksspørgsmål i forbindelse med bankindskud, kan en stor del af forøgelsen af pengebeholdningerne muligvis tilskrives skift til mere langfristede indskud, der ikke indgår i M3, da der var blevet indført statsgaranti for bankindskud.

Den årlige vækst i M3-indskud hos ikke-møntære finansielle formidlere undtagen forsikrings-selskaber og pensionskasser (andre finansielle formidlere) aftog yderligere i 2009 med over 18 procentpoint og var -2,9 pct. i december. Det markante fald kan skyldes, at andre finansielle formidlere typisk reagerer hurtigt på ændringer i renteforholdene, og at securitisation-aktiviteten er faldet, hvilket indebærer indskud fra andre finansielle formidlere hos de MFier, der oprindeligt ydede de securitiserede lån.

## KRAFTIG NEDGANG I VÆKSTEN I KREDITGIVNING TIL DEN PRIVATE SEKTOR

Hvad angår M3s modposter, aftog den årlige vækst i MFIernes kreditgivning til residen-ter i euroområdet yderligere i 2009 til 2,4 pct. i december i forhold til 6,9 pct. i december 2008 (se figur 8). Det afspejlede især en markant nedgang i den årlige vækst i kreditgivning til den private sektor, mens den årlige vækst i kreditgivning til den offentlige sektor tiltog betydeligt.

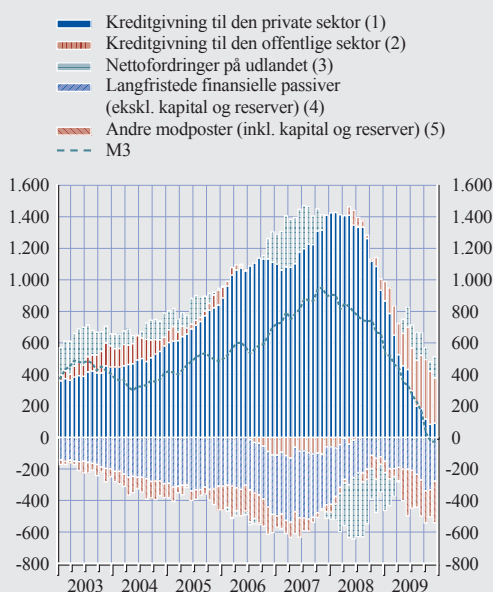
Hovedårsagen til stigningen i den årlige vækst i kreditgivning til den offentlige sektor var en væsentlig forøgelse i årets løb af MFIernes beholdninger af statspapirer. Under de herskende renteforhold blev statspapirer betrag- tet som et attraktivt, likvidt investeringsobjekt i sammenhæng med den afdæmpede låneefter- spørgsel fra den private sektor og bankernes opfattelse af, at låntagernes risiko for misligholdelse var tiltaget. Desuden var statspapirerne sikre papirer, der nemt kunne stilles som sikkerhed i Eurosystemets likviditetsoperationer. Samtidig steg udstedelsen af statspapirer bety- deligt i 2009.

Omvendt faldt den årlige vækst i kreditgivingen til den private sektor markant i årets løb til blot 0,7 pct. i december. Det afspejlede fald i den årlige vækst i både gældsinstrumenter udstedt af den private sektor og udlån til den private sektor. Efterhånden som effekten af den udbredte "tilbageholdt securitisation"-aktivitet<sup>2</sup>, der fandt sted ultimo 2008 og primo 2009, ophørte, aftog den årlige vækst i MFIernes beholdninger af gældsinstrumenter undtagen aktier udstedt af den private sektor. "Tilbageholdt securitisation" fik særlig stor betydning i 4. kvartal 2008, hvor ECB gik over til at udføre sine markedsopera- tioner som auktioner til fast rente med fuld til- deling for at tilføre centralbanklikviditet. Som følge af de nye beholdninger af værdipapirer og den betydelige opbygning af statspapirer i årets

2 Ved "tilbageholdt securitisation" tilbagekøber den MFI, der oprindeligt ydede lånet, i det mindste nogle af de gældsinstru- menter, som indgik i den traditionelle securitisation, der med- fører et egentligt salg.

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.

løb følte MFierne i euroområdet i 2009 ikke noget behov for at skabe yderligere sikkerhedsstilling, så denne praksis blev efterhånden mindre udbredt.

Den årlige vækst i MFiernes udlån til den private sektor, som er den største komponent i kreditgivningen til den private sektor, faldt yderligere i 2009 og blev en smule negativ i 4. kvartal. Udviklingen på kort sigt i denne komponent viser, at den vedvarende nedgang i den årlige vækst i 2009 skyldtes det kraftige fald i 4. kvartal 2008 og de beherskede strømme året igennem. 3-måneders væksten på årsbasis lå omkring -0,5 pct. i hele 2009 (se figur 4). Billedet ændrer sig ikke, når der tages højde for den nedadrettede effekt af lån, der ikke længere indregnes, i forbindelse med securitisation-aktiviteter. Korrigeret for denne effekt lå hverken den årlige vækst eller væksten på kort sigt under nul. Forskellen mellem korrigeret og ikke-korrigeret vækst var signifikant i begyndelsen af

2009, men mindskedes støt i årets løb, efterhånden som securitisation-aktiviteten aftog.

Den generelle nedgang i udlån til den private sektor var bredt funderet på tværs af de forskellige låntagersektorer, men dækkede alligevel over en vis divergens i de enkelte sektorer. Efter et markant fald i 4. kvartal 2008 aftog den årlige vækst i udlån til husholdningerne knap så meget i 1. kvartal 2009, hvorefter den lå stabilt omkring nul med en lille stigning mod slutningen af året. Forbedringen skyldtes hovedsagelig udviklingen i udlån til huskøb. Derimod faldt den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber kraftigt året igennem fra 9,5 pct. i december 2008 til -2,2 pct. i december 2009. Der sås en nedgang for alle løbetider, men den var tydeligere for de kortere løbetider, idet kun strømmene af langfristede lån (med en løbetid på over 5 år) var positive året igennem. Nedgangen i udestående kortfristede lån kan afspejle de betydeligt mindre handelsmængder og lagerbeholdninger i 2009. Endvidere kan de ikke-finansielle selskaber være gået delvis over til fastforrentede langfristede banklån i et forsøg på at udnytte de aktuelt lave renter. I betragtning af den øgede usikkerhed kan virksomheder med adgang til markedsbaseret finansiering have ønsket at mindske deres afhængighed af bankerne ved at øge andelen af markedsbaseret finansiering i lyset af de indsnævrede rentespænd mellem værdipapirer udstedt af ikke-finansielle selskaber og MFI-lån.

Disse mønstre i udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber stemmer overens med tidligere forløb. Ændringer i væksten i udlån til husholdninger faldt sammen med eller fandt sted lidt før ændringer i væksten i realt BNP, mens udviklingen i udlån til ikke-finansielle selskaber fulgte BNP-mønstret med et par kvartalers forsinkelse. Disse mønstre afspejler forskellige faktorer. På den ene side falder både renter og huspriser under en konjunkturedgang, hvilket medfører fornyet efterspørgsel efter lån til boligkøb fra nogle husholdninger. På den anden side benytter virksomhederne sig typisk af interne midler, efterhånden som pengestrømmene bedres under et opsving, og går først senere over

til ekstern finansiering. Det kan være forklaringen på, at mønstret for udlån til ikke-finansielle selskaber følger BNP-udviklingen med en vis forsinkelse. Visse udbudsfaktorer kan dog også spille en rolle. Fx foretrækker bankerne tidligt i et opsving at øge udlånet til husholdninger frem for virksomheder, da sikkerheden for udlån til husholdninger (navnlig boliglån) er bedre.<sup>3</sup> I undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet meldte bankerne om en stramning af kreditstandarderne i hele 2009, selv om den blev mindre udtalt efterhånden. Stramningen afspejlede til en vis grad balancebegrænsninger, begrænset adgang til ekstern finansiering samt likviditetsbegrænsninger, men var hovedsagelig en følge af udsving i låntagernes kreditværdighed, som generelt forringes i en konjunkturedgang og forbedres i et opsving.

Den årlige vækst i MFIernes udlån til andre finansielle formidlere fortsatte med at falde og nåede ned på 4,3 pct. i december 2009 i forhold til 10,1 pct. i december 2008. Det kraftige fald skyldes sandsynligvis investorernes markante skift til mere traditionelle finansielle produkter, hvilket har medført en generel reduktion af andre finansielle formidlers aktiviteter. Den næsten fuldstændige nedlukning af markedet for securitisation spiller en vigtig rolle i den forbindelse.

Blandt M3s øvrige modposter steg den årlige vækst i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) hos den pengeholdende sektor betydeligt i årets løb til 5,8 pct.

i december i forhold til 0,6 pct. ultimo 2008. Der havde ellers været en nedadgående tendens siden 2. kvartal 2007. Stigningen afspejlede hovedsagelig en stærkere vækst i både langfristede indskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder og indskud med en løbetid på over 2 år) og langfristede gældsinstrumenter (med en løbetid på over 2 år). Alt i alt er stigningen i langfristede finansielle passiver i 2009 udtryk for et skift til fordel for længere løbetider i lyset af den stejle rentekurve. Statsgarantier og forbedret tillid på markederne har sandsynligvis også bidraget til den forøgede opbygning af langfristede MFI-gældsinstrumenter udstedt af banker hos de pengeholdende sektorer.

Hvad angår MFIernes nettofordringer på udlandet, sås en nedgang i både eksterne aktiver og passiver i 2009, hvilket var den første nedgang absolut set i euroområdet MFIers nettofordringer på udlandet siden 1999. Det samlede resultat var imidlertid en stigning på 135 mia. euro i euroområdet MFIers nettofordringer på udlandet, da de eksterne passiver faldt mere end de eksterne aktiver. Nedgangen i både aktiver og passiver kan tilskrives en reduktion af grænseoverskridende interbankpositioner i sammenhæng med en mere bredt baseret reduktion af MFIernes balancer. Emnet behandles nærmere i boks 3.

<sup>3</sup> Se boksen "Loans to the non-financial private sector over the business cycle in the euro area", i Månedsoversigten for oktober 2009.

### Boks 3

#### DEN SENESTE UDVIKLING I BANKERNES BALANCE OG KONSEKVENSERNE FOR UDLÅN TIL DEN PRIVATE SEKTOR

MFIer over hele verden har oplevet et stigende pres for at reducere deres balancer som følge af intensivering af den finansielle uro i de sidste måneder af 2008. MFIerne i euroområdet har også oplevet dette pres og reducerede i løbet af 2009 deres vigtigste aktiver<sup>1</sup> med 329 mia. euro,

<sup>1</sup> De vigtigste aktiver omfatter alle aktivposter på balancen undtagen anlægsaktiver, "resterende aktiver" og andele i pengemarkedsforeninger.

dvs. en nedgang på 1,1 pct. Det var den første reduktion siden 1999, og den opvejede en del af den kraftige gældsætning, der blev opbygget fra 2004 til medio 2008. På baggrund heraf belyses det i denne boks, hvordan udlån til den private sektor – den vigtigste finansieringskilde for virksomheder og husholdninger – blev påvirket af reduktionen af MFIernes balance i 2009.

### **Overvejelser i forbindelse med justering af bankernes balancer**

Som følge af presset på solvensnøgletal og finansiering i forbindelse med den finansielle uro måtte bankerne i 2009 gøre sig en række komplekse overvejelser om justering af deres balancer. Hvad angår finansiering, var bankerne negativt påvirket af investorernes stigende bekymring og de deraf følgende højere finansieringsomkostninger, som forstærkede presset på bankernes kapital fra faldende aktivpriser og kredittab. I en sådan situation skal en bank reducere sin gearing, enten ved at skaffe yderligere aktiekapital eller ved at mindske sine aktiver. I perioder med finansiell uro vil reduktionen af balancen hovedsagelig dreje sig om aktivsiden, idet der ellers ville være behov for at udstede aktier for enorme beløb på kort tid, når der hersker øget risikoaversion, hvilket medfører endnu højere udstedelsesomkostninger. Reduktionen på aktivsiden vil typisk være i form af frasalg af aktiver, der ikke er kerneaktiver, med henblik på at skaffe likviditet og mindske eksponeringen over for risikobetonede aktiver. Der er en naturlig hakkeorden med hensyn til de forskellige kilder til likviditet. En bank vil som regel først realisere sine kortfristede aktiver, dernæst sine fordringer på udlandet og til sidst sine langfristede aktiver.<sup>2</sup> Udlån til virksomheder og husholdninger kommer således til sidst, da de er langfristede aktiver. Disse aktiver kan normalt kun reduceres ved at begrænse nyudlån og ved indfrielse af eksisterende lån. Endvidere kan forretningsmodeller, der er baseret på langvarige kunderelationer, hvilket er almindeligt i banksektoren i euroområdet, give et yderligere incitament til ikke at kræve indfrielse. Da der er tale om komplekse overvejelser, vil denne hakkeorden i praksis komme til udtryk på forskellig vis i MFI-sektoren. Strukturelle overvejelser (fx fornyet fokus på kerneforretning eller tilbagetrækning fra den internationale finansverden) kan forstærke hakkeordenen, når det drejer sig om at reducere balancen, mens midlertidige finansieringsforhold (fx muligheden for centralbanklikviditet) kan medføre højere omkostninger ved at øge værdipapirbeholdningerne, når MFIn er kommet over de indledende stadier i processen med at reducere balancen.

### **Størstedelen af justeringen skete i form af reduktion af interbankkredit**

Nedgangen i 2009 i den aggregerede MFI-balance påvirkede aktivklasserne på forskellig måde. Faldet på 329 mia. euro i MFIernes vigtigste aktiver kunne tilskrives omfattende reduktioner (på henholdsvis 440 mia. euro og 366 mia. euro) i fordringer på udlandet og udlån til andre MFier i euroområdet, mens kreditgivning til residerende i euroområdet (til både den private og den offentlige sektor) steg med 379 mia. euro (se figur A). En stor del af nedgangen i fordringer på udlandet skyldtes en reduktion af beholdninger over for udenlandske banker og afspejler især en mindskelse af de kraftige kapitalstrømme til finanscentre forud for den finansielle uro.<sup>3</sup> Interbankaktiviteter tegnede sig således for størstedelen af balancejusteringerne. Omkring en tredjedel af nedgangen i lånepositioner over for MFier i euroområdet var resultatet af en reduktion af MFIernes fordringer på Eurosystemet, som opvejede de betydelige stigninger i disse fordringer i september og oktober 2008 i forbindelse med ECBs udvidede støtte til kreditgivningen.

2 Hakkeordenen er nærmere beskrevet i F. Allen og D. Gale, "Financial contagion", *Journal of Political Economy*, Vol. 108, nr. 1, 2000, s. 1-33.

3 Se boksen "The role of MFI external assets and liabilities in the recent deleveraging process" i Månedsoversigten for november 2009.

Endnu en tredjedel blev opvejet af en stigning i beholdningerne af værdipapirer udstedt af MFler i euroområdet.

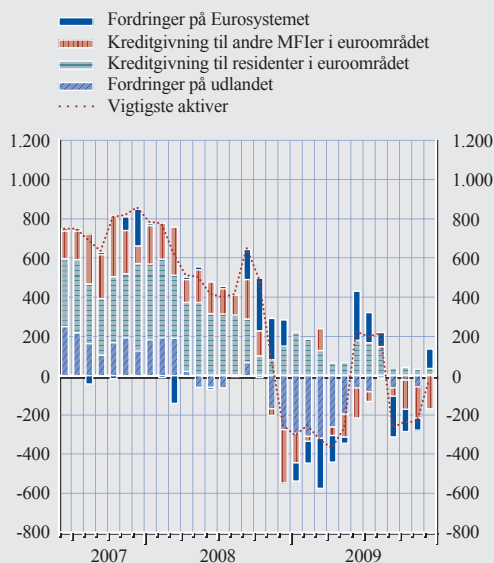
### Kreditgivningen til den private sektor var mindre påvirket

Hvad angår kreditgivningen til residerter i euroområdet, var størstedelen af stigningen i 2009 forbundet med en betydelig forøgelse (i alt 251 mia. euro) af beholdningerne af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor. Rentniveauet i årets løb gav gode muligheder for indtjening og fremmede således opbygningen af statspapirer. Der var også andre fordele ved at investere i statspapirer. For det første gav de bankerne mulighed for midlertidigt at investere de midler, de havde til rådighed, i likvide, forholdsvis godt forrentede aktiver på baggrund af den begrænsede efterspørgsel efter lån og bankernes opfattelse af en øget risiko for misligholdelse fra låntagernes side. For det andet udgjorde disse værdipapirer et sikkert og praktisk investeringsalternativ med et lavt kapitalbehov i en situation, hvor bankerne søgte at mindske det gennemsnitlige risikoniveau i deres porteføljer. I 2009 sås et fald på 72 mia. euro i kreditgivningen til den ikke-finansielle private sektor, som omfatter kreditgivning til husholdninger og virksomheder i form af lån og værdipapirer undtagen aktier, og som udgør den største post på MFIernes balance (se figur B). Det var et relativt lille fald i forhold til den samlede nedgang i balancen for MFIerne i euroområdet, og det medførte faktisk en lille stigning i kreditgivning til den ikke-finansielle private sektor som andel af MFIernes vigtigste aktiver. Faldet i kreditgivningen til den ikke-finansielle private sektor skyldtes dog en nedgang i udlån, som dog blev mere end opvejet af en stigning (på 122 mia. euro) i beholdningerne af værdipapirer udstedt af ikke-monetære finansielle formidlere undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser.

En stor del af MFIernes øgede beholdninger af disse værdipapirer afspejlede tilbageholdt securitisation i 1. halvår, hvor værdipapirer i forbindelse med lån, der blev fjernet fra MFIernes balance, blev tilbagekøbt af de pågældende MFler ofte med henblik på sikkerhedsstillelse i Eurosystemets likviditetsoperationer. Faldet i kredit-

**Figur A. MFIernes sektorfordelte beholdninger af vigtigste aktiver (undtagen aktier og andre kapitalandele)**

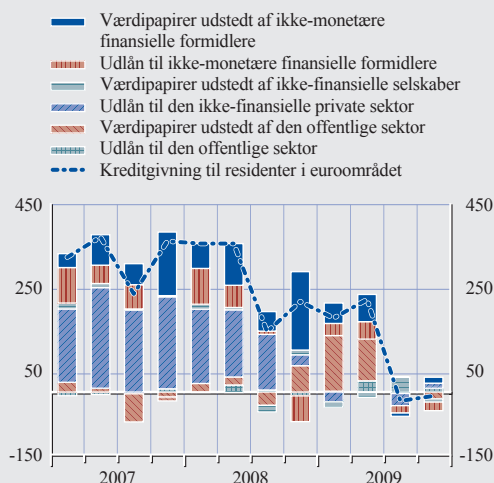
(Strømme; 3-måneders sum; milliarder euro; sæsonkorrigeret)



Kilde: ECB.

**Figur B. Kreditgivning til residerter i euroområdet (undtagen aktier og andre kapitalandele)**

(Kvartalsvise strømme; milliarder euro; ikke sæsonkorrigeret)



Kilde: ECB.

givningen til den ikke-finansielle private sektor afspejler således ikke en egentlig nedgang, men snarere en omfordeling af poster på balancen.

Fordelingen efter instrument viser, at bankernes bestræbelser på at forbedre deres likviditet ved at øge deres positioner i gældsinstrumenter spillede en hovedrolle i balancejusteringsprocessen i 2009. Køb af statspapirer, udskiftning af inter-MFI-lån med værdipapirer udstedt af MFier samt securitisation af en del af låneporteføljen (balancejusteringer på i alt 387 mia. euro) satte bankerne i stand til at opnå likviditet fra Eurosystemet.

Det overordnede fokus i MFiernes reduktion af deres balancer lå på inter-MFI-positionerne (som blev reduceret over for både indenlandske og udenlandske MFier). Det har tilsyneladende primært afspejlet afvikling af de aktiver, der var opbygget, før den finansielle uro satte ind. Ligesom stigninger i sådanne positioner kan have fremmet kreditgivningen til resten af økonomien, kan nedgangen i inter-MFI-positionerne have haft en negativ indvirkning på bankernes udlån til den private sektor. Samlet set tyder de begrænsede ændringer i 2009 i kreditgivningen til virksomheder og husholdninger på baggrund af den betydelige reduktion af MFiernes balance på, at bankerne har fokuseret på udlån som kerneaktivitet.

#### **FORBEDREDE FORHOLD PÅ PENGEMARKEDET**

Spændingerne på euroområdet's pengemarked fortsatte med at aftage i 2009, i takt med at forholdene normaliserede sig efter intensiveringen af den finansielle krise i september 2008. Det afspejlede sig i betydelige fald i pengemarkedsrenterne og pengemarkedsspændene. Nærmere bestemt indsnævredes spændene mellem de sikrede og usikrede pengemarkedsrenter betydeligt fra toppunkterne i oktober 2008, om end de fortsat lå højt set i et historisk perspektiv.

Forbedringen af euroområdet's pengemarked kan hovedsagelig tilskrives ECBs ekstraordinære likviditetsstøtte til banker i euroområdet, den betydelige nedsættelse af ECBs officielle renter efter intensiveringen af den finansielle krise i efteråret 2008 og eurolandenes regeringers indgreb for at støtte finansielle institutioner i vanskeligheder. Eurosystemet fortsatte med at tilføre det finansielle system rigelig likviditet i hele 2009, bl.a. ved at udføre alle markedsoperationerne som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Navnlig de tre langfristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år – som blev gennemført i juni, september og december 2009 – fungerede som en katalysator med hensyn til at forbedre bankernes likviditetsstillinger på længere sigt og bidrog derved til at mindske rentespændet på pengemarkedet yderligere, samtidig

med at det hjalp bankerne til at yde kredit til realøkonomien.

Både de sikrede og de usikrede pengemarkedsrenter faldt på tværs af hele løbetidsspektret i 2009. Faldet blev dog gradvis mindre, og renterne nærmede sig et rekordlavt niveau ultimo året. Der blev kun noteret stigninger i perioden mellem ultimo maj og den første langfristede markedsoperation med en løbetid på 1 år, som blev udført den 24. juni 2009 som en auktion til fast rente med fuld tildeling. I den periode faldt den overskydende likviditet – målt som forskellen mellem den samlede udestående likviditet og systemets faktiske likviditetsbehov – betydeligt forud for operationen med 1 års løbetid, da bankerne foretrak at flytte deres ECB-midler til den længere løbetid på 1 år, hvorved de kunne frigøre den sikkerhed, de havde stillet for kortfristede operationer med forestående udløb. Det resulterede i midlertidige stigninger i pengemarkedsrenterne, herunder især renterne for dag-til-dag-indeksswaps (OIS) og i mindre omfang de kortfristede usikrede renter. Navnlig steg Eonia med ca. 25 basispoint mellem den 7. maj (hvor en serie langfristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år blev annonceret) og den 24. juni (hvor Eurosystemet gennemførte den første af disse operationer). 1-månedens Euribor steg også, om end med forsinkelse og i

mindre omfang, med ca. 11 basispoint mellem den 19. maj og 23. juni. Efter en betydelig tilde-  
ling på 442,2 mia. euro i den første langfristede  
markedsoperation med en løbetid på 1 år den  
24. juni steg den overskydende likviditet igen til  
nye rekordhøjder. Som følge heraf faldt penge-  
markedsrenterne næsten omgående igen på både  
de sikrede og de usikrede markeder. De faldt til  
under niveauet primo maj og nåede hurtigt et  
historisk lavt niveau, hvor de blev.

Hvad angår de 3-måneders usikrede renter, lå  
3-måneders Euribor tæt på 2,8 pct. i begyndel-  
sen af januar 2009, hvilket allerede var meget  
lavere end toppunktet på 5,4 pct. i oktober 2008.  
Den faldt herefter yderligere og lå på knap 0,7  
pct. ultimo februar 2010. Pengemarkedsrente-  
kurven – målt ved spændet mellem 12-måne-  
ders og 1-måneders Euribor – blev stejlere i løbet  
af 2009, om end den udviste en vis volatilitet i  
perioden. Spændet udvidedes fra et lavpunkt på  
41 basispoint primo 2009 til et højdepunkt på  
83 basispoint i juli, august og oktober, før det  
fladede gradvist ud og lå på ca. 80 basispoint  
ultimo februar 2010 (se figur 9).

Hvad angår de sikrede pengemarkedsrenter, lå  
3-måneders Eurepo på ca. 1,8 pct. primo januar

2009, hvilket også var meget lavere end top-  
punktet på 4,4 pct. ultimo september 2008. Den  
faldt herefter yderligere og lå på knap 0,4 pct.  
ultimo februar 2010.

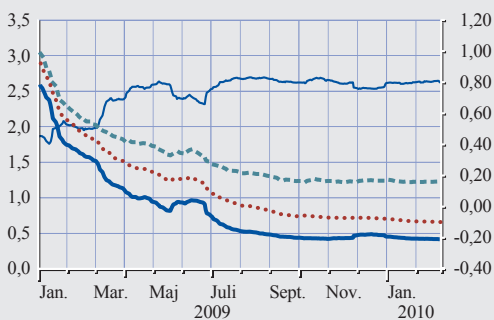
Som følge af denne udvikling indsnævredes  
spændet mellem de sikrede og usikrede penge-  
markedsrenter gradvist i løbet af året, om end  
med en vis volatilitet. Det nåede et forholdsvis  
lavt niveau set i forhold til spændet i 2. halvår  
2007 under den indledende fase af den finan-  
sielle uro, men forblev højt set i et historisk  
perspektiv. Spændet mellem 3-måneders Euribor  
og 3-måneders Eurepo indsnævredes fra et  
toppunkt på 109 basispoint primo januar til 31  
basispoint ultimo året og 29 basispoint ultimo  
februar 2010 (se figur 10).

Rettes blikket mod de meget korte pengemar-  
kedsrenter, afspejler udviklingen i Eonia først  
og fremmest den rigelige likviditetsstøtte, som  
Eurosystemet har tilført bankerne i euroområ-  
det siden oktober 2008. I 1. halvår 2009 frem til  
den første langfristede markedsoperation med  
en løbetid på 1 år ultimo juni viste udviklingen  
i Eonia tre tendenser. For det første faldt Eonia  
betydeligt efter yderligere nedsættelser af ECBs  
officielle renter i denne periode. For det andet

**Figur 9. Usikrede pengemarkedsrenter**

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

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

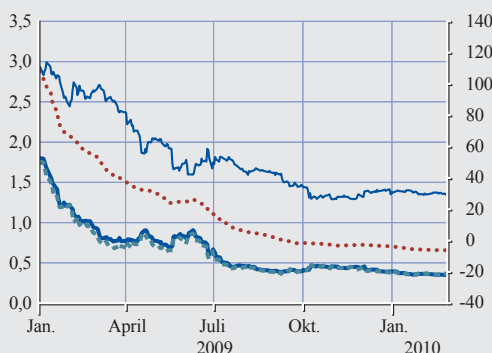


Kilder: ECB og Reuters.

**Figur 10. 3-måneders Eurepo, Euribor og OIS-rente**

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

- 3-måneders Eurepo
- ... 3-måneders Euribor
- - - 3-måneders OIS-rente
- Spænd mellem 3-måneders Euribor og 3-måneders OIS



Kilder: ECB, Bloomberg og Reuters.



forblev den med ganske få undtagelser et godt stykke under den faste rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer og langfristede markedsoperationer som følge af den overskydende likviditet i systemet, der bl.a. kan tilskrives, at likviditeten blev tilført via auktioner til fast rente med fuld tildeling i primære markedsoperationer og 1-måned, 3-måned og 6-måned langfristede markedsoperationer. For det tredje var Eonia fortsat meget volatil som følge af konstante udsving i den overskydende likviditet, der var til rådighed i systemet. Efter tildeling af 442,2 mia. euro i den langfristede markedsoperation med en løbetid på 1 år den 24. juni 2009, som sikrede, at der ville være rigelig overskydende likviditet i lang tid fremover, stabiliserede Eonia sig på et niveau ca. 10 basispoint i gennemsnit over renten på indlånsfaciliteten. Den blev på dette niveau frem til ultimo februar 2010. De eneste undtagelser var mindre udsving på hver enkelt reservekravsperiodes sidste dag, hvor der blev gennemført likviditetsopsugende finjusterende operationer. De efterfølgende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år i september og december, hvor der blev tildelt henholdsvis 75,2 mia. euro og 96,9 mia. euro, bidrog yderligere til at holde

Eonia forholdsvis stabil indtil februar 2010 (se figur 11).

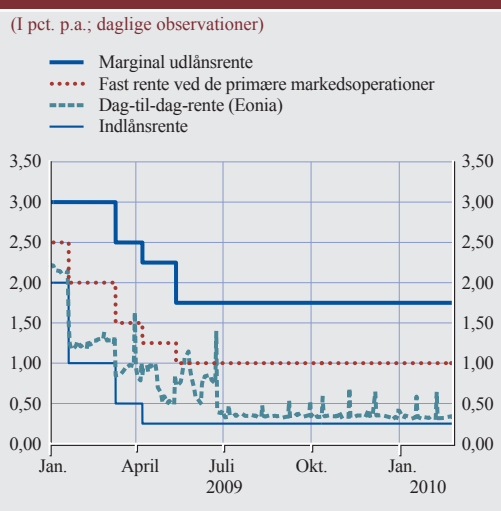
### STATSOBLIGATIONSRENTERNE I EUROOMRÅDET FORBLEV LAVE

De lange statsobligationsrenter i euroområdet viste beskedne udsving i årets løb, men lå ved udgangen af 2009 tæt på niveauet ultimo 2008. Det stod i skærende kontrast til situationen i USA, hvor renterne steg markant. Primo 2009 var de 10-årige statsobligationsrenter på begge sider af Atlanten lave i forhold til de historiske gennemsnit. Det afspejlede betydelige ned sættelser af de pengepolitiske renter, nedjustering af inflationsrisici og en markant flugt fra risikobetonede aktiver til statsobligationer. De lange amerikanske renter var faldet særlig kraftigt mod slutningen af 2008, så de ved indgangen til 2009 lå på det laveste niveau i fire årtier. Retrospektivt kan det således se ud til, at nedgangen i de amerikanske renter i 4. kvartal 2008 til dels kan tilskrives indregning af uforholdsmæssigt store bekymringer for deflation. De amerikanske obligationsrenter steg igen kraftigt i 1. halvår 2009, hvorimod obligationsrenterne i euroområdet, der ikke var faldet lige så meget tidligere, steg væsentligt mindre i denne periode (se figur 12). De 10-årige statsobligationsrenter toppede medio juni og faldt derefter en smule, så de i euroområdet lå på 3,6 pct. ultimo 2009 og i USA på 3,9 pct.

Den kraftige samlede stigning i de amerikanske renter fik rentespændet mellem euroområdet og USA til at vende sammenlignet med ultimo 2008, så de 10-årige renter faktisk lå højere i USA end i euroområdet mod slutningen af 2009. Generelt indsnævredes statsobligationsrentespændene i euroområdet markant fra marts efter at have nået et nyt toppunkt i begyndelsen af året. Eftersom der opstod fornyet tvivl om de offentlige finansers holdbarhed, sluttede statsobligationsrentespændene dog året et godt stykke over niveauet før krisen.

Samlet set kan udviklingen i de lange statsobligationsrenter tolkes som nettoresultatet af to faktorer. På den ene side bedredes de makroøkonomiske udsigter noget, og sammen med

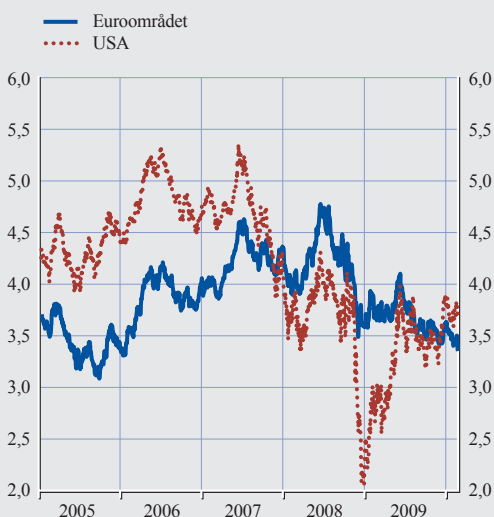
Figur 11. ECBs renter og dag-til-dag-renten



Kilder: ECB, Bloomberg og Reuters.

**Figur 12. Lange statsobligationsrenter**

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



Kilder: Bloomberg, EuroMTS, Reuters og ECB.

Anm.: For januar 2007 vedrører den lange statsobligationsrente i euroområdet 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid for obligationer. Fra januar 2007 repræsenteres den 10-årige obligationsrente i euroområdet af den 10-årige par-rente afledt af ECBs skønnede AAA-statsrentekurve for euroområdet. For USA anvendes 10-årige obligationsrenter.

meget store nyudstedelser af statsgæld var det i høj grad med til at øve et opadrettet pres på statsobligationsrenterne. Gældsforventningerne knyttede sig til de statslige finansieringsbehov i forbindelse med omfattende finansielle redningspakker og finanspolitiske stimuli. Hertil kommer forventninger om lavere skatteindtægter og øgede udbetalinger af arbejdsløshedsdagpenge som følge af recessionen. På den anden side var der forholdsvis kraftig efterspørgsel efter statsgæld hos investorer i den private sektor. I euroområdet blev ECBs officielle renter desuden nedsat betragteligt fra januar til maj. Endelig bidrog Federal Reserves omfattende opkøbsprogram for langfristet amerikansk statsgæld midlertidigt til at dæmpe stigningen i de lange obligationsrenter.

I begyndelsen af 2009 var de vigtigste statsobligationsmarkeder ligesom andre finansielle markedssegmenter stadig i høj grad præget af investorernes bekymringer og usikkerhed om, hvor sårbar den finansielle sektor var, og hvor langvarig og dyb den globale recession ville

blive. De pengepolitiske renter på begge sider af Atlanten forventedes at holde sig på et lavt niveau et godt stykke tid, som det fremgik af futures- og terminsrenterne. Den nedadrettede tendens i statsobligationsrenterne, der havde gjort sig gældende i 2. halvår 2008, ophørte dog i begyndelsen af 2009. Det så ud til, at investorerne på obligationsmarkederne på det tidspunkt mindskede eller omgjorde deres tilflugt til kvalitet, og muligvis er bekymringerne for et eventuelt deflationspres også aftaget. Desuden blev investorerne i stigende grad klar over, at der fremover ville være tale om et stort statsligt finansieringsbehov. Dette understregedes af bankredningspakkerne på begge sider af Atlanten.

I USA var de 10-årige renter ved toppunktet på 4 pct. medio 2009 steget med omkring 175 basispoint i forhold til niveauet i december 2008. Denne opadgående tendens blev afbrudt af et historisk kraftigt endagsfald (på 48 basispoint) i de lange amerikanske obligationsrenter den 18. marts efter annonceringen af Federal Reserves omfattende opkøbsprogram for statspapirer. Kort tid efter begyndte de lange amerikanske renter dog igen at stige. Effekten af opkøbsprogrammet og andre kvantitative lempelser blev mere end opvejet af, at investorerne forventede store fremtidige udstedelser af amerikansk statsgæld, og at de ikke længere søgte tilflugt i sikre aktiver. Det er værd at bemærke, at det markante fald i de lange amerikanske statsobligationsrenter ultimo 2008 blev udlignet af stigningerne i 2009.

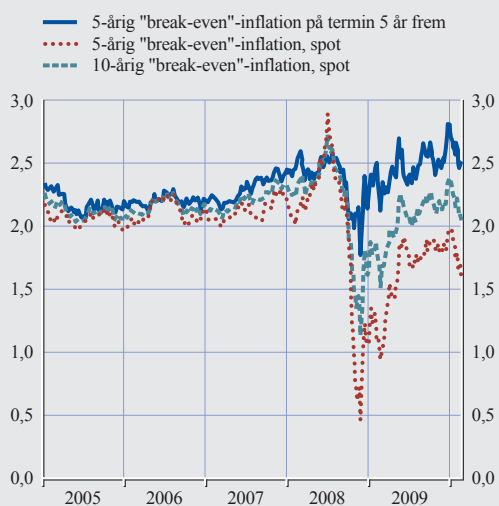
Obligationsrenterne i euroområdet udviklede sig mere behersket i 1. halvår, idet de kun var steget med ca. 35 basispoint medio juni. Også her kan udviklingen skyldes, at investorerne ikke længere søgte tilflugt i kvalitet, mens det opadrettede pres fra statsobligationsrenten tilsyneladende lattede noget fra marts og frem. Efter at statsobligationsspændene (over for tyske statsobligationer) og de respektive CDS-præmier (credit default swap) havde nået et toppunkt i februar og primo marts, sås der en bemærkelsesværdig nedadrettet tilpasning. Bunden blev nået i august.

I 2. halvår sås en svag nedadgående tendens i de lange statsobligationsrenter på begge sider af Atlanten. I løbet af december steg de amerikanske dog med hele 60 basispoint, muligvis som følge af udløbet af Federal Reserves opkøbsprogram. I euroområdet blev et højt udstedelsesniveau modsvaret af kraftig efterspørgsel efter sikre aktiver, hvilket afspejlede markedsdeltagernes bekymring for, hvor holdbart det igangværende økonomiske opsving var. Ængstelsen vedrørende de statslige udsteders fremtidige finansieringsbehov blev igen særdeles aktuel, efter at den græske regering primo oktober reviderede landets offentlige underskud, og tre af de største kreditvurderingsbureauer nedgraderede Grækenland. De græske obligationsspænd kom dermed tæt på toppunktet tidligt på året, mens de fleste andre statsobligationsspænd i euroområdet blev påvirket i langt mindre grad (se boks 7). For AAA-statsgæld lå den 10-årige rente i euroområdet ultimo året på ca. 3,6 pct., hvilket er lavt efter historisk målestok. Samtidig var de korte renter markant lavere, så rentekurven i euroområdet ved årets udgang var usædvanligt stejl.

I modsætning til de lange nominelle renter viste de reale statsobligationsrenter i euroområdet en klar nedadgående tendens året igennem, idet de faldt med 100 og 45 basispoint for løbetider på henholdsvis 5 og 10 år. Følgelig var den 5-årige indeksobligationsrente på termin 5 år frem samlet set mere eller mindre uændret. Det ville være nærliggende at antage, at mønstret afspejlede stadig mere pessimistiske forventninger på kort sigt og noget dystre langsigtede makroøkonomiske forventninger hos obligationsinvestorerne i euroområdet. Udviklingen på markederne for indeksobligationer i 2009 skal dog tolkes med forsigtighed. Årsagen er, at dette marked havde oplevet alvorlige forskydninger mod slutningen af 2008, hvilket indikerede, at realrenterne var unormalt høje i en situation med store økonomiske problemer. I løbet af 2009 forbedredes likviditetsforholdene en del for alle løbetider. Desuden mindskedes ubalancen mellem udbud og efterspørgsel (navnlig for de længere løbetider). Mens udbuddet af lang indekseret gæld var praktisk taget nul i 1. halvår 2009, begyndte markedet efterfølgende at røre på sig, og der venttes yderligere fremgang i 2010. Markedsforholdene normaliseredes således til en vis grad, men der er et stykke vej igen.

**Figur 13. Nulkupon "break-even"-inflation i euroområdet**

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



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

Samme forsigtighed gør sig gældende ved fortolkningen af udviklingen i "break-even"-inflationen (dvs. forskellen mellem nominelle og reale obligationsrenter for samme løbetid). Under normale markedsforhold er denne stort set udtryk for investorernes inflationsforventninger og de dermed forbundne risikopræmier. Ovennævnte tilpasningsproces på markederne for indeksobligationer forhindrer imidlertid en sådan fortolkning og peger på, at det er vigtigt at tage højde for tekniske markedsfaktorer ved fortolkning af bevægelserne i "break-even"-inflationen. Som følge af udviklingen i de nominelle og reale obligationsrenter steg den 5- og 10-årige "break-even"-inflation spot med henholdsvis 90 og 80 basispoint i 2009 til omkring 2,0 pct. og 2,4 pct. ultimo året (se figur 13). Følgelig steg den 5-årige "break-even"-inflation på termin 5 år frem med 70 basispoint til 2,8 pct. ultimo året. Eftersom volatiliteten stadig er høj i "break-even"-inflationen spot og på termin,

er tallene i overensstemmelse med fastforankrede inflationsforventninger på mellemlangt til langt sigt. De tilsvarende renter på termin udledt af swapinstrumenter, der var betydeligt mindre volatile, steg således kun med 15 basispoint. Også de undersøgelsesbaserede inflationsforventninger på mellemlangt til langt sigt (fra Consensus Economics) lå forbavsende stabilt på 1,9 pct. året igennem.

Usikkerheden vedrørende den fremtidige udvikling i obligationskurserne, udtrykt ved den implicite volatilitet på optioner, mindskedes væsentligt i årets løb. På begge sider af Atlanten aftog volatiliteten på obligationsmarkedet næsten til det halve i forhold til det ekstremt høje niveau ultimo 2008. Som følge af usikkerheden vedrørende landenes fremtidige statslige finansieringsbehov og holdbarheden af det makroøkonomiske opsving var volatiliteten ved årets udgang dog stadig højere, end før den finansielle uro satte ind i 2007.

I de to første måneder af 2010 faldt de lange statsobligationsrenter i euroområdet og USA med ca. 25 basispoint til omkring henholdsvis 3,4 pct. og 3,6 pct. den 26. februar. Mens renterne for de højest ratede gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet aftog en smule, førte stadig større bekymringer i markedet om holdbarheden af budgetstillingen i visse lande til betydelige stigninger i de lange obligationsrenter for disse statslige udstedere. Spændene for gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor udvidedes således for nogle eurolande. De græske lange statsobligationer tegnede sig for den mest bemærkelsesværdige udvidelse af spændene mellem ultimo december 2009 og ultimo februar 2010. Spændet over for de tyske statsobligationsrenter steg med næsten 100 basispoint. I samme periode faldt den 5-årige og 10-årige "break-even"-inflation spot med ca. 35 basispoint til henholdsvis ca. 1,6 pct. og 2,0 pct. ultimo februar 2010. Den 5-årige "break-even"-inflation på termin 5 år frem aftog med 30 basispoint til 2,5 pct. ultimo februar 2010.

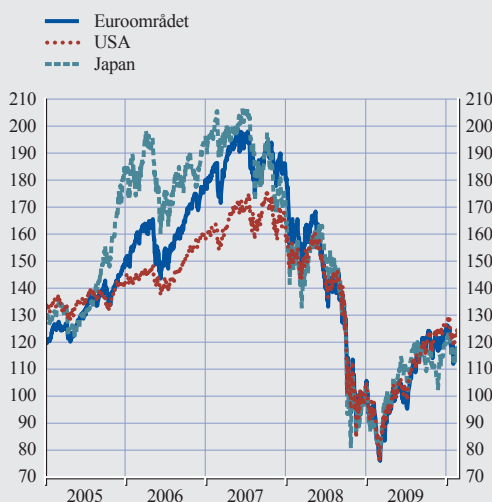
## AKTIEKURSERNE I EUROOMRÅDET STEG KRAFTIGT

Den nedadgående tendens i aktiekurserne fortsatte i de to første måneder af 2009, men derefter var året kendetegnet ved kraftigt stigende aktiekurser overalt i verden. Årsagerne var fornyet tillid og mindsket risikoaversion blandt investorer, bl.a. som følge af de omfattende redningspakker, som regeringer og centralbanker iværksatte. Sammenlignet med niveauet ultimo 2008 steg de væsentlige aktieindeks i euroområdet, USA og Japan med henholdsvis ca. 23 pct., ca. 23 pct. og ca. 19 pct. I euroområdet sås der særligt kraftige kursstigninger i den finansielle sektor, hvor aktierne rettede sig fra et meget lavt niveau. Opsvinget på aktiemarkedene var drevet af forbedrede udsigter for virksomhedernes indtjening, gunstige lave realrenter og et betydeligt fald i aktierisikopræmien (dvs. den kompensation, som investorerne kræver for risikoen ved aktier). Volatiliteten på aktiemarkedet faldt til næsten det halve i forhold til ultimo 2008.

I de første to måneder af 2009 fortsatte aktiemarkedene i de største økonomier nedgangen

Figur 14. Væsentlige aktieindeks

(Indeks: 30. december 2008 = 100; daglige observationer)

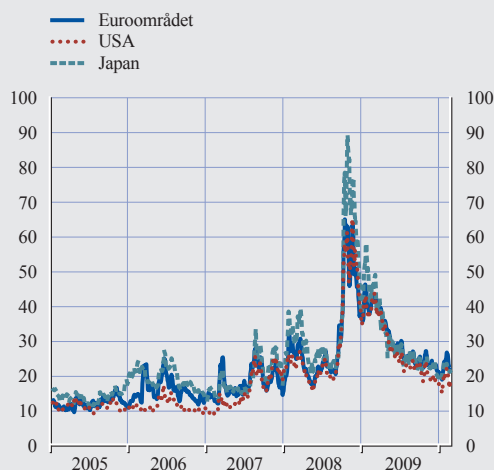


Kilder: Reuters og Thomson Financial Datastream.

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

**Figur 15. Implicit volatilitet på aktiemarkederne**

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



Kilde: Bloomberg.

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

fra året før (se figur 14). Investorenes risikovillighed var stadig høj, og volatiliteten på aktiemarkederne var noget højere sammenlignet med ultimo 2008 (se figur 15). Stemningen på aktiemarkederne forbedredes primo marts som følge af positive økonomiske bulletiner og stigende tiltro til regeringernes og centralbankernes tiltag. Gode resultater fra amerikanske banker var med til at stimulere aktiemarkederne på et tidligt stadie. Investorenes tillid fik yderligere et nøk opad som følge af drøftelserne af adskillige tiltag til at imødegå den økonomiske og finansielle krise på mødet i Det Europæiske Råd i Bruxelles i marts og G20-mødet i London i april. Disse tiltag blev godt modtaget af markedsdeltagerne.

I euroområdet blev aktiekurserne yderligere understøttet af positive meldinger om forbrugernes og virksomhedernes forventninger (dvs. øget erhvervs- og forbrugertillid i Europa-Kommissionens konjunkturbarometre) i 1. halvår 2009. Usikkerhed om, hvordan det egentlig stod til med det finansielle system, var dog i høj grad

med til at dæmpe euforien på aktiemarkederne. Centralbanktiltag, der skulle hjælpe banksektoren, blev derfor godt modtaget på aktiemarkedet.

Aktiekurserne fortsatte med at stige i 3. kvartal 2009 på baggrund af samlet set positive økonomiske meldinger og faldende risikoaversion, men stigningstakten aftog i 4. kvartal. Ultimo november fik aktiemarkederne et stød, da et af Dubais statslige holdingselskaber annoncerede, at det havde bedt kreditorerne om seks måneders henstand med alle gældsbetalinger. Effekten på aktiemarkederne var kortvarig, men afspejlede formodentlig tilbageværende markedsbekymringer vedrørende sårbarheden af de offentlige og private balancer. Aktiekurserne steg igen kraftigt i 2009, men det er vigtigt at holde sig for øje, at udgangspunktet var meget lavt. Ultimo året var aktiekurserne i euroområdet og USA stadig henholdsvis 37 pct. og 26 pct. lavere end ultimo juni 2007. Volatiliteten på aktiemarkederne normaliseredes betragteligt i årets løb, men lå stadig noget højere end før krisen.

Stigningen i aktiekurserne blev til en vis grad understøttet af forventningerne til indtjeningen på kort sigt. For virksomhederne i Dow Jones Euro Stoxx-indekset lå vækstprognosen for indtjening pr. aktie 12 måneder frem historisk lavt på næsten -4 pct. i foråret, men steg derefter kraftigt og nåede op på 30 pct. i december. Selv disse positive udsigter for indtjeningen kan dog kun delvis opveje nedgangen i faktisk indtjening, der faldt med omkring 35 pct. fra december 2008 til december 2009.

Hvad angår de enkelte sektorer, steg de finansielle aktier i euroområdet med 31 pct., mens de ikke-finansielle aktier kun steg med 19 pct. I perioden fra marts og fremefter klarede de finansielle aktier sig også bedre end de ikke-finansielle i USA, men for året som helhed steg aktiekurserne mere for de ikke-finansielle selskaber end for de finansielle institutioner (henholdsvis 27 pct. og 14 pct.).

Aktierne fortsatte med at stige i det nye år indtil midten af januar 2010. Brede aktieindeks på begge sider af Atlanten udviste visse fald, og den implicitte volatilitet tiltog midlertidigt en smule. En mulig vigtig årsag kan have været bekymringer med hensyn til de offentlige finanser og det deraf følgende fald i investorernes risikovillighed. I de første to måneder af 2010 aftog aktiekurserne generelt med henholdsvis ca. 7 pct. og 1 pct. i euroområdet og USA.

### HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING VAR AFDÆMPET

Husholdningernes låntagning var fortsat afdæmpet i 2009, hvilket afspejlede en høj grad af usikkerhed med hensyn til indkomstudsigterne og udsigterne for boligmarkedet, navnlig i 1. halvår. Samtidig fortsatte bankerne med at stramme kreditstandarderne, om end strammingshastigheden aftog lidt i årets løb. Forventningerne til økonomien som helhed og udsigterne for boligmarkedet var de primære faktorer bag stramningen af kreditstandarderne. Bankerne rapporterede om stigninger i nettoefterspørgslen efter boliglån, som blev positiv i 2.

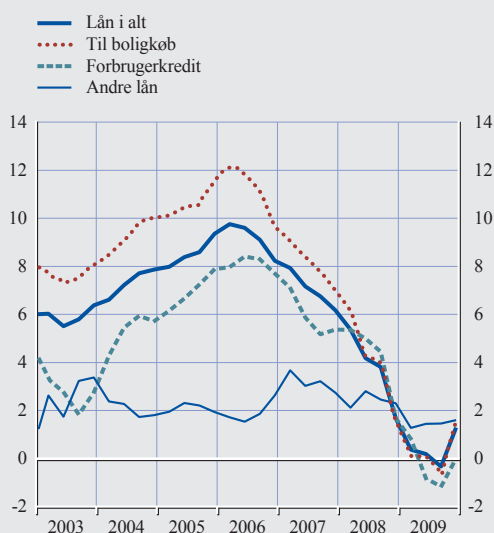
kvartal, mens nettoefterspørgslen efter andre låntyper først blev positiv mod årets slutning.

Den årlige vækst i MFIers udlån til husholdninger, som er den primære kilde til husholdningernes låntagning, faldt til 1,3 pct. ultimo 2009 fra 1,7 pct. ultimo 2008. Faldet var mindre end i 2008, idet husholdningernes låntagning steg en smule mod slutningen af 2009 efter at have været negativ medio året. Den årlige vækst i ikke-MFIers (dvs. andre finansielle formidlere, forsikringsselskaber og pensionskasser) udlån til husholdningerne oversteg fortsat MFIernes udlån til husholdningerne. Denne udvikling skyldes delvis effekten af securitisation-aktiviteter, som medfører et egentligt salg, hvor lån fjernes fra MFIernes balance og efterfølgende registreres som lån fra andre finansielle formidlere. Securitisation-aktiviteten var betydeligt mindre i 2009 end i 2008, men var dog fortsat betydelig i 1. halvår.

En opdeling af MFIernes udlån til husholdningerne efter formål viser, at låntagning til boligkøb fortsat var den væsentligste drivkraft i udlån til denne sektor i 2009. Den årlige vækst i udlån til husholdningerne til boligkøb var på 1,5 pct. i december 2009, hvilket var uændret fra december 2008 (se figur 16), og dækker over en kraftig nedgang i 1. halvår 2009 og en beskeden – om end vedvarende – forbedring i 2. halvår. Denne udvikling skal ses i lyset af faldet i både boligpriserne og aktiviteterne på boligmarkedet i en række eurolande. Samtidig kan de positive strømme i 2. halvår have afspejlet en stigning i efterspørgslen som følge af faldet i boligpriserne. Udfladningen i den årlige vækst i udlån til boligkøb afspejlede også nedsættelserne af ECBs officielle renter mellem oktober 2008 og maj 2009, der slog igennem som lavere realkreditrenter. MFIernes renter for udlån til boligkøb faldt med 151 basispoint mellem december 2008 og december 2009 (se figur 17). Dette fald var især tydeligt for lån med en initial rentebindingsperiode på op til 1 år, som faldt med 238 basispoint, mens renten på lån med en initial rentebindingsperiode på over 10 år faldt med 87 basispoint.

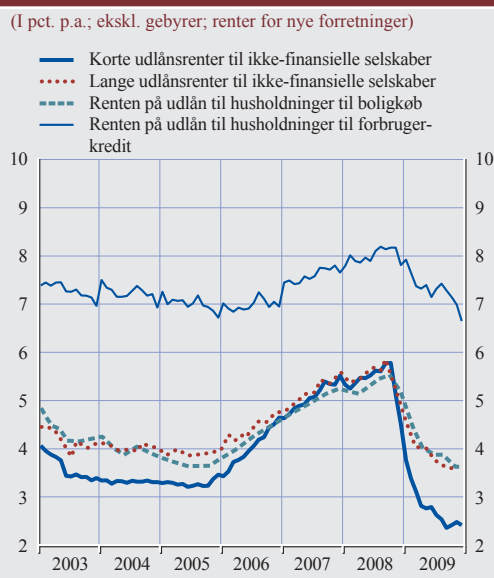
Figur 16. MFI-lån til husholdningerne

(Ændring i pct. år/år)



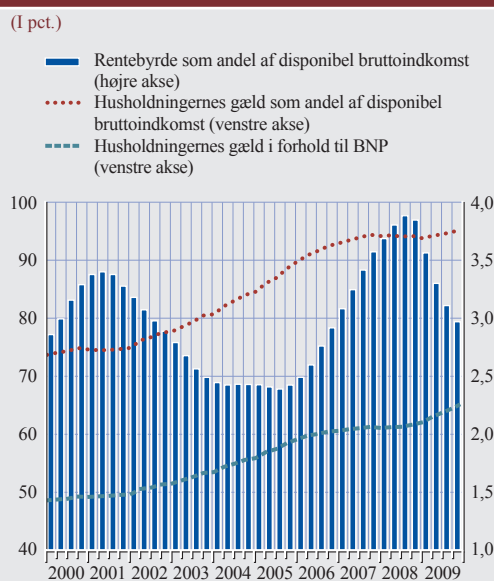
Kilde: ECB.

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



Kilde: ECB.

**Figur 18. Husholdningernes gæld og rentebetalinger**



Kilder: ECB og Eurostat.

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

Den årlige vækst i forbrugerkredit var 0,0 pct. i december 2009 mod 1,7 pct. ultimo 2008. Udviklingen i forbrugerkredit svarede til udviklingen i boliglån, selv om den årlige vækst i forbrugerkredit faldt yderligere medio 2009. Denne udvikling kan tilskrives den lave forbrugertillid i årets løb. I 2009 faldt MFI-renterne for forbrugerkredit med 116 basispoint i gennemsnit.

### HUSHOLDNINGERNES RENTEBYRDE ER MINDSKET

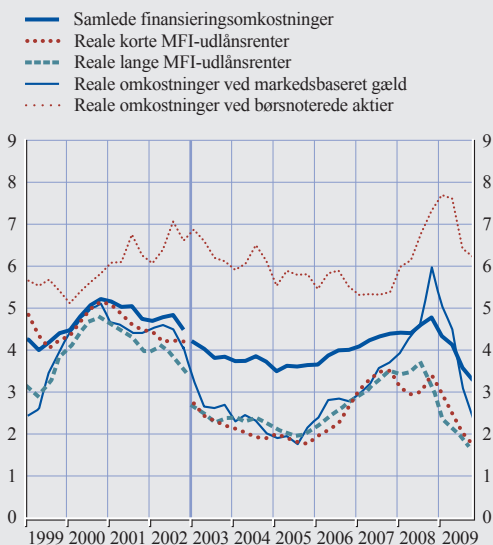
Da husholdningernes udestående gæld fortsatte med at stige en smule, og husholdningernes disponible indkomst ikke reagerede omgående på ændringerne i den økonomiske vækst, var husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst forholdsvis stabil i 2009. Den blev anslået til at ligge på ca. 95 pct. i 4. kvartal 2009, hvilket var marginalt højere end i 2008 (se figur 18). Derimod steg husholdningernes gæld som andel af BNP ifølge tal fra euroområdet integrerede konti med mere end 2 procentpoint i 2009 og lå tæt på 65 pct. i 4. kvartal 2009. Faldet i bankernes udlånsrenter bidrog betydeligt til at lette husholdningernes rentebyrde (målt som rentebetalinger som andel af den disponible indkomst), som lå på 3,0 pct. i 4. kvartal 2009 i forhold til toppunktet på 3,9 pct. i 3. kvartal 2008. Det skal også nævnes, at der er store forskelle i gældsætningen blandt euroområdets husholdninger. Navnlig i visse dele af euroområdet falder en høj gældsætning sammen med en svag økonomisk aktivitet eller tilbageværende tegn på overvurdering på boligmarkederne. Endvidere er der også forskel i løbetiden på de mest fremherskende rentebindingsperioder landene imellem. I den forbindelse er renterisikoen højere i de lande, hvor finansieringen er skiftet hurtigere til kortfristede lån som reaktion på rentenedsættelserne.

### OMKOSTNINGERNE VED EKSTERN FINANSIERING FALDT BETYDELIGT

Trods et kraftigt fald i omkostningerne ved ekstern finansiering i hele 2009 aftog euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering betydeligt, primært som følge af en mere afdæmpet efterspørgsel efter lån i sammenhæng med de dårlige økonomiske forhold. De ikke-finansielle selskabers gearing steg yderligere på

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

(I pct. p.a.)



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

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

grund af en særlig markant nedgang i virksomhedernes indtjening.

Efter det historiske toppunkt i november 2008 faldt de reale omkostninger ved euroområdet's ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering kraftigt i hele 2009 (se figur 19) som følge af en bredt funderet omkostningsnedgang for alle finansieringskilder. Ultimo 2009 var de samlede realomkostninger ved ekstern finansiering på det laveste niveau siden 1999.

Hvad angår omkostningerne ved bankfinansiering, afspejlede de faldende bankrenter i 2009 hovedsagelig, at ændringerne i ECBs officielle renter fra oktober 2008 til maj 2009 gradvis var slået igennem til bankkunderne. Alt i alt tyder denne udvikling på, at euroområdet's banker fortsat lod de lavere officielle renter slå igennem i deres renter, hvilket stort set er i overensstemmelse med det historiske mønster (se boks 4). Udviklingen i omkostningerne ved bankernes kortfristede udlån påvirkes primært af ændringer i de korte pengemarkedsrenter, mens bankernes længere udlånsrenter hovedsagelig afspejler ændringer i statsobligationsrenterne.

Mellem ultimo 2008 og ultimo 2009, hvor 3-måneders Euribor faldt med næsten 260 basispoint, aftog de nominelle korte bankrenter for udlån til ikke-finansielle selskaber med 210 basispoint. Bankernes korte reale udlånsrenter faldt således med 158 basispoint trods en beskedent stigning i inflationsforventningerne siden maj 2009. Ændringerne i bankernes lange udlånsrenter var endnu mere udtalte end ændringerne i

#### Boks 4

### VURDERING AF GENNEMSLAGET AF ECBs OFFICIELLE RENTER I DE VIGTIGSTE UDLÅNSRENTER HOS BANKERNE I EUROOMRÅDET

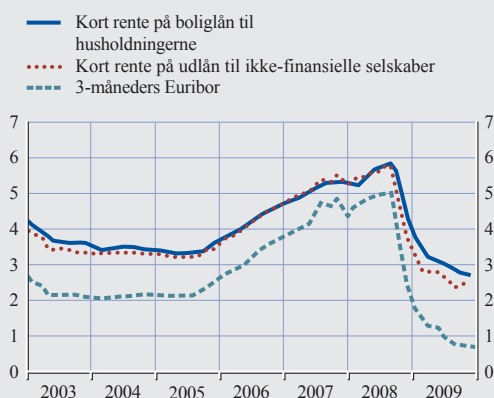
Pengepolitikens rentekanal sammenfatter gennemslaget af de pengepolitiske renter på bankernes udlånsrenter. Denne transmissionskanal skal i euroområdet ses som den vigtigste mekanisme i pengepolitikken til i sidste ende at påvirke den reale aktivitet og inflationen, eftersom banksektoren har afgørende betydning for kreditgivningen til den ikke-finansielle private sektor.<sup>1</sup> Nedsættelser af de pengepolitiske renter afføder normalt tilsvarende bevægelser i markedsrenterne, navnlig for de kortere løbetider. Bankernes udlånsrenter er typisk fastsat i forhold til, og

<sup>1</sup> Artiklen "Recent developments in the retail bank interest pass-through in the euro area" i Månedsoversigten for august 2009 indeholder en nærmere beskrivelse af de begreber, der ligger bag gennemslagsmekanismen for bankrenterne.



**Figur A. Korte renter på boliglån til husholdningerne og på udlån til ikke-finansielle selskaber samt 3-måneders Euribor**

(I pct. p.a.)

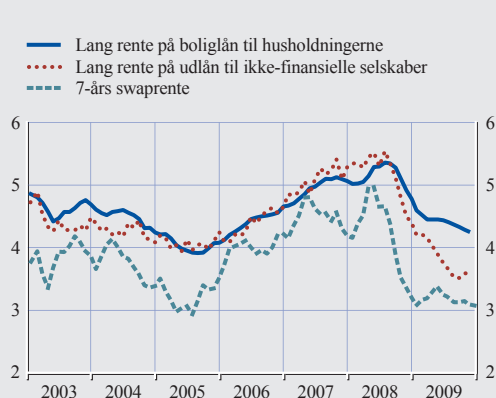


Kilde: ECB.

Anm.: "Kort rente" betyder lån med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år.

**Figur B. Lange renter på boliglån til husholdningerne og på udlån til ikke-finansielle selskaber samt 7-års swaprente**

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Anm.: "Lang rente" betyder lån med en initial rentebindingsperiode på over 1 år. De forskellige initiale rentebindingsperioder er vægtet med mængderne af nye forretninger.

i visse tilfælde endda knyttet til, markedsrenten for relevante løbetider. Ændringer af de pengepolitiske renter forventes således stort set at afspejles i de finansieringsomkostninger, husholdninger og virksomheder har over for bankerne. På baggrund heraf vurderes det i denne boks, i hvor stort omfang euroområdet banker har ladet nedsættelserne i de pengepolitiske renter fra 4. kvartal 2008 og frem til december 2009 slå igennem.<sup>2</sup>

Fra oktober 2008 til maj 2009 nedsatte ECB renten ved de primære markedsoperationer fra 4,25 pct. til et historisk lavt niveau på 1,00 pct. I overensstemmelse med (og muligvis drevet af) nedsættelserne af ECBs officielle renter samt den ekstraordinære tilførsel af centralbanklikviditet faldt både de korte og lange markedsrenter markant i 4. kvartal 2008 og i hele 2009. Fra ultimo september 2008 til december 2009 aftog fx 3-måneders Euribor med 431 basispoint til 0,71 pct., og 7-års swaprenten gik ned med 156 basispoint til 3,09 pct. (se figur A og B). Som vist i figur A og B, ser det også ud til, at euroområdet banker i stort omfang lod de faldende markedsrenter i denne periode slå igennem. Hvad angår de korte udlånsrenter (dvs. med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år), faldt de gennemsnitlige bankrenter på boliglån til husholdningerne og udlån til ikke-finansielle selskaber med henholdsvis ca. 309 og 336 basispoint (se figur A). Hvad angår de lange udlånsrenter (dvs. med en initial rentebindingsperiode på over 1 år), faldt de gennemsnitlige bankrenter på boliglån til husholdningerne og udlån til ikke-finansielle selskaber med henholdsvis ca. 111 og 200 basispoint (se figur B).<sup>3</sup>

Selv om de samlede MFI-udlånsrenter er faldet markant, siden nedsættelserne af ECBs officielle renter begyndte, står det klart, at – med undtagelse af de lange renter for udlån til virksomheder

2 I denne boks sættes der fokus på den seneste udvikling i MFernes renter på boliglån til husholdningerne og udlånsrenter til de ikke-finansielle selskaber, hvilket er de vigtigste láneprodukter på aktivsiden i MFernes balancer. I 3. kvartal 2009 androg boliglån til husholdningerne og lån til ikke-finansielle selskaber således henholdsvis 16 pct. og 15 pct. af euroområdet (ekskl. Eurosystemets) MFers samlede aktiver.

3 I december 2009 nåede forskellige MFers udlånsrenter det laveste niveau siden lanceringen af den harmoniserede rentestatistik i januar 2003.

## Gennemslag i MFI-udlånsrenten baseret på fejlkorrektionsmodellen

	Øjeblikkeligt gennemslag	Endeligt gennemslag	Tilpasningshastighed	Tilpasset R <sup>2</sup>	Tilsvarende markedsrente
Korte boliglån til husholdningerne	0,29	0,91	-0,02	0,62	3-måneders Euribor
Lange boliglån til husholdningerne	0,17	1,06	-0,12	0,76	7-års swaprente
Korte udlån til ikke-finansielle selskaber	0,69	0,86	-0,16	0,76	3-måneders Euribor
Lange udlån til ikke-finansielle selskaber	0,32	1,02	-0,19	0,40	7-års swaprente

Kilde: ECB.

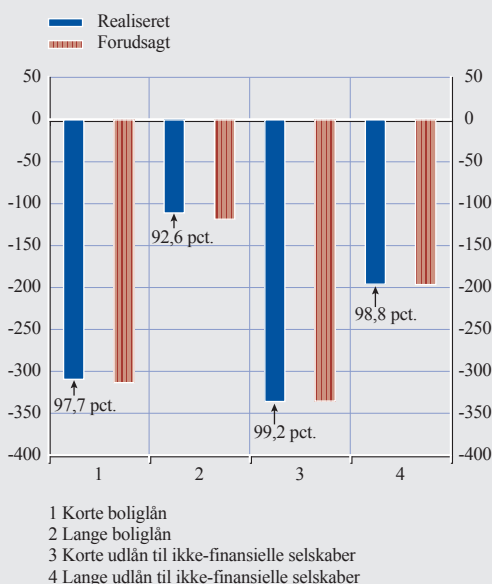
Anm.: Se artiklen "Recent developments in the retail bank interest pass-through in the euro area" i Månedsoversigten for august 2009, hvor de metoder, der er anvendt til udarbejdelse af skønnene, beskrives. Proven dækker perioden jan. 97-sep. 08. Alle koefficienterne er statistisk signifikante på 5 procentns niveau.

der – euroområdetets MFier indtil videre kun har ladet en del af dette fald slå igennem. Det er dog ikke nødvendigvis i uoverensstemmelse med det historiske mønster, som viser, at bankerne kun gradvis lader ændringer i de pengepolitiske renter og markedsrenterne slå igennem på udlånsrenterne til deres kunder. Bankernes udlånsrenter vil med andre ord typisk udvise en vis træghed i forhold til ændringer i pengepolitikken. Dette forhold er ligeledes ofte asymmetrisk, idet der er tendens til, at bankernes udlånsrenter tilpasses hurtigere efter en forhøjelse af de pengepolitiske renter end efter en nedsættelse. Hvor stort gennemslaget i bankernes udlånsrenter er, og hvor hurtigt det sker, vil ofte være forbundet med en vis grad af ufuldkommen konkurrence i banksektoren samt nominelle tilpasningsomkostninger (menuomkostninger). Disse forhold kan afholde bankerne fra løbende at reagere på ændringer i de pengepolitiske renter og markedsrenterne. Bankerne vil måske i stedet vælge at udskyde tilpasningen af deres udlånsrenter, indtil ændringen i markedsrenten overskrider en vis tærskel.<sup>4</sup> Herudover kan andre faktorer i forbindelse med finansiel formidling påvirke, hvordan spændene mellem bankernes udlånsrenter og markedsrenterne udvikler sig, fx omkostninger i forbindelse med rente- og kreditrisici, bankernes risikoaversion, enhedsdriftsomkostninger, bankernes likviditet og produktpredning. Ovennævnte yderligere faktorer vil ikke blive specifikt behandlet her.

Ifølge litteraturen om emnet kan de pengepolitiske renters transmission, via ændringer i markedsrenterne, over til bankernes udlånsrenter modelleres ved hjælp af en fejlkorrektionsmodel, hvor der foretages regression af ændringer i en bestemt bankrente mod sam-

**Figur C. Akkumulerede faktiske og forudsagte ændringer i MFI-udlånsrenten fra okt. 2008 til dec. 2009**

(1 basispoint)



Kilder: ECB og ECBs beregninger.

Anm.: Prognose baseret på et fejlkorrektionsmodellskøn for prøven jan. 97-sep. 08 samt udviklingen i markedsrenten fra okt. 08 til dec. 09. Procentangivelserne viser den faktisk akkumulerede ændring i bankrenterne som en procentdel af den forventede ændring.

<sup>4</sup> Se artiklen omtalt i fodnote 1 samt de tilhørende referencer, hvor der gives en mere komplet beskrivelse af bankernes rentefastsættelse.

tidige (eller forsinkede) ændringer i en relevant markedsrente og (eventuelt) forsinkede ændringer i selve bankrenten samt en fejlkorrektionsperiode, der afspejler, i hvilket omfang bankrenten i den tidligere periode afveg fra sit langsigtede ligevægtsforhold til markedsrenten. Ved brug af en sådan standard fejlkorrektionsmodel for gennemslaget af ændringer i markedsrenterne i MFIernes udlånsrenter kan det konstateres, at selv om de udvalgte udlånsrenter generelt har tendens til at blive mere eller mindre fuldt ud tilpasset på længere sigt, er tilpasningen langt fra øjeblikkelig, og tilpasningen til den langsigtede ligevægt er også forholdsvis træg (se tabel).<sup>5</sup> Mens fx 91 pct. af faldet i markedsrenterne i sidste ende slår igennem på de korte boliglån til husholdningerne, vil kun 29 pct. af faldet rent faktisk slå igennem inden for en måned umiddelbart efter ændringen i markedsrenterne. Udlånsrenterne til virksomhederne har generelt tendens til at tilpasse sig noget hurtigere til ændringer i markedsrenterne end renterne på boliglån til husholdningerne. Det kan eksempelvis nævnes, at 69 pct. af faldet i markedsrenterne afspejles i udlånsrenterne til virksomhederne inden for den første måned, og tilpasningen til den langsigtede ligevægt sker også hurtigere. Det kan bl.a. skyldes, at virksomhederne (især de større) har en bedre forhandlingsposition over for bankerne end husholdningerne.<sup>6</sup>

Der er udarbejdet en modelprognose for MFIernes udlånsrenter baseret på udviklingen i markedsrenterne fra oktober 2008 til december 2009 med henblik på at fastslå, i hvilket omfang gennemslaget i MFIernes udlånsrenter, siden den seneste runde af nedsættelser af ECBs pengepolitiske rente begyndte, har afvejet fra tidligere observationer. Der blev udarbejdet konsekutive prognoser for MFI-udlånsrenterne en måned frem, og de akkumulerede måned-til-måned-ændringer i prognoserne vises i figur C sammen med de akkumulerede faktiske ændringer i MFI-udlånsrenterne. Resultaterne viser generelt, at de kraftige fald i markedsrenterne i store træk er slået igennem i det omfang, der kunne forventes ud fra tidligere erfaringer. Især var gennemslaget i de korte renter på boliglån til husholdningerne og de korte og lange udlånsrenter til ikke-finansielle selskaber i december 2009 stort set i overensstemmelse med prognosen.<sup>7</sup> Kun den lange rente på boliglån til husholdningerne havde tilpasset sig en smule mindre end forventet ud fra det historiske mønster.

Alt i alt ser det ud til, at euroområdet MFIer i 2009 har ladet de store nedsættelser i ECBs officielle renter slå igennem på deres vigtigste udlånsrenter i samme omfang som tidligere, selv om euroområdet bankers balancer er negativt påvirket af den finansielle krise og den generelle økonomiske afmatning. Det ser dermed ud til, i det mindste hvad angår den pengepolitiske transmissions bankrentekanal, at ECBs betydelige lempelse af pengepolitikken siden 4. kvartal 2008 har fungeret tilfredsstillende og derfor har understøttet husholdningernes og de ikke-finansielle selskabers forbrug og investeringsbeslutninger. Det tilfredsstillende gennemslag af renterne er dog ikke garanti for, at udbuddet af lån ikke er påvirket af den finansielle krise. Resultaterne fra Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder således på en løbende nettostramning af kreditstandarderne for lån til den private sektor i 2009. Den fortsatte sårbarhed og vedvarende usikkerhed med hensyn til soliditeten af euroområdet banksektor kræver nøje overvågning af bankernes udlånsrenter og af bankernes generelle kreditgivning til de ikke-finansielle sektorer i 2010.

5 En nøje beskrivelse af modellen gives i artiklen omtalt i fodnote 1.

6 Større virksomheder har fx nemmere adgang til andre finansieringskilder, såsom erhvervsobligationer og børsnoterede aktier, og kan i visse tilfælde også benytte de internationale lånemarkeder.

7 Den faktiske værdi i december 2009 var for alle tre renter et godt stykke inden for konfidensintervallet på 95 pct.

de tilsvarende lange statsobligationsrenter. Bankernes nominelle udlånsrente for længere løbetider faldt med ca. 120 basispoint i 2009, hvilket var betydeligt mere end faldet på 65 basispoint i den 5-årige statsobligationsrente. Det betød, at spændet mellem bankernes lange udlånsrenter og de tilsvarende markedsrenter typisk indsnævredes markant i hele 2009, hvilket stod i kontrast til den kraftige udvidelse af spændet året før. Bankernes lange realrenter aftog samlet set med 130 basispoint fra ultimo 2008 til ultimo 2009.

Det betydelige fald i de reale omkostninger ved markedsbaseret gæld med 389 basispoint i samme periode afspejlede ligeledes ikke blot nedgangen i statsobligationsrenten, men også indsnævringen af erhvervsobligationsspændene (målt som forskellen mellem erhvervsobligationsrenten og statsobligationsrenten). Indsnævringen begyndte primo 2009 for alle ratingkategorier. De faldt helt tilbage til under niveauet i august 2008 (dvs. kort tid før den bredt funderede udvidelse af spændene affødt af tilspidsningen af den finansielle krise). Det gradvise

fald i risikoopfattelsen og en vis stigning i investorerens risikovillighed i løbet af 2009 medførte en særlig udtalt indsnævring af rentespændene for obligationer med lav kreditvurdering og for "speculative-grade"-obligationer. Fra ultimo 2008 til ultimo 2009 indsnævredes fx rentespændene for højtforrentede obligationer udstedt i euroområdet med hele 1.500 basispoint sammenlignet med ca. 100 basispoint for AAA-ratede obligationer.

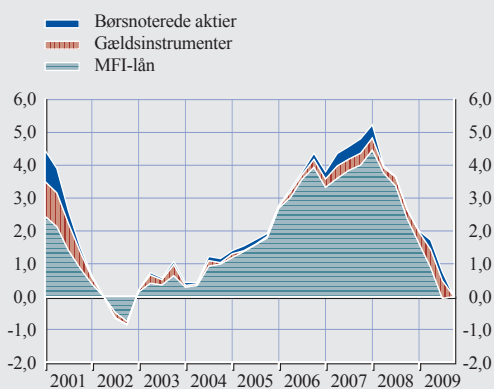
Endelig faldt de reale omkostninger ved at udstede børsnoterede aktier også markant i hele 2009 og nåede det langsigtede gennemsnit ved årets udgang. Det blev understøttet af kraftigt stigende aktiekurser, der skyldtes investorerens aftagende risikoaversion og fornyede tillid.

#### AFTAGENDE VÆKST I EKSTERN FINANSIERING

Trods det bredt funderede fald i de reale omkostninger ved ekstern finansiering aftog væksten i euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering støt i 2009 (se figur 20). I 3. kvartal 2009 var den reale årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering

**Figur 20. Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber<sup>1)</sup>**

(Ændring i pct. år/år)

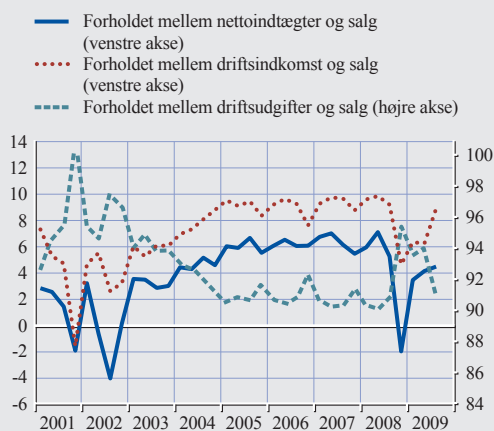


Kilde: ECB.

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

**Figur 21. Profitmål for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet**

(Kvartalsvise observationer; i pct.)



Kilder: Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

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

knap 0,1 pct. mod 2,6 pct. i 4. kvartal 2008. Det kunne udelukkende tilskrives et kraftigt dyk i bidraget fra MFI-udlån, der blev negativt i 3. kvartal 2009. Samtidig steg især bidraget fra udstedelse af gældsinstrumenter – som euroområdetets virksomheder anvender som alternativ finansiering – mærkbart.

En af de vigtigste drivkræfter bag det kraftige fald i behovet for ekstern finansiering var de forværrede økonomiske forhold og eventuelt behovet for en vis balanceomstrukturering. Den bratte nedgang i den økonomiske aktivitet havde en drastisk virkning på både virksomhedernes indtjening og deres interne midler. Selv om virksomhedernes lønsomhed ifølge regnskaber fra børsnoterede virksomheder har vist visse tegn på stigning siden primo 2009, er profitmålene endnu ikke på samme niveau som før krisen (se figur 21). De fleste aktiemarkedsbaserede indikatorer for lønsomheden hos de ikke-finansielle selskaber i euroområdet pegede fortsat på en nedgang i det meste af 2009. Den årlige ændring i indtjening pr. aktie for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet udviste fx en fortsat faldende tendens og var negativ i 2009 som helhed.

Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder endvidere på, at faktorer på efterspørgselsiden, fx dystre økonomiske udsigter, lavere anlægsinvesteringer hos virksomhederne samt behersket aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser, påvirkede euroområdetets ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter lån særdeles negativt i 2009. Den årlige vækst i MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber fortsatte faktisk med at aftage støt i årets løb. Væksten blev negativ i september, hvilket var den første nedgang, siden dataserien begyndte i 1999. Selv om nedgangen i den årlige vækst i MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber var bredt funderet for alle løbetider, var den særlig udtalt for de kortere løbetider, hvilket pegede i retning af, at virksomhederne i et vist omfang skiftede over fra korte lån til lange lån. Alt i alt følger dette langvarige fald stort set det cykliske mønster i lyset af omfanget af den seneste nedgang i kapitaludgifter og den fortsatte usik-

kerhed med hensyn til de økonomiske udsigter. Empiriske undersøgelser tyder desuden på, at udviklingen i udlån til ikke-finansielle selskaber typisk følger konjunkturudviklingen med en betydelig forsinkelse.<sup>4</sup>

Samtidig tyder konjunkturbarometre på, at store svagheder i banksystemet kan have påvirket kredituddet negativt i årets løb, selv om den lavere efterspørgsel ser ud til at være en vigtig faktor bag vækstnedgangen i MFIernes udlån. Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån i 2009 pegede fortsat i retning af en nettostramning af kreditstandarderne, selv om den aftog i årets løb. Desuden meldte en betydelig andel af virksomhederne i euroområdet om forringet adgang til banklån og strammere udlånspolitik hos bankerne i 1. halvår 2009. Virkningen af begrænsninger i banklån på udbudssiden havde dog tendens til at blive overskygget af en exceptionel forværring af de bestemmende faktorer på efterspørgselsiden i 2009.

Efterhånden som strømmen af banklån til ikke-finansielle selskaber begyndte at svinde ind, benyttede euroområdetets virksomheder med behov for finansiering i stigende grad alternative finansieringskilder. Navnlig steg den årlige vækst i udstedelsen af gældsinstrumenter fra 7,9 pct. ultimo 2008 til 16,3 pct. ultimo 2009, mens de ikke-finansielle selskabers bidrag til den samlede vækst i udstedelsen af gældsinstrumenter øgedes betydeligt fra 10 pct. før den finansielle krise til over 15 pct. ultimo 2009. Det kunne tilskrives en fornyet interesse på det europæiske erhvervsobligationsmarked, der i betragtning af det fortsat kraftige fald i fusioner og virksomhedsovertagelser primært kan forklares ved to faktorer. For det første medførte den hurtige indsnævring af erhvervsobligationsspændene et markant fald i omkostningerne ved markedsbaseret finansiering, som var stærkere end faldet i omkostningerne ved bankfinansiering. For det andet kan et skift fra bankfinansiering til markedsbaseret finansiering have været understøt-

4 Se fx C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez og C. Rossi (2009), "Modelling loans to non-financial corporations in the euro area", ECB Working Paper nr. 989, januar 2009.

tet af strammere kreditstandarder hos bankerne. I lighed med banklån var udstedelsesaktiviteten for gældsinstrumenter meget større, for så vidt angik de længere løbetider. Bidraget fra udstedelse af kortfristede gældsinstrumenter til den samlede vækst begyndte at aftage primo 2009, hvilket fortsatte året ud. Det skyldtes det kraftige fald i de ikke-finansielle selskabers netto-udstedelse af kortfristede gældsinstrumenter formentlig i forbindelse med låneomlægning. Virksomhederne i euroområdet udnyttede de meget gunstige markedsforhold til at omlægge gæld med en kort restløbetid.

Understøttet af stigende aktiekurser i 2009 blev den årlige vækst i børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber igen positiv i marts 2009 og fortsatte med at tiltage året ud til næsten 2 pct. i december.

### YDERLIGERE STIGNING I VIRKSOMHEDERNES GÆLD

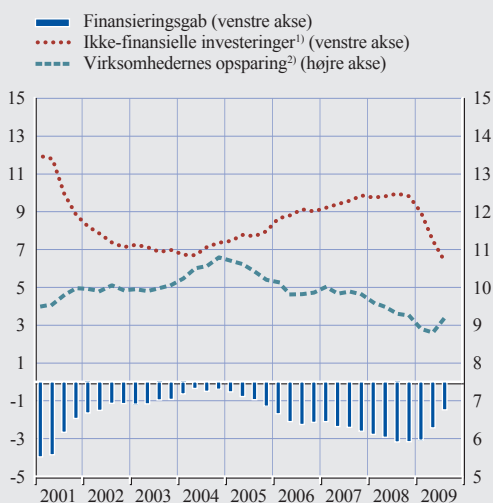
Som følge af en kraftigere nedgang i investeringerne end i virksomhedernes opsparing i forhold til BNP indsnævredes finansieringsgab (dvs.

ikke-finansielle selskabers generelle behov for at benytte eksterne finansieringskilder) i 2009 for første gang siden medio 2004 (se figur 22). Det var dog fortsat ret stort, hvilket tydede på et behov for en vis balanceomstrukturering i lyset af virksomhedernes forringede lønsomhed.

Kombinationen af moderate, men stadig positive eksterne finansieringsstrømme samt nedgangen i intern finansiering medførte yderligere stigninger til rekordhøje niveauer for de ikke-finansielle selskabers gearing i forhold til BNP og bruttooverskuddet af produktionen (se figur 23). I 3. kvartal 2009 voksede gælden i forhold til BNP til 83,1 pct. og gælden i forhold til bruttooverskuddet af produktionen til 441 pct. Denne betydelige gearing i de ikke-finansielle selskaber kan måske forklare det øgede antal misligholdelser i 2009. De markante rentefald lettede samtidig de ikke-finansielle selskabers netto-rentebyrde i løbet af 2009. Samlet set er det høje gælds niveau og den dermed forbundne rentebyrde et signal om, at euroområdets ikke-finansielle selskaber har et klart behov for yderligere balanceomstrukturering.

**Figur 22. De ikke-finansielle selskabers finansieringsgab og dets hovedkomponenter**

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



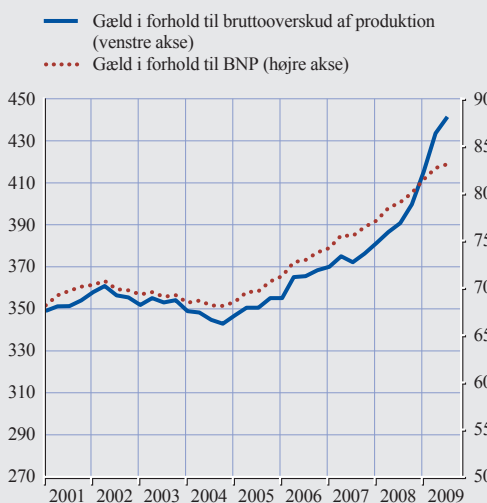
Kilde: ECB.

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

2) Inkl. nettokapitaloverførsler.

**Figur 23. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter**

(I pct.)



Kilder: ECB, Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: Gælden indrapporteres på grundlag af de kvartalsvise europæiske sektorkonti. Den omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter og pensionskassereserver frem til 3. kvartal 2009.

**Tabel 1. Prisudviklingen**

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

	2007	2008	2009	2008 4. kvrt.	2009 1. kvrt.	2009 2. kvrt.	2009 3. kvrt.	2009 4. kvrt.	2009 Nov.	2010 Dec.
<b>HICP og dets komponenter</b>										
Samlet indeks	2,1	3,3	0,3	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	0,9	1,0
Energi	2,6	10,3	-8,1	2,1	-6,1	-10,7	-11,9	-3,2	1,8	4,0
Uforarbejdede fødevarer	3,0	3,5	0,2	3,0	2,8	0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,3
Forarbejdede fødevarer	2,8	6,1	1,1	4,3	2,1	1,1	0,6	0,5	0,7	0,6
Industrivarer ekskl. energi	1,0	0,8	0,6	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3	0,4	0,1
Tjenesteydelser	2,5	2,6	2,0	2,6	2,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,4
<b>Andre pris- og omkostningsindikatorer</b>										
Producentpriser i industrien <sup>1)</sup>	2,7	6,1	-5,1	3,4	-2,0	-5,7	-7,8	-4,6	-2,9	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) <sup>2)</sup>	52,8	65,9	44,6	43,5	35,1	43,8	48,1	51,2	51,6	54,0
Råvarepriser <sup>3)</sup>	7,5	2,1	-18,5	-9,9	-29,2	-24,5	-18,8	2,8	19,0	27,1

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

1) Ekskl. byggeri.

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

3) Ekskl. energi; i euro.

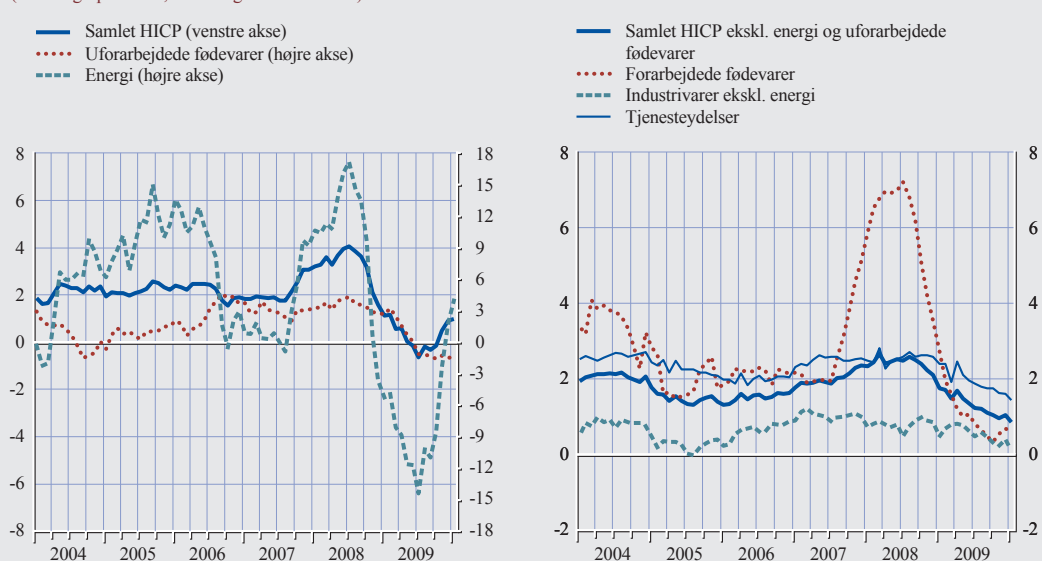
### 2.3 UDVIKLINGEN I PRISER OG OMKOSTNINGER

Den årlige HICP-inflation faldt i 2009 til 0,3 pct. i gennemsnit i forhold til 3,3 pct. i 2008 (se tabel 1). Udviklingen står i skarp kontrast til tidligere år, hvor den årlige inflation lå stabilt omkring 2,1 pct. og 2,2 pct. I perioden 1999-2009 var den gennemsnitlige HICP-inflation

2,0 pct. Den meget lave HICP-inflation i 2009 kunne i høj grad tilskrives de betydeligt lavere priser på olie og andre råvarer i forhold til de høje niveauer i 2008, og således blev inflationsstødet fra 2008 ophævet. En anden årsag var det aftagende inflationspres som følge af et markant

**Figur 24. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen**

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



Kilde: Eurostat.

fald i aktiviteten og den kraftige forværring af arbejdsmarkedet.

I 2009 begyndte den samlede årlige HICP-inflation med at falde, og derefter blev den negativ medio året for så at stige igen i 2. halvår. Denne meget svingende udvikling var, ligesom i 2008, domineret af dynamikken i råvarepriserne (især oliepriserne) og de deraf følgende basiseffekter (se figur 24). Den globale økonomiske afmatning i 2. halvår 2008 medførte et betydeligt fald i råvarepriserne fra de ekstremt høje topniveauer i sommeren 2008 til generelt lave niveauer i begyndelsen af 2009. Fra toppunktet på 4,0 pct. medio 2008 faldt den årlige HICP-inflation til 1,6 pct. i december 2008 og fortsatte med at falde i første del af 2009, primært på grund af negative basiseffekter. Inflationen blev for første gang negativ i juni 2009, og faldt til et lavpunkt på -0,7 pct. i juli 2009, hvorefter den forblev negativ frem til oktober. I årets sidste kvartal steg den årlige HICP-inflation hastigt fra lavpunktet som følge af både stigende råvarepriser og betydelige basiseffekter. Sidstnævnte var i mellemtiden blevet positive, da det pludselige fald i råvarepriserne i efteråret 2008 endelig var gledet ud af målene for den årlige inflation. Den årlige inflation blev igen positiv i november 2009 og lå på 0,9 pct. i december.

Lønvæksten aftog i 2009, efterhånden som den alvorlige forværring af situationen på arbejdsmarkedet begyndte at lægge et nedadgående pres på løn aftalerne, hvilket førte til løntilbageholdenhed og lavere bonusser. Desuden bidrog en udbredt anvendelse af ordninger med nedsat arbejdstid til at begrænse stigningen i lønsum pr. ansat. Trods det bratte fald i væksten i lønsum pr. ansat, steg enhedslønsomkostningerne kraftigt i takt med den faldende produktivitet pr. ansat. De toppede i 1. kvartal 2009. Marginerne blev således indsnævret, da producenterne opkrævede lavere salgspriser, og avancerne faldt på grund af mængde- og margineffekter.

Forbrugernes opfattelse af inflationen og forventninger på kort sigt, som toppede i 2008, faldt hurtigt til meget lave niveauer i 2009. Alligevel lå de langsigtede forventninger ifølge kon-

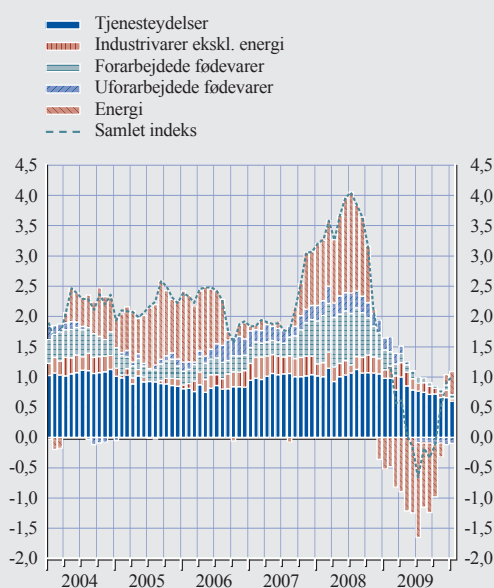
junkturbaremetrene meget stabilt, hvilket viste, at forventningerne fortsat var fast forankret i ECBs målsætning om at holde inflationen tæt på, men under 2 pct. på mellemlangt sigt.

### MIDLERTIDIGT NEGATIV HICP-INFLATION PÅ GRUND AF UDVIKLINGEN I ENERGI- OG FØDEVAREPRISERNE

De store udsving i råvarepriserne var en af hovedårsagerne til de markante bevægelser i HICP-inflationen i euroområdet i 2009. Det bratte fald i HICP-inflationen i euroområdet fra toppunktet på 4,0 pct. i juli 2008 til lavpunktet på -0,7 pct. i juli 2009 og den efterfølgende stigning til 0,9 pct. i december 2009 kunne især tilskrives den hidtil usete volatilitet i de globale priser i 2008 og 2009. Energi-, industri- og fødevareråvarepriserne faldt kraftigt fra toppunktet i sommeren 2008 til et rekordlavt niveau i vinteren 2008-09 for derefter at stige igen – for de flestes vedkommende – hen imod slutningen af 2009. Det generelle fald i HICP-inflationen i 2009 var dog også påvirket af den tydelige

Figur 25. De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen

(Bidrag i procentpoint år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

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



disinflationære effekt af en økonomisk afmatning med en gradvis nedgang i mange af HICP-komponenterne (se figur 25).

Det markante udsving i energikomponenten, som har en vægt på 9,6 pct. i det samlede HICP, afspejlede tydeligt ændringen i brændstofpriserne (fx benzin, diesel og fyringsolie) som følge af de globale oliepriser kombineret med den forsinkede reaktion i energikomponenterne ekskl. olie (fx el og gas) i forhold til udviklingen i råoliepriserne. Oliepriserne (beregnet i euro) nåede et lavpunkt i december 2008 efter at være faldet fra rekordniveauet i juni 2008 og steg derefter halvvejs op igen frem til december 2009. I den sammenhæng, og hvis der tages højde for det forsinkede gennemslag i energipriserne ekskl. olie, nåede den årlige ændring i HICP-energipriserne bunden med -14,4 pct. i juli 2009, hvor stærke basiseffekter satte ind samtidig med midlertidigt lave energipriser. Derefter steg den til 1,8 pct. i december 2009. Energipriserne ekskl. olie medførte stadig et nedadgående pres på inflationen i 2. halvår.

Stigningerne i fødevarerpriserne i euroområdet aftog støt i løbet af 2009 og blev negative i 2. halvår – det laveste niveau siden dataseriens begyndelse i 1990. Denne disinflation skyldtes tidligere fald i råvarepriserne på fødevarer i en situation med svag efterspørgsel fra forbrugerne. Den årlige vækst i komponenten forarbejdede fødevarer i HICP nåede et rekordhøjt niveau på 7,2 pct. i juli 2008 kraftigt påvirket af stigende globale priser på landbrugsråvarer såsom brød og kornprodukter, mejeriprodukter samt olier og fedtstoffer. Derefter sås en aftagende tendens til 0,7 pct. ultimo 2009, hvor priserne på disse råvarer faldt på globalt plan, og transportomkostningerne faldt. Generelt steg priserne på forarbejdede fødevarer med 1,1 pct. i gennemsnit i 2009 sammenlignet med pris-hoppet på 6,1 pct. i 2008. Prisstigningerne på uforarbejdede fødevarer aftog ligeledes kraftigt i 1. halvår 2009, hvorefter de blev negative i 2. halvår. Den faldende tendens kan kun til dels tilskrives vejrelaterede påvirkninger af priserne på frugt og grønt. Den skyldes også aftagende kødprisstigninger som følge af faldende

foderpriser på de globale markeder efter den markante stigning i 2008.

HICP-inflationen ekskl. energi og (forarbejdede og uforarbejdede) fødevarer har vist et gradvist fald siden medio 2008. Det skyldes primært den aftagende effekt af indenlandske faktorer, herunder faldende lønninger og avancetillæg, men også i en vis udstrækning gennemslaget fra faldende råvarepriser.

Priserne på industrivarer ekskl. energi steg i gennemsnit med 0,6 pct. i 2009, hvilket var en lille nedgang i forhold til 0,8 pct. i 2008 og 1 pct. i 2007. Den gradvise afdæmpning siden begyndelsen af 2008 blev mere udtalt i sommeren 2009, og den årlige inflation i denne HICP-komponent lå på 0,4 pct. i december 2009. Det seneste fald i vækstraterne kan tilskrives et større spektrum af faktorer end tidligere. Ud over aftagende inflation for varige forbrugsgoder, som lå på et historisk lavpunkt på -1,1 pct. i september 2009 – især fordi bilforhandlere tilbød store rabatter – begyndte prisstigningerne på ikke-varige forbrugsgoder at aftage fra 2. halvår 2009. Dermed blev den opadgående tendens gennem mere end tre år vendt, efterhånden som virksomhedernes "pricing power" faldt.

Prisstigningerne for tjenesteydelser, den mindst påvirkelige HICP-komponent, som stort set havde ligget stabilt på et forholdsvis højt niveau på omkring 2,6 pct. i det meste af 2008, begyndte også at aftage i 2009 og lå på 1,6 pct. ved udgangen af 2009 som følge af svag efterspørgsel og skarp konkurrence blandt virksomhederne. På et mere disaggregeret plan skyldtes de faldende prisstigninger for tjenesteydelser primært bidrag fra fritidstjenesteydelser – især restauranter og cafeer, charterrejser og indkvartering, som viste negativ inflation i 2. halvår – og i mindre udstrækning transporttjenester. Bidrag fra sidstnævnte var næsten udelukkende i personbefordring med fly. Til gengæld er det negative bidrag fra faldende priser for kommunikationstjenester over en lang periode blevet en smule mindre på det seneste.

## PRODUCENTPRISERNE FALDT I 2009

I en situation med en verdensomspændende økonomisk afmatning og lavere råvarepriser i kølvandet på et betydeligt inflationsstød opstod et alvorligt nedadrettet prispres i forsyningskæden, hvilket medførte et fald i producentpriserne på en lang række produkter. I første omgang blev de tidlige produktionsstadier berørt i slutningen af 2008 og i 2. halvår 2009 de senere produktionsstadier. Denne markante kontrast i forhold til de meget høje stigninger i producentpriserne i sommeren 2008 skal ses på baggrund af lavere råvarepriser og lavere efterspørgsel efter produktionsfaktorer (både kapital og arbejdskraft). Det nedadrettede prispres aftog noget i slutningen af året, hvor aktiviteten og de globale råvarepriser steg.

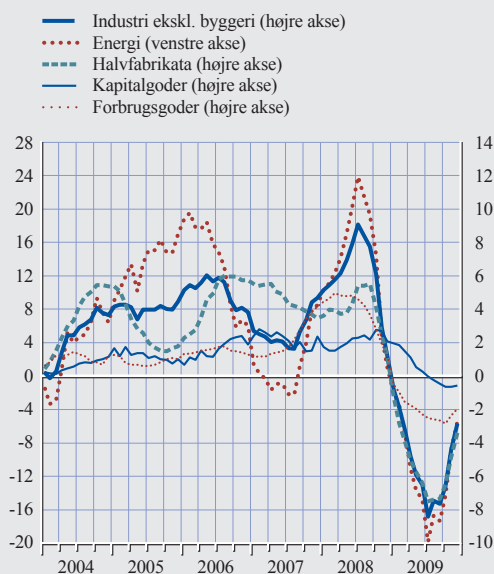
Den årlige ændring i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeri) i euroområdet var i gennemsnit -5,1 pct. i 2009 i forhold til +6,1 pct. i 2008. Efter et dyk fra det historiske toppunkt på 9,1 pct. i juli 2008 til et lavpunkt på -8,4 pct. i juli 2009 kom inflationen i producentpriserne op på -2,9 pct. år-til-år i december 2009, hovedsagelig på grund af udviklingen i energipriserne. Den årlige ændring i producentpriserne på energi nåede bunden på -20,0 pct. i juli 2009 og lå på -5,1 pct. i december 2009.

Den årlige vækst i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeri og energi) faldt til -2,3 pct. i december 2009 i forhold til toppunktet på 4,3 pct. i juli 2008. Dette dyk var især udtalt for halvfabrikata, men slog i mindre grad igennem på forbrugsgoder og med en vis forsinkelse på kapitalgoder (se figur 26).

Prisstigningerne på halvfabrikata aftog fra toppunktet på 5,5 pct. i september 2008 til et lavpunkt på -7,6 pct. i juli 2009 under (forsinket) indflydelse af faldende priser på industrielle råvarer og energi samt effekten af lavere kapacitetsudnyttelse og øget konkurrence. I 2. halvår medførte stigningen i råvare- og oliepriserne en stabilisering i priserne på halvfabrikata, hvor de årlige prisfald gradvis aftog, til dels på grund af positive basiseffekter.

Figur 26. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien

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



Kilde: Eurostat.

Længere nede i produktionskæden fortsatte stigningerne i producentpriserne på forbrugsgoder med at aftage kraftigt. Ændringerne i disse priser havde toppet på 5,0 pct. i marts 2008 (det højeste niveau siden indførelsen af ØMUen i 1999) i kølvandet på inflationsstødet fra det globale efterspørgselspres på fødevarerpriserne. Den årlige vækst i priserne på forbrugsgoder lå på -1,9 pct. i december 2009, men var -0,3 pct. ekskl. tobak og fødevarer. Udsvingene i den årlige vækst i producentpriserne på kapitalgoder var ikke så kraftige og haltede bagefter andre komponenter i indekset. Den årlige inflation i kapitalgoder faldt til nul midt i 2009 og var med -0,6 pct. blevet negativ i december 2009, efterhånden som omkostningerne aftog, ordrebøgerne blev tømt på baggrund af et markant fald i efterspørgslen, og konkurrencen blev skærpet.

Generelt medførte den svage efterspørgsel i euroområdet og resten af verden betydeligt mere konkurrenceprægede markedsforhold på de forskellige produktionsstadier. Denne konkurrence kombineret med lavere råvarepriser globalt blev afspejlet i omfattende meldinger om faldende producentpri-

**Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger**

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

	2007	2008	2009	2008 4. kvrt.	2009 1. kvrt.	2009 2. kvrt.	2009 3. kvrt.	2009 4. kvrt.
Aftalt løn	2,1	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Samlede timelønsomkostninger	2,5	3,5	.	4,4	3,8	4,3	3,2	.
Lønsum pr. ansat	2,5	3,2	.	3,0	1,9	1,6	1,4	.
<i>Memoposter:</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	1,0	-0,2	.	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0	.
Enhedslønsomkostninger	1,6	3,5	.	4,8	5,9	4,8	3,5	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.

ser – i både input- og outputpriser – i både fremstillings- og servicesektoren.

#### ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGERNE FALDT MARKANT

Indikatorer for arbejdskraftsomkostningerne i euroområdet tyder på en betydelig afdæmpning i 2009 efter en stigning til et toppunkt i 2008, som fulgte efter flere år med en mere beskedne lønudvikling. I forbindelse med det markante fald i antallet af arbejdstimer var der dog en tydelig divergens mellem indikatorerne, hvad angår graden af afdæmpning.

Den årlige vækst i aftalt løn faldt kraftigt i 2009 til 2,1 pct. i 4. kvartal 2009. I de seneste år havde den svinget mellem 2,1 pct. og 2,3 pct., inden den nåede et toppunkt på 3,6 pct. i 4. kvartal 2008 (se tabel 2). Denne indikator afspejler den vigtigste lønkomponent, som er aftalt på forhånd gennem kollektive overenskomster. Nedgangen kan formentlig tilskrives arbejdstagerenes forringede forhandlingsposition som følge af den kraftige konjunkturedgang, den deraf følgende forværring af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet, den store stigning i ledigheden samt det betydelige fald i inflationen. I betragtning af en årlig BNP-vækst for euroområdet på -4,0 pct. i 3. kvartal 2009 (se tabel 3 i afsnit 2.4 i dette kapitel) ser det ud til, at aftalt løn kun delvis har tilpasset sig den økonomiske afmatning.

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat brød med den opadgående tendens endnu tidligere end aftalt løn. Den toppede på 3,6 pct. i 3. kvartal 2008 og aftog

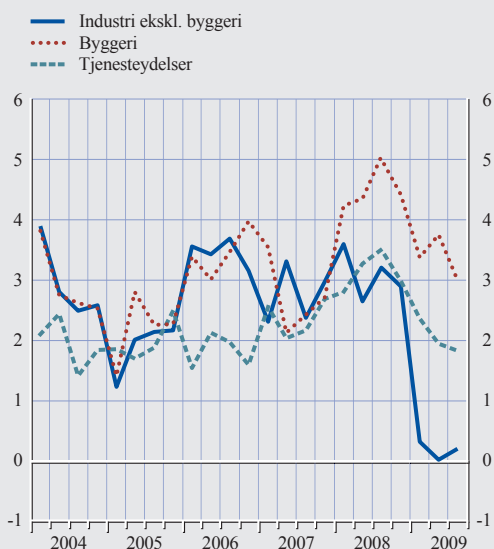
derefter hurtigere til 1,4 pct. i 3. kvartal 2009, hvilket var den laveste vækstrate siden ØMUens indførelse. Det mere udprægede fald i denne indikator for arbejdskraftsomkostninger sammenlignet med aftalt løn (lønagliding) var en konsekvens af, at lønsum pr. ansat indeholder fleksible lønelementer som fx bonusser – som ifølge observationer blev reduceret kraftigt. Desuden blev lønsum pr. ansat automatisk påvirket af kortere arbejdstid, som mange virksomheder indførte under den økonomiske afmatning.

Selv om alle landene generelt oplevede aftagende vækst i lønsum pr. ansat, tyder sektorfordelingen på markante forskelle. Der sås et særligt stort fald i industrien ekskl. byggeri – som ofte indførte nedsat arbejdstid – hvor væksten i lønsum pr. ansat faldt til nul medio året. Væksten i lønsum pr. ansat i byggesektoren forblev derimod høj på 3,0 pct. i 3. kvartal 2009, navnlig som følge af visse effekter af sammensætningen, hvor afskedigelser især ramte lavtlønnede, selv om der var markante regionale forskelle (se figur 27).

I modsætning til lønsum pr. ansat var den årlige vækst i timelønsomkostningerne fortsat høj, men aftog betydeligt i forhold til toppunktet på 4,4 pct. i 4. kvartal 2008. Den mere vedvarende vækst afspejlede grundlæggende, at antal arbejdstimer pr. ansat faldt med næsten 2 pct. i året frem til 3. kvartal 2009, og at en reduktion i antal arbejdstimer ofte ledsages af et mindre end proportionelt fald i lønnen (se boks 5). Væksten i timelønsomkostninger år-til-år oversteg derfor væksten i aftalt løn på trods af effekten af de lavere bonusser. Stigningerne år-til-år

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

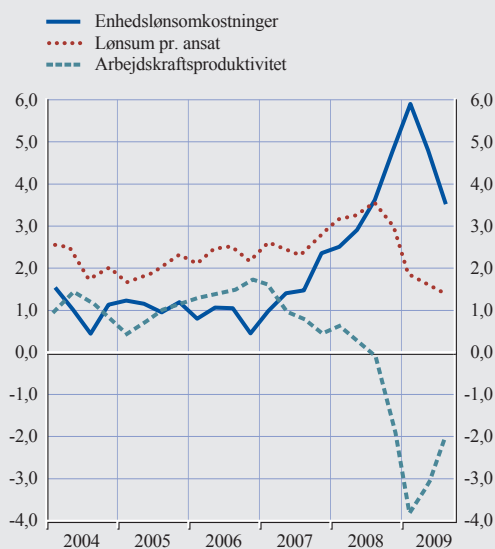
(Ændring i pct. år/år; kvartalsvise observationer)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

**Figur 28. Lønøkonomier i euroområdet**

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



Kilde: Eurostat.

i timelønsomkostninger var højest i industrisektoren, hvor muligheden for fleksibel arbejdstid anvendes mest.

I lyset af aktivitetsnedgangen havde mange virksomheder i euroområdet udnyttet arbejdskraft, hvilket medførte et kraftigt fald i arbejdsproduktiviteten, udtrykt som produktion pr. beskæftiget. Da væksten i lønsum pr. ansat reagerede langt mindre udtalt på afmatningen, steg enhedslønsomkostningerne hurtigt til et topunkt på 5,9 pct. år-til-år i 1. kvartal 2009. Denne stigning påvirkede avancerne kraftigt. Væksten i enhedslønsomkostningerne aftog til 3,5 pct. i 3. kvartal 2009, efterhånden som konjunktoreffekterne begyndte at vende. Dette mønster for væksten i enhedslønsomkostningerne var primært påvirket af den årlige vækst i arbejdsproduktiviteten, som faldt til -0,2 pct. i gennemsnit i 2008 (sammenlignet med en vækst på ca. 1-1,5 pct. i 2006-07) og derefter nåede bunden i 1. kvartal 2009 med et fald på 3,8 pct. år-til-år. Faldet lå på 2,0 pct. i 3. kvartal 2009 på baggrund af øget produktion, mens afskedigelserne fortsatte (se figur 28).

## AVANCER

Overskudsgraden begyndte at falde hurtigt i takt med, at enhedslønsomkostningerne steg. De globale salgspriser kom under pres, som det ses i den årlige vækst i BNP-deflatoren, der faldt kraftigt fra 2,3 pct. medio 2008 til 0,9 pct. i 3. kvartal 2009 (se figur 29). En indikator for det generelle avancetillæg, udtrykt som forskellen mellem væksten i BNP-deflatoren og i enhedslønsomkostningerne, tyder på et markant fald i overskudsgraden med 3,5 procentpoint i de første tre kvartaler af 2009 sammenlignet med et fald på 1,3 procentpoint i 2008.

I den forbindelse er virksomhedernes bruttodriftsresultat faldet med 11 pct. år-til-år i de tre første kvartaler af 2009. Det skyldtes i stort set lige mål mængdeeffekten af nedgangen i den økonomiske aktivitet samt effekten på marginerne af faldet i fortjeneste pr. produktionsenhed.

## PRISER PÅ BOLIGER OG ERHVERVSEJENDOMME FALDT

Boligpriserne i euroområdet, som ikke indgår i HICP, faldt i 1. halvår 2009 efter en aftagende tendens siden 2. halvår 2005. Ifølge de seneste skøn faldt boligpriserne for euroområdet som helhed ca. 2,4 pct. år-til-år i 1. halvår 2009 efter at være steget med 2,8 pct. i 1. halvår 2008 og med 0,8 pct. i 2. halvår 2008 (se figur 30). De landespecifikke tal bekræfter, at faldet i boligpriserne i euroområdet var relativt bredt funderet trods store forskelle både på tværs af lande og på tværs af regioner i de enkelte lande. Boligpriserne, som var begyndt at falde i Irland i 2. halvår 2007 og på Malta i 1. halvår 2008, faldt igen markant i disse lande i 1. halvår 2009. Desuden faldt boligpriserne kraftigt i Spanien, Frankrig, Slovenien og Finland i 1. halvår 2009. Til gengæld steg de i Italien, Portugal og Østrig i 1. halvår 2009. I Tyskland viste tallene kun små boligprisfald i 2009 efter en periode med beskedne stigninger.

Kapitalværdierne af erhvervsejendomme i euroområdet er faldet siden begyndelsen af 2008, hvilket stemmer overens med den opfat-

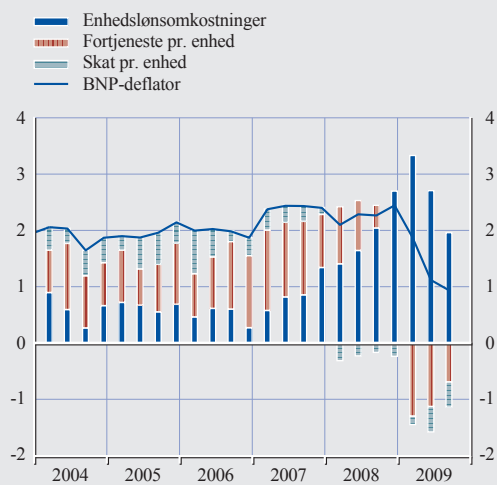
telse, at erhvervsejendomsværdierne i euroområdet har været mere konjunkturfølsomme end boligpriserne i de seneste 10 år. Forværringen af erhvervsejendomsmarkedet i euroområdet har været temmelig bredt funderet. Alle eurolande, som der findes tal for, har noteret fald i kapitalværdierne af kvalitetsejendomme siden 4. kvartal 2008. I gennemsnit har prisfald år-til-år ligget mellem 10 pct. og 13 pct. i de seneste kvartaler. Dette varierer dog på tværs af landene med et årligt prisfald på 50 pct. i nogle lande og beskedne prisfald i andre. Generelt er det de lande, som noterede de største prisstigninger mellem 2004 og 2007, der har oplevet de største korrektioner siden begyndelsen af 2008.

## UDVIKLING I INFLATIONSFORVENTNINGERNE

Information fra Consensus Economics, Euro Zone Barometer og ECB Survey of Professional Forecasters indikerer, at spørgeskemabaserede langsigtede inflationsforventninger (fem år frem) fortsat er tæt på 2,0 pct. Ifølge ECB Survey of Professional Forecasters forblev de gennemsnitlige punkttestimater for inflationen i 2014, udarbejdet af de prognosemagere, ECB

Figur 29. Fordeling af BNP-deflator

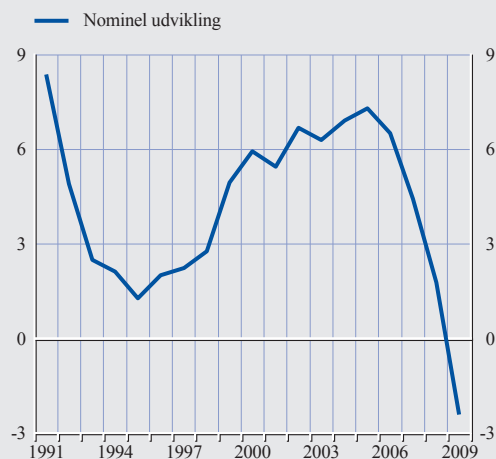
(Ændring i pct. år/år; procentpoint)



Kilde: Eurostat.

Figur 30. Boligprisudviklingen i euroområdet

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



Kilde: ECBs beregninger baseret på ikke-harmoniserede nationale observationer.  
Anm.: 2009-observationer vedrører 1. halvår 2009.

har spurgt, inden for en snæver korridor på 1,9-2 pct. i hele 2009. Desuden lå "break-even"-inflationen afledt af indeksoptioner og tilsvarende vækstrater udledt af indekserede swaprenter i euroområdet (ved anvendelse af implicite 5-årige forwardrenter fem år frem) fortsat inden for et interval mellem 2,2 pct. og 2,7 pct. i 2009. Som nævnt i afsnit 2.2 i dette kapitel kan disse markedsbaserede mål til tider give et forvrænget signal, og forvrængninger som følge af likviditetsproblemer synes at have haft en betydelig effekt på disse mål i det seneste år. Alt i alt tyder både undersøgelserne og de markedsbaserede indikatorer fortsat på en begrænset risiko for, at inflationsforventningerne ikke forbliver forankrede.

## 2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

### HISTORISK KRAFTIGT FALD I EUROOMRÅDETS BNP I 2009

Væksten i realt BNP i euroområdet aftog med 4,0 pct. i 2009 efter den bratte nedgang i væksten fra 2,7 pct. i 2007 til 0,5 pct. i 2008 (se tabel 3).

Den voldsomme nedgang – langt den største, der nogensinde er registreret – skyldtes hovedsagelig det meget kraftige fald i produktionen i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009, hvilket afspejlede fornyet uro på de finansielle markeder, øget usikkerhed og en historisk kraftig nedgang i den globale aktivitet og efterspørgsel. Virksomhederne reagerede på de pludseligt forringede forretningsudsigter, den hurtige nedgang i ordrebeholdningerne samt dyrere og begrænset adgang til finansiering ved at udskyde udvidelsesplaner

**Tabel 3. S sammensætningen af vækst i realt BNP**

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

	Årlig vækst <sup>1)</sup>								Kvartalsvis vækst <sup>2)</sup>				
	2007	2008	2009	2008 4. kv.	2009 1. kv.	2009 2. kv.	2009 3. kv.	2009 4. kv.	2008 4. kv.	2009 1. kv.	2009 2. kv.	2009 3. kv.	2009 4. kv.
Realt bruttonationalprodukt	2,7	0,5	-4,0	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1
heraf:													
Indenlandsk efterspørgsel <sup>3)</sup>	2,4	0,6	.	-0,5	-3,2	-3,4	-3,2	.	-0,8	-2,0	-0,7	0,4	.
Privat forbrug	1,6	0,4	.	-0,7	-1,3	-0,9	-1,0	.	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	.
Offentligt forbrug	2,3	2,0	.	2,4	2,5	2,5	2,5	.	0,6	0,6	0,6	0,6	.
Faste bruttoinvesteringer	4,7	-0,7	.	-5,8	-11,5	-11,7	-11,4	.	-4,0	-5,4	-1,6	-0,8	.
Lagerændringer <sup>4)</sup>	0,0	0,1	.	0,6	-0,5	-0,8	-0,6	.	0,2	-0,8	-0,6	0,5	.
Nettoeksport <sup>3)</sup>	0,4	0,0	.	-1,3	-1,8	-1,5	-0,9	.	-1,1	-0,5	0,6	0,1	.
Eksport <sup>5)</sup>	6,3	0,8	.	-6,9	-16,6	-17,2	-13,5	.	-7,2	-8,6	-1,2	3,1	.
Import <sup>5)</sup>	5,5	0,9	.	-4,0	-12,8	-14,3	-11,8	.	-4,8	-7,4	-2,8	3,0	.
Real bruttoværditilvækst													
heraf:													
Industri ekskl. byggeri	2,4	-0,9	.	-7,6	-16,6	-17,1	-13,6	.	-6,4	-8,3	-1,5	2,3	.
Byggeri	2,2	-0,8	.	-3,4	-5,9	-4,7	-4,2	.	-1,8	-1,0	-0,7	-0,8	.
Markedsrelaterede tjenesteydelser <sup>6)</sup>	3,9	1,2	.	-0,7	-2,9	-2,9	-2,7	.	-1,1	-1,5	0,0	-0,0	.

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

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

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

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

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier; bidrag til væksten i realt BNP; i procentpoint.

5) Eksport og import dækker varer og tjenesteydelser og inkluderer grænseoverskridende handel inden for euroområdet. Handel inden for euroområdet fratrækkes ikke i tallene for import og eksport i nationalregnskaberne. Disse observationer er derfor ikke direkte sammenlignelige med betalingsbalanceobservationer.

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

og skære ned på investeringerne. Husholdningerne satte opsparingen i vejret på grund af øget usikkerhed som følge af forringede beskæftigelsesudsigter på kort sigt og tab på porteføljerne. BNP faldt således med sammenlagt 4,4 pct. i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009. Produktionen stabiliseredes stort set i 2. kvartal 2009 og steg igen i 2. halvår – dog noget mere behersket og fra et meget lavt udgangspunkt – efterhånden som de finansielle forhold bedredes, og udenrigshandlen begyndte at vokse igen.

#### NEDGANGEN I BNP SKYLDTES PRIMÆRT UDVIKLINGEN I DEN PRIVATE SEKTORS KAPITALUDGIFTER OG UDENRIGSHANDLEN

Den kraftigt aftagende efterspørgsel i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009 skyldtes overvejende udviklingen i de private kapitaludgifter og den internationale handel, mens de offentlige udgifter (både forbrug og kapitaludgifter) fortsat voksede, og nedgangen i det private forbrug var mere behersket. De forringede forhold uden for euroområdet fra medio 2008 udviklede sig til en alvorlig konjunkturedgang, efter den finansielle krise spidsede til i årets sidste

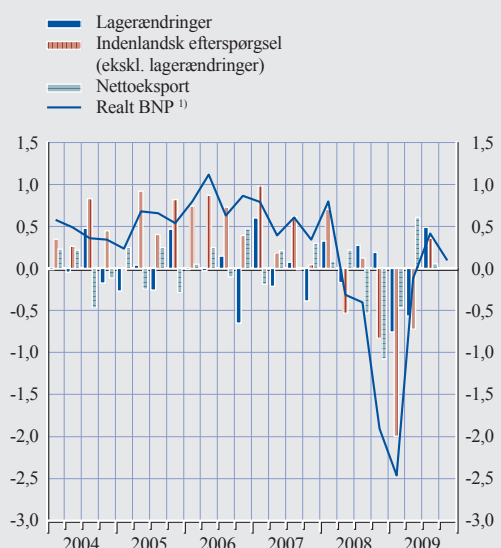
kvartal, med afdæmpet vækst i de udviklede økonomier og vækstøkonomierne. Virksomhederne forsøgte at holde igen i hele den globale forsyningskæde ved at stille handler i bero og udskyde leverancer, hvilket medførte et særligt kraftigt fald i eksporten i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009. Virksomhederne skar på den baggrund voldsomt ned på kapitaludgifterne, både anlægsinvesteringerne og lagerbeholdningerne. Den markante nedgang på boligmarkederne affødte ligeledes et yderligere fald i husholdningernes investeringer. En række regeringstiltag inden for rammerne af den europæiske økonomiske genopretningsplan samt øget disinflation understøttede dog husholdningernes indkomst og dæmpede forbrugsnedgangen (se figur 31).

Det private forbrug aftog med ca. 1 pct. i 2009 som følge af stigende opsparing af forsigtighedshensyn. Samtidig var væksten i husholdningernes disponible realindkomst stadig forholdsvis robust med 1 pct. årligt, navnlig når det tages i betragtning, hvor stor nedgangen i produktionen og dermed i euroområdet samlede disponible indkomst var. Den relative robusthed kunne især tilskrives fire faktorer. For det første aftog væksten i lønsum pr. ansat mindre markant end arbejdskraftsproduktiviteten, da lønningerne fortsat steg som følge af indgåede kollektive overenskomster (se afsnit 2.3 i dette kapitel). For det andet faldt beskæftigelsen langt mindre end produktionen, da virksomhederne holdt på arbejdskraften, især ved hjælp af statsstøttede ordninger. For det tredje styrkede finanspolitiske stimuli samt automatiske stabilisatorer i de offentlige budgetter husholdningernes disponible indkomst betydeligt i form af kraftig vækst i sociale ydelser, lavere vækst i sociale bidrag samt faldende indkomstskat. Endelig spillede den i gennemsnit meget lave inflation i 2009 også en rolle.

I lyset af øget usikkerhed, forværrede udsigter for arbejdsmarkedet, faldende finansiell formue, kreditstramning samt nedgang på boligmarkedet øgede husholdningerne imidlertid deres opsparingskvoter markant. Den steg med skønsmæssigt 1,6 procentpoint på et år, fra 14,1 pct. i 2008 til et niveau i foråret 2009, der ikke er

**Figur 31. Bidrag til kvartalsvis vækst i reall BNP**

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)

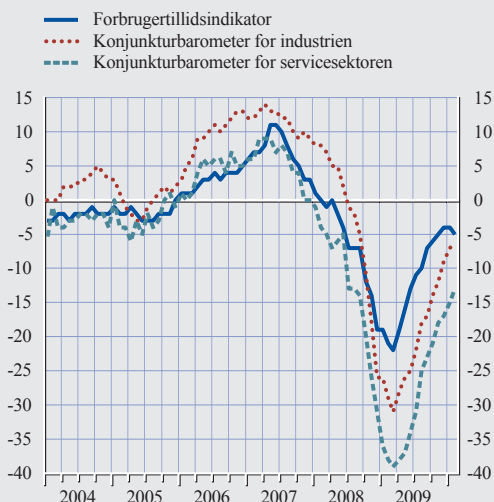


Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

**Figur 32. Konjunkturbarometre**

(Nettotal i pct.; sæsonkorrigeret)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.

Anm.: De viste tal er beregnet som afvigelser fra gennemsnittet over perioden fra januar 1985 for forbrugertillidsindikatoren og konjunkturbarometret for industrien og fra april 1995 for konjunkturbarometret for servicesektoren.

set siden toppunktet i 2002-03. I 3. kvartal 2009 aftog den sæsonkorrigerede opsparringskvote en smule. Indikatorerne for tilliden blandt forbrugere, der toppede medio 2007, faldt brat i efteråret 2008 og nåede et historisk lavpunkt i foråret 2009, hvorefter de rettede sig resten af året (se figur 32). De forværrede udsigter for arbejdsmarkedet bidrog til faldende forbrugertillid og fik husholdningerne til at holde igen med udgifterne og spare op af forsigtighedshensyn. Husholdningernes usikkerhed med hensyn til de økonomiske udsigter steg ligeledes på grund af faldende boligpriser og en kraftig nedgang i den finansielle formue, da aktiemarkedene dykkede fra et meget højt niveau. Der sås dog en begyndende vending på aktiemarkedet i 2. kvartal 2009. Udviklingen i opsparringskvoterne var meget forskellig fra region til region, hvilket peger i retning af store variationer i forholdene og tilliden inden for euroområdet, navnlig hvad angår arbejdsmarkedet.

Efter et fald på 1,3 pct. i året frem til 1. kvartal 2009 stabiliserede husholdningernes forbrug

sig generelt i resten af 2009, idet det især nød godt af statsstøtten til de forbrugere, der skrottede deres gamle bil og købte en ny. Disse midlertidige ordninger medførte en stigning i antallet af nyregistrerede personbiler i forhold til det lave niveau i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009 og bidrog til at rydde de alt for store lagre af biler, så vejen var banet for et opsving i bilproduktionen.

Væksten i det offentlige forbrug var fortsat dynamisk i 2009, idet den steg en smule i forhold til væksten på 2 pct. i 2008, eftersom de vigtigste komponenter (de offentlige lønninger samt sociale overførsler betalt i naturalier) ikke var påvirket af konjunkturudviklingen på kort sigt. Desuden var regeringerne generelt opsatte på at støtte økonomien under recessionen.

Væksten i de samlede faste investeringer faldt kraftigt med skønsmæssigt 11 pct. i 2009 efter en beskedne nedgang i 2008 og to år med høj vækst (5,7 pct. i 2006 og 4,7 pct. i 2007). Faldet kvartal-til-kvartal var særlig udtalt i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009. I modsætning til de private investeringer var de offentlige investeringer fortsat dynamiske. Væksten tiltog endda, efterhånden som de kontracykliske beslutninger om at øge de offentlige udgifter, som regeringerne havde taget siden ultimo 2008, begyndte at gøre sig gældende.

Hvad angår komponenterne i de private investeringer, aftog boliginvesteringerne markant i 2009, nemlig ca. 10 pct., på baggrund af faldende boligpriser. Det var næsten dobbelt så meget som i 2008, hvor der også var et fald efter afslutningen på den ekspansive fase inden for boligbyggeriet i 2007. Nedgangen var generelt mest udtalt i de lande, der havde oplevet en meget stærk vækst i boligpriserne i midten af årtiet, og var særlig dyb i nogle af disse.

Virksomhedernes anlægsinvesteringer aftog endnu kraftigere end boliginvesteringerne, nemlig med ca. 14 pct. år-til-år, i modsætning til den beskedne vækst i 2008, der afspejlede et dynamisk 1. halvår. Øget usikkerhed med hensyn til fremtiden, det bratte fald i efterspørgslen, lavt



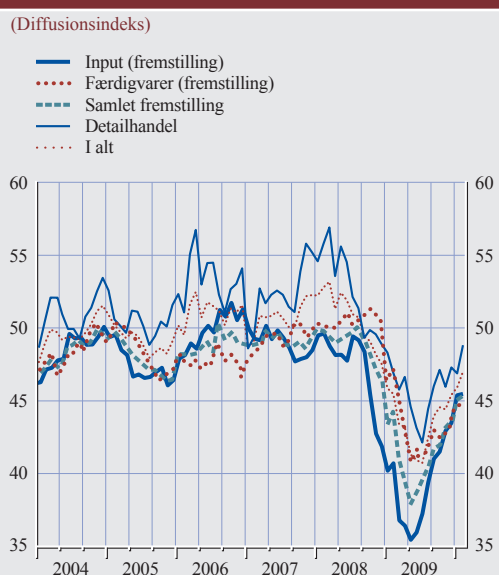
kapacitetspres og faldende avancer samt i første omgang strammere finansieringsforhold bidrog i varierende grad til den særlig kraftige nedgang i virksomhedernes investeringer.

Lagerbeholdninger, som er en anden vigtig variabel for udviklingen i virksomhedernes ikke-finansielle investeringer, var i væsentlig grad med til at understrege konjunkturedgangen. De bidrog med skønmæssigt 0,7 procentpoint til faldet i BNP for 2009 som helhed. De negative kvartalsvise bidrag til BNP-væksten var betydelige i 1. halvår 2009 (over 1,4 procentpoint af BNP), hvorimod der sås en vis stigning i 2. halvår. Virksomhederne begyndte at nedbringe detaillagre og inputlagre i fremstillingssektoren i 2. halvår 2008. Omvendt blev færdigvarelagrene i fremstillingssektoren ifølge spørgeskemaundersøgelser opbygget markant, da virksomhederne i første omgang undervurderede, hvor hurtigt efterspørgslen faldt. Dette førte sammen med en forventet yderligere nedgang i efterspørgslen og en stigning i lagerholdsom-

kostningerne til, at lagerbeholdningerne ansås for at være meget højere, end de burde være i efteråret 2008. Aftagende outputpriser (for råvarer og industrivarer) øgede omkostningerne ved at have varer liggende til et rekordhøjt niveau i efteråret 2008 og gav et stærkt incitament til at reducere lagerbeholdningerne. I et forsøg på at fastholde et optimalt forhold mellem lagerbeholdninger og salg begyndte virksomhederne at skære kraftigt ned på produktionen, og lagrene af færdigvarer begyndte således at svinde ind. Der skete en omfattende nedbringelse af alle typer lagerbeholdninger primo 2009, navnlig i 2. kvartal. I 2. halvår 2008 aftog lagernedbringelsen, idet lagerbeholdningerne hurtigt faldt til deres trendniveau og dermed understøttede væksten i BNP (se figur 33). Ultimo 2009 pegede konjunkturbarometre og observationer på, at de for store lagre stort set var nedbragt, og at lagerbeholdningerne ofte blev anset for at være tilstrækkeligt trimmet.

Euroområdet eksport af varer og tjenesteydelser aftog med ca. 13 pct. i 2009 mod en vækst på 0,8 pct. i 2008 og 6,3 pct. i 2007 (tallene inkluderer handel inden for euroområdet). De forringede forhold uden for euroområdet fra medio 2008 udviklede sig til en alvorlig konjunkturedgang i årets 4. kvartal, og efterhånden som mange handler blev stillet i bero og leverancer udskudt, førte det til en særdeles kraftig eksportnedgang. I overensstemmelse med antagelsen om, at forsyningskæden blev formindsket, blev efterspørgslen efter både halvfabrikata og kapitalgoder kraftigt påvirket. Den nominelle effektive eurokurs apprecierede samtidig markant, hvilket kan have tynget eksporten yderligere. Eksporten begyndte dog at stige igen i 2. halvår 2009, efterhånden som den økonomiske aktivitet vendte på de større eksportmarkeder, lagernedbringelsen ophørte hos handelspartnerne, og den globale forsyningskæde igen begyndte at fungere mere normalt. I årets sidste par måneder viste en række konjunkturbarometre for eksportordrer i industrien og ordrebekendelserne atter tegn på stigning. Samtidig aftog euroområdets import i 2009 (dog mindre end eksporten) som følge af faldende indenlandsk efterspørgsel. Eftersom den aftagende

**Figur 33. Lagerbeholdningerne i fremstillings- og detailsektoren (PMI)**



Kilder: Markit og ECB.  
Anm.: Samlet fremstilling er et simpelt gennemsnit af input og færdigvarer. "I alt" er et simpelt gennemsnit af samlet fremstilling og detailhandel.

eksport vejede tungest, bidrog nettohandlen i vidt omfang negativt til BNP-væksten, med knap 0,8 procentpoint i 2009 som helhed. Dette kunne tilskrives effekten (inkl. overhæng) af de store negative kvartalsvise bidrag i 2. halvår 2008 og 1. kvartal 2009 trods positive bidrag i resten af året.

### EN KRAFTIG NEDGANG I INDUSTRIPRODUKTIONEN

Hvad angår sektorfordelingen, var det overvejende industrien, der blev berørt af produktionsnedgangen – i mere udpræget grad end industriens typiske konjunkturfølsomhed til-siger – idet værditilvæksten i industrien ekskl. byggeri faldt med 15,8 pct. år-til-år i de første ni måneder af 2009. Markedsrelaterede tjenesteydelser og byggeriet faldt med henholdsvis 2,8 pct. og 4,9 pct.

Aktiviteten i fremstillingssektoren aftog kraftigt i en 6-måneders periode frem til februar 2009 og nåede lavpunktet i april 2009, 22 pct. under toppunktet i januar 2008. Herefter begyndte industriproduktionen at tiltage, om end det gik langsomt. Kapacitetsudnyttelsen i fremstillingssektoren dykkede til et rekordlavt niveau på 69,6 pct. i juli (ifølge konjunkturbarometre), dvs. et godt stykke under det langsigtede gennemsnit på 81,4 pct.

Produktionen af halvfabrikata faldt særlig brat som reaktion på opbremsningen i leverancer og lagernedbringelser i forsyningskæden. Produktionen af kapitalgoder gik ligeledes ned som følge af svagere udenlandsk efterspørgsel, aftagende indenlandske investeringer og en hurtig afvikling af uekspererede ordrer, og det samme gjorde produktionen i bilindustrien. I 2. halvår 2009 bedredes produktionen hurtigere i sektoren for halvfabrikata samt i bilindustrien (se figur 34). Navnlig i byggeriet var produktionen stadig meget lav, idet boligbyggeriet faldt yderligere. Det var særlig alvorligt i en række lande, især de lande hvor byggeriets betydning for BNP var steget kraftigt før den finansielle uro. Fremrykning af offentlige infrastrukturprojekter opvejede til en vis grad denne udvikling.

**Figur 34. Vækst i industriproduktionen og vækstbidrag**

(Vækst; bidrag i procentpoint; månedlige observationer; sæson-korrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: De viste observationer er beregnet som 3-måneders glidende gennemsnit i forhold til de tilsvarende gennemsnit 3 måneder tidligere.

Selv om produktionen af markedsrelaterede tjenesteydelser var mere robust, faldt den målt ved værditilvæksten med knap 3 pct. år-til-år. Business-to-business-tjenesteydelser kom under voksende pres, idet virksomhederne skar ned på indkøb, hvor det overhovedet var muligt, og fokuserede på væsentlige udgifter. Navnlig transportsektoren blev ramt af opbremsningen af leverancer og forstyrrelser i forsyningskæderne. Desuden sås der et voldsomt fald i beskæftigelsesrelaterede tjenesteydelser, som er meget konjunkturfølsomme. Undersøgelser tyder på, at biludlejning, reklame og rådgivningsydelser oplevede en kraftig nedgang. Derimod havde virksomheder, som beskæftigede sig med omstrukturering af firmaer, fremgang, og udlicitering af arbejde var stadig forholdsvis omfattende som følge af yderligere omkostningsbesparende tiltag. Endvidere oplevede it-relaterede tjenesteydelser en mindre kraftig tilbagegang. Forbrugerorienterede tjenesteydelser klarede sig generelt bedre, selv om mange

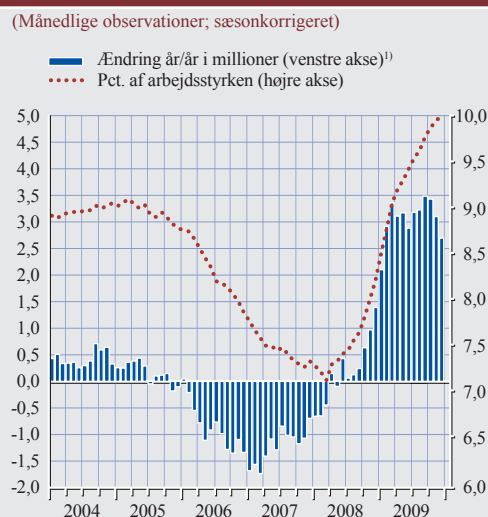
brancher rapporterede om fald. Detailhandlen var som helhed påvirket af faldende forbrug og et markant skift i efterspørgselsmønstret i retning af billigere standardvarer, hvilket førte til et dyk i efterspørgslen efter de dyrere mærkevarer.

### FORVÆRRING AF FORHOLDENE PÅ ARBEJDSMARKEDET

Arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet blev kraftigt forringet i 2009. I 2008 ophørte de foregående to års vedvarende forbedring, som havde ført til meget stramme arbejdsmarkeder og øget lønpres ultimo 2007. Nedgangen i beskæftigelsen og den deraf følgende stigning i ledigheden var samtidig betydeligt mindre udtalt end forventet i betragtning af den exceptionelt kraftige produktionsnedgang – også selv om beskæftigelsen typisk reagerer med en vis forsinkelse på konjunkturudsving. Desuden var virkningen af denne udvikling på forskellige grupper af arbejdstagere og lande ret uensartet (se boks 5).

Beskæftigelsen i euroområdet (målt i antal personer) faldt med 2,1 pct. i året frem til 3. kvartal 2009 (se tabel 4). Endvidere nedsatte virksomhederne arbejdstiden markant og benyttede sig ofte af statsstøttede ordninger med arbejdsfordeling, som det var tilfældet i Belgien, Tyskland

Figur 35. Ledighed



Kilde: Eurostat.  
 1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

og Italien. Det gennemsnitlige antal arbejdstimer pr. ansat aftog således med 2 pct. Produktiviteten pr. arbejdstime faldt kraftigt, hvilket påvirkede avancerne. Mange virksomheder foretrak at bære de begrænsede omkostninger ved at holde på arbejdskraften frem for de højere omkostninger, der er forbundet med afskedi-

Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet

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

	2007	2008	2009	2008 4. kvrt.	2009 1. kvrt.	2009 2. kvrt.	2009 3. kvrt.	2009 4. kvrt.
Arbejdsstyrke	0,8	0,8	.	0,1	0,1	0,1	-0,1	.
Beskæftigelse	1,8	0,7	.	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	.
Landbrug <sup>1)</sup>	-1,5	-1,4	.	0,1	-0,8	-0,8	-1,1	.
Industri <sup>2)</sup>	1,3	-0,8	.	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	.
- Ekskl. byggeri	0,3	-0,1	.	-1,1	-1,5	-1,8	-1,6	.
- Byggeri	3,8	-2,2	.	-2,2	-2,3	-1,4	-2,0	.
Tjenesteydelser <sup>3)</sup>	2,1	1,4	.	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	.
<b>Arbejdsløshedsprocent <sup>4)</sup></b>								
I alt	7,5	7,5	9,4	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9
Under 25 år	14,9	15,4	19,6	16,6	18,2	19,3	20,0	20,8
25 år og derover	6,6	6,6	8,2	7,0	7,7	8,1	8,4	8,7

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

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

3) Ekskl. ekstraterritoriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

gelse af medarbejderne (fx tab af humankapital eller fratrædelsesgodtgørelser). Produktivtetsvæksten bedredes kun en smule i 2. halvår. Arbejdskraftsproduktiviteten, målt som BNP divideret med den samlede beskæftigelse, gik

markant ned med næsten 2,2 pct. i gennemsnit i 2009.

Sektorfordelingen viser, at beskæftigelsen i byggeriet fortsat aftog, med 7,9 pct. på årsba-

## Boks 5

### BESKÆFTIGELSESDUDVIKLINGEN I EUROOMRÅDET I 2009

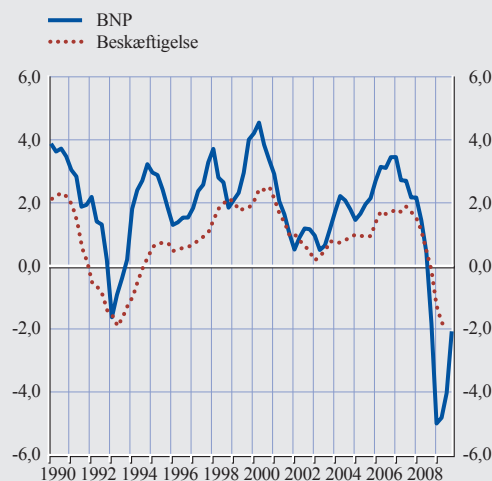
Efter en aftagende beskæftigelsesvækst i 2008 forværredes arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet i 2009, idet den økonomiske vækst faldt, og ledigheden begyndte at stige hurtigere. I denne boks gennemgås beskæftigelsesudviklingen i euroområdet i 2009 samt de forskelle, der gør sig gældende blandt medlemslandene og for forskellige grupper på arbejdsmarkedet.

Udviklingen i arbejdsmarkedstal følger generelt udviklingen i den økonomiske aktivitet med en vis forsinkelse (se figur A). Primo 2009 var der flere og flere tegn på, at virkningerne af konjunkturedgangen, der i første omgang havde medført et kraftigt og brat fald i beskæftigelsen i byggeriet, begyndte at sprede sig til økonomien som helhed, navnlig industrien og i mindre omfang den private servicesektor (se figur B). I sommeren 2009 sås det største beskæftigelsesfald siden 2. kvartal 1993.

Nedgangen på arbejdsmarkedet synes at være gået hårdt ud over flere grupper – navnlig de unge, midlertidigt beskæftigede og de lavtuddannede (se figur C). Det markante fald i beskæftigelsesvæksten for unge har medført en betydelig stigning i ungdomsarbejdsløsheden i hele euroområdet, der nu ligger på det højeste niveau siden november 1997. Beskæftigelsen for arbejdstagere på tidsbegrænsede kontrakter var allerede begyndt at falde markant i 2008, men tendensen blev meget mere udtalt primo 2009. Fastansatte arbejdstagere har indtil videre været mindre påvirket af udviklingen, bl.a. fordi de generelt har større beskyttelse i ansættelsen.<sup>1</sup> De lavtuddannede arbejdstagere oplevede også et dyk i beskæftigelsen. Dette udviklingsmønster er til en vis grad typisk for recessioner, men giver anledning til stor bekymring med hensyn til tab af kompetencer, en mulig hystereseffekt og endelig et potentielt produktionstab, hvis de arbejdsløse bliver afskrækket af beskæftigelsesudsigterne og trækker sig helt ud af arbejdsmarkedet, eller

Figur A. BNP og beskæftigelsesvækst i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

<sup>1</sup> Se også boksen "Arbejdsmarkedsjusteringer under den nuværende konjunkturedgang" og boksen "Sammensætningen af den seneste nedgang i beskæftigelsen i euroområdet" i henholdsvis Månedsoversigten for juni 2009 og Månedsoversigten for september 2009.

hvis humankapitalinvesteringer i unge eller lavtuddannede arbejdstagere udskydes eller påvirkes negativt.

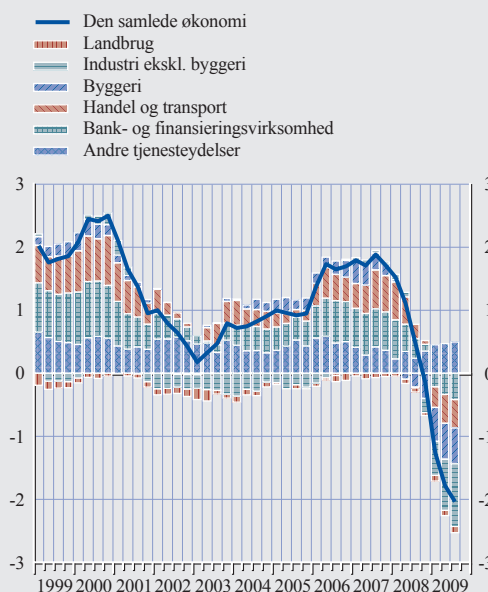
### Ændringer i det samlede antal arbejdstimer

Beskæftigelsesnedgangen var ikke det eneste tegn på en kraftig reduktion i efterspørgslen efter arbejdskraft. I 2. kvartal 2009 oplevede euroområdet det største fald år-til-år i det samlede antal arbejdstimer siden seriens start (2001). En stor del af faldet skyldtes kraftige reduktioner i det samlede antal beskæftigede (især tab af fuldtidsstillinger) i euroområdet medio 2009, mens en tilsvarende andel stammede fra en betydelig reduktion i det gennemsnitlige ugentlige antal arbejdstimer for de beskæftigede (se figur D).<sup>2</sup> Ordninger med tilpasning af antal arbejdstimer har i vid udstrækning været anvendt i den private sektor, understøttet af de tiltag, som regeringerne har indført eller forlænget for at beskytte arbejdspladser under konjunkturedgangen. Sådanne tiltag kan være nyttige på kort sigt, da de hjælper virksomheder, der er usikre på, hvor langvarig eller dyb konjunkturedgangen bliver, til at fastholde deres ansatte, og derved undgå dyre tab af humankapital og arbejdsløshed. Men der er risici forbundet med en længerevarende anvendelse af sådanne ordninger, navnlig hvis de forhindrer en effektiv omfordeling af ressourcerne mellem sektorerne efter mange års ubalancer.

2 Dataene er taget fra undersøgelsen af den europæiske arbejdsstyrke (European Labour Force Survey), da der ikke foreligger nogen kvartalsvise aggregater for euroområdet fra nationalregnskaberne. Ændringer i antal arbejdstimer udledt af nationalregnskaberne på basis af indsamling af foreliggende data fra de tre største økonomier i euroområdet er nærmere beskrevet i boks 7, "Den seneste udvikling i produktiviteten i euroområdet", i Månedsoversigten for december 2009.

**Figur B. Beskæftigelsesvækst i euroområdet og sektorbidrag**

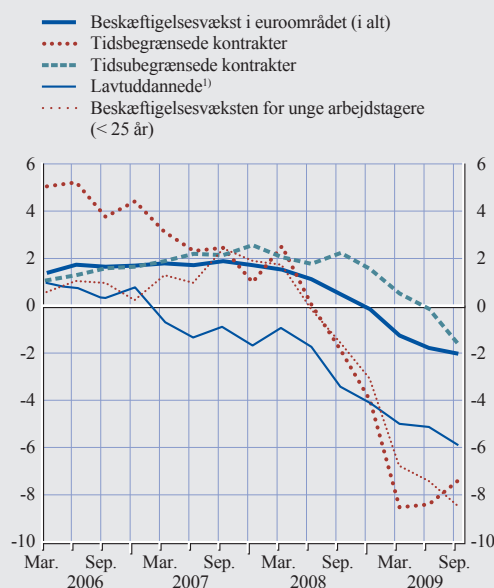
(Ændring i pct. år/år; bidrag i procentpoint)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

**Figur C. Beskæftigelsesvækst for udvalgte grupper**

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Lavtuddannede defineres som arbejdstagere med folkeskoleeksamen eller tilsvarende.

## Udviklingen i ledigheden

Allerede i foråret 2008 var ledigheden begyndt at vokse, men udviklingen tog fart primo 2009, og stigningen i antallet af ledige var rekordhøj i årets 1. kvartal. Selv om stigningen blev mere afdæmpet i de efterfølgende måneder, fortsatte det kvartalsvise tab af arbejdspladser på et niveau, der hidtil var uset i euroområdet. Ultimo 2009 var ledigheden i euroområdet således nået op på 10 pct. – den højeste ledighed i et årti. Der var desuden fortsat store forskelle mellem landene. Adskillige eurolande (navnlig Irland og Spanien) havde en forholdsvis stor vækst i den nationale ledighed, mens andre (navnlig Tyskland og Italien) kun oplevede en ret beskeden stigning trods den relativt kraftige nedgang i produktionen.<sup>3</sup>

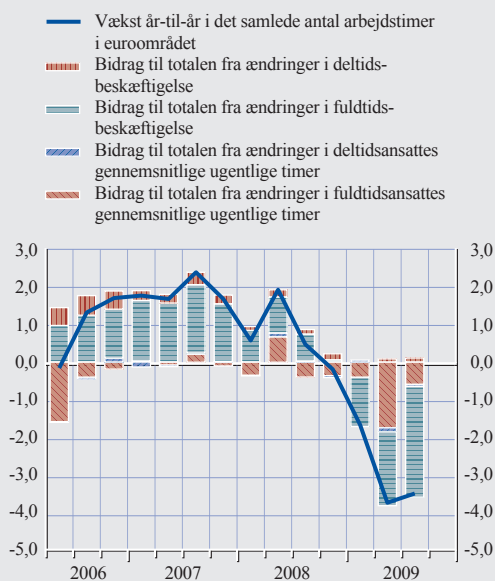
Den markante forskel mellem landene kan uden tvivl delvis tilskrives følgerne af den kraftige tilpasning til den tidligere boble inden for byggeriet, hvor Irland og Spanien er blevet særlig hårdt ramt af det bratte dyk efter det store byggeboom. Den kan også forklares ved euroområdets meget forskellige institutionelle rammer og regeringernes uensartede respons på konjunkturedgangen. Den omfattende brug af mere fleksible arbejdsfordelingsordninger, navnlig i den tyske og italienske industrisektor, har medvirket til at dæmpe ledigheden i disse lande. Omvendt har den højere forekomst af tidsbegrænsede kontrakter og den mindre anvendelse af arbejdsfordelingsordninger i Spanien medført mange afskedigelser der og dermed en markant stigning i den registrerede ledighed – til ca. 20 pct. af den samlede arbejdsstyrke.

## Politiske konsekvenser

Dybden af recessionen har haft et omfang, der ikke er set i nyere tid. Eftersom ledigheden sandsynligvis vil stige yderligere i nogen tid fremover, bliver de relevante politiske beslutningstagere nødt til at sikre, at den seneste tids forringelser ikke afføder en højere strukturel ledighed. De langsigtede forbedringer på arbejdsmarkedet vil sandsynligvis i høj grad afhænge af euroområdets evne til at foretage omstruktureringer i lyset af den aktuelle uro. En kreativ omstrukturering vil formentlig kræve yderligere reformer på både produkt- og arbejdsmarkederne for at forbedre beskæftigelsesudsigterne på langt sigt og lette arbejdskraftens bevægelighed i overgangsfasen. Der vil desuden være behov for at fremme lønfleksibiliteten – idet der tages højde for tilstrækkelig differentiering alt efter arbejdsmarkedsforholdene, virksomhedernes konkurrencesituation og arbejdstagernes produktivitet – med henblik på at stimulere efterspørgslen

Figur D. Vækst i antal arbejdstimer i euroområdet og vækstbidrag

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



Kilder: Eurostat, European Labour Force Survey og ECBs beregninger.

<sup>3</sup> Se boksen "Links between output and unemployment in the euro area" i Månedsoversigten for oktober 2009. Siden euroområdets ledighed nåede sit laveste niveau på 7,2 pct. i marts 2008, har Spanien alene tegnet sig for lige over halvdelen af euroområdets 4,3 mio. nye ledige, mens Frankrig og Italien har stået for henholdsvis ca. en femtedel og en tiendedel. Trods en forholdsvis lille befolkning bidrog Irland med ca. 3,9 pct., mens euroområdets største økonomi, Tyskland, kun bidrog med 0,8 pct.

efter arbejdskraft. En rettidig afvikling af de forskellige krisetiltag, herunder den omfattende anvendelse af arbejdsfordelingsordninger, vil endvidere være en forudsætning for den nødvendige omfordeling af arbejdskraft fra mindre produktive sektorer over til de mere produktive sektorer. Yderligere strukturreformer vil medvirke til at lette overgangen på arbejdsmarkedet og gøre det nemmere at få de ledige tilbage i arbejde. Reformen, der gør aktive arbejdsmarkeds politikker mere effektive, herunder dem der kombinerer flekstidsordninger eller social støtte med en politik, der fremmer investeringer i humankapital og livslang læring, vil gøre det nemmere for de ledige at finde nyt arbejde. En lempelse af lovgivningen til beskyttelse af fastansatte vil tilsvarende bidrage til at afhjælpe noget af den dualisme, der hersker på arbejdsmarkedet. Det ville også være til gavn for de nye på arbejdsmarkedet, der hidtil er blevet uforholdsmæssigt hårdt ramt af recessionen, og som er potentielle kilder til ny dynamik og innovation. Forbedret konkurrence vil på produktmarkederne bidrage til at fremme innovation og indførelse af effektive arbejdsgange.

sis i 3. kvartal 2009. Det skyldtes dels stigende overkapacitet, der var særlig akut i visse lande, dels den forholdsvis høje andel af midlertidig arbejdskraft i denne sektor. I lyset af det tiltagende fald i produktionen begyndte industrien ekskl. byggeri med nogen forsinkelse at skære ned på beskæftigelsen, nemlig med 6 pct. i året frem til 3. kvartal 2009. Beskæftigelsesvæksten i servicesektoren aftog mere moderat, med 0,6 pct. år-til-år i 3. kvartal 2009. Nogle sektorer var mere påvirket, især finansiel formidling som følge af bankernes omkostningsbesparelser, samt handel og transport, jobformidling og visse andre tjenesteydelser.

Den gennemsnitlige månedlige stigning i antallet af ledige var i 2009 ca. 230.000. Tallet toppede med ca. 450.000 i 1. kvartal 2009, og den månedlige stigning var tættere på 80.000 ultimo året. Efter det laveste ledighedsniveau i årtier på 7,2 pct. i 1. kvartal 2008 nåede ledigheden op på 9,9 pct. i 4. kvartal 2009 (se figur 35).

## 2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

### KRAFTIG FORRINGELSE AF BUDGETSTILLINGERNE I 2009

På baggrund af den finansielle krise, en betydelig økonomisk nedgang og kontracykliske finanspolitiske stimuli, forringedes eurolandenes budgetstillinger drastisk i 2009 i forlængelse af tendensen i 2008. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose, som blev offentliggjort

den 3. november 2009, steg den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet fra 2,0 pct. af BNP i 2008 til 6,4 pct. i 2009, hvilket er den største budgetforringelse i et enkelt år siden indførelsen af ØMUen (se tabel 5). Budgetsituationen forringedes samtidig med et kraftigt fald i BNP og kan hovedsagelig tilskrives øgede udgifter samt utilstrækkelige indtægter delvis som følge af skattelettelser og andre stimulerende tiltag. Følgelig faldt den gennemsnitlige indtægtskvotient for euroområdet med 0,8 procentpoint til 44,0 pct. af BNP, mens udgiftskvotienten tog et spring med 3,6 procentpoint af BNP til det forholdsvis høje niveau på 50,4 pct. af BNP.

Europa-Kommissionens efterårsprognoser for 2009 er i gennemsnit lidt mindre gunstige end skønnene i de opdaterede stabilitetsprogrammer, som de fleste eurolande indsendte mellem december 2009 og februar 2010. De opdaterede stabilitetsprogrammer peger på et noget mindre underskud for euroområdet som helhed, nemlig 6,2 pct. af BNP i 2009 (se tabel 5). Næsten alle eurolandene havde et underskud, der lå over referenceværdien på 3 pct. af BNP, og tre lande – Irland, Grækenland og Spanien – havde tocifrede underskudskvotienter.

I forbindelse med efterårsmeddelelsen 2009 opjusterede Grækenland efter et regeringsskift sin underskudskvotient for 2008 betydeligt – med 2,1 procentpoint til 7,7 pct. af BNP – og sin forventede underskudskvotient for 2009 – med

**Table 5. Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene**

(I pct. af BNP)

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

	Europa-Kommissionens prognose			Stabilitetsprogrammet
	2007	2008	2009	2009
Belgien	-0,2	-1,2	-5,9	-5,9
Tyskland	0,2	0,0	-3,4	-3,2
Irland	0,3	-7,2	-12,5	-11,7
Grækenland	-3,7	-7,7	-12,7	-12,7
Spanien	1,9	-4,1	-11,2	-11,4
Frankrig	-2,7	-3,4	-8,3	-7,9
Italien	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
Cypern	3,4	0,9	-3,5	n.a.
Luxembourg	3,7	2,5	-2,2	-1,1
Malta	-2,2	-4,7	-4,5	-3,8
Holland	0,2	0,7	-4,7	-4,9
Østrig	-0,6	-0,4	-4,3	-3,5
Portugal	-2,6	-2,7	-8,0	n.a.
Slovenien	0,0	-1,8	-6,3	-5,7
Slovakiet	-1,9	-2,3	-6,3	-6,3
Finland	5,2	4,5	-2,8	-2,2
Euroområdet	-0,6	-2,0	-6,4	-6,2

**Offentlig bruttogæld**

	Europa-Kommissionens prognose			Stabilitetsprogrammet
	2007	2008	2009	2009
Belgien	84,2	89,8	97,2	97,9
Tyskland	65,0	65,9	73,1	72,5
Irland	25,1	44,1	65,8	64,5
Grækenland	95,6	99,2	112,6	113,4
Spanien	36,1	39,7	54,3	55,2
Frankrig	63,8	67,4	76,1	77,4
Italien	103,5	105,8	114,6	115,1
Cypern	58,3	48,4	53,2	n.a.
Luxembourg	6,6	13,5	15,0	14,9
Malta	62,0	63,8	68,5	66,8
Holland	45,5	58,2	59,8	62,3
Østrig	59,5	62,6	69,1	66,5
Portugal	63,6	66,3	77,4	n.a.
Slovenien	23,3	22,5	35,1	34,4
Slovakiet	29,3	27,7	34,6	37,1
Finland	35,2	34,1	41,3	41,8
Euroområdet	66,0	69,3	78,2	78,7

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2009, opdaterede stabilitetsprogrammer 2009-10 og ECBs beregninger.

Anm.: Tallene er baseret på definitionerne i ENS95. Gennemsnittet for euroområdet omfatter de 16 lande, som var medlem af euroområdet pr. 1. januar 2009.

6,5 procentpoint til 12,5 pct. af BNP – hvilket er et udtryk for meget alvorlige balanceproblemer. Hvad angår justeringen af underskuddet i 2008, var den primære begrundelse, at der i budgettet var medregnet leverancer af lægemidler hos offentlige hospitaler, som havde overskredet deres budget. Hvad angår 2009, afspejlede opjusteringen, at den oprindelige prognose i det store og hele var baseret på budgetmål, som ikke var

blevet justeret på grundlag af allerede tilgængelige kvartalsvise og månedlige statistikker over de offentlige finanser. Budgetforringelsen i 2009 kan hovedsagelig tilskrives udgiftsoverskridelser, navnlig offentlige investeringer og tilskud til sociale sikringsfonde samt utilstrækkelige indtægter fra direkte og indirekte skatter. Opjusteringerne, som fulgte mønstret fra de foregående år, understregede de systemiske



**Tabel 6. Underskudsproceduren i eurolandene**

(I pct. af BNP)

	Budgetsaldo 2009	Start	Tidsfrist	Anbefalet årlig strukturtilpasning
Belgien	-5,9	2010	2012	¾
Tyskland	-3,2	2011	2013	≥0,5
Irland	-11,7	2010	2014	2
Grækenland	-12,7	2010	2012	≥3½ i 2010-11, ≥2½ i 2012
Spanien	-11,4	2010	2013	>1,5
Frankrig	-7,9	2010	2013	>1
Italien	-5,3	2010	2012	≥0,5
Cypern	n.a.	-	-	-
Luxembourg	-1,1	-	-	-
Malta	-3,8	2010	2011	¾
Holland	-4,9	2011	2013	¾
Østrig	-3,5	2011	2013	¾
Portugal	n.a.	2010	2013	1¼
Slovenien	-5,7	2010	2013	¾
Slovakiet	-6,3	2010	2013	1
Finland	-2,2	-	-	-

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2009-10 (kolonne 1) samt Ecofin-Rådets anbefalinger af december 2009 og februar 2010 (kolonne 2, 3 og 4).

mangler i indsamlingen af statistiske oplysninger om og fremskrivninger af Grækenlands offentlige finanser. Eurostat udtrykte forbehold vedrørende kvaliteten af de græske tal i lyset af den store usikkerhed vedrørende tallene og validerede ikke de indberettede finanspolitiske data.

Ultimo februar 2010 var 13 eurolande underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. I december 2009 fastsatte Ecofin-Rådet tidsfristen 2013 for korrektion af de uforholdsmæssigt store underskud i de fleste lande, mens Belgien og Italien fik en frist til 2012 og Irland en frist til 2014 (se tabel 6). I februar 2010 traf Ecofin-Rådet afgørelser vedrørende Malta og Grækenland. Malta, hvor myndighederne har planlagt at nedbringe underskudskvotienten for 2009 til under referenceværdien, fik en tidsfrist til 2011. Hvad angår Grækenland, besluttede Rådet i henhold til traktatens artikel 126, stk. 8, at Grækenland ikke havde truffet tilstrækkeligt virkningsfulde foranstaltninger til korrektion af sit uforholdsmæssigt store underskud i 2009 og vedtog derefter en beslutning i henhold til artikel 126, stk. 9, om at landet skulle tage skridt inden for rammerne af budgetunderskudsproceduren. Grækenland har fået en frist til 2012 til at korrigere sit uforholdsmæssige store underskud, men

der er også fastsat en række frister for de tiltag, der skal gennemføres i perioden 2010-12, som landets regering regelmæssigt skal rapportere offentligt om. Kravene til Grækenland kommer efter Det Europæiske Råds udtalelse af 11. februar 2010 om, at EUs regeringer fuldt ud støtter den græske regerings bestræbelser og dens indsats for at gøre, hvad der er nødvendigt for at sikre opfyldelse af de ambitiøse konsolideringsmål.

Den faldende økonomiske aktivitet, stigende underskud og regeringsindgreb som reaktion på den finansielle krise bidrog til en hurtig stigning i de offentlige gældskvoter. Ifølge Kommissionens fremskrivninger fra efteråret 2009 steg den gennemsnitlige offentlige bruttogældskvotefor euroområdet kraftigt til 78,2 pct. af BNP i 2009 fra 69,3 pct. af BNP i 2008. De opdaterede stabilitetsprogrammer viser en nogenlunde tilsvarende gældskvotefor euroområdet for 2009 (se tabel 5). Underskuds- og gældsjusteringer, som også omfatter den ikke-balanceførte virkning af bankernes rekapitaliseringer og udlån til private virksomheder (se boks 6), bidrog igen til den samlede gældskvotefor 2009 havde ni eurolande en gældskvotefor, der lå over referenceværdien på 60 pct. af BNP (i forhold til syv i 2007), og to lande, nemlig Grækenland og Italien,

havde trecifrede gældskvoter. Gældskvoten har været stigende siden 2007-08 i alle lande. Endvidere har statsgarantier, som ikke balanceføres, øget den offentlige sektors eventualforpligtelser betydeligt.

De stigende risici for de offentlige financers holdbarhed afspejledes i rentespændene for statsobligationer udstedt i euroområdet. De var for alvor begyndt at udvide sig i efteråret 2008, og tendensen fortsatte et godt stykke ind i 2009 (se boks 7). Rentespændet på statsobligationer har vist en aftagende tendens siden marts 2009, men i visse lande, som har haft en særlig negativ udvikling i de offentlige finanser, afveg risikospændene på statsobligationer ultimo året og i begyndelsen af 2010 stærkt fra gennemsnittet, især i Grækenland.

På nuværende tidspunkt er det vanskeligt at analysere de faktorer, som ligger til grund for forringelsen af budgetstillingerne, på grund af usikkerheden om trendvæksten og produktions-

gabet i realtid. Med dette for øje vurderes det, at både de automatiske stabilisatorer og eurolandenes ekspansive finanspolitikker har haft en betydelig negativ indflydelse på budgetsaldoen.

Nærmere bestemt har konjunkturedgangen medført en reduktion i skattegrundlaget og en stigning i de sociale ydelser og overførsler. Endvidere har utilstrækkelige indtægter, ud over hvad der kunne forventes ud fra de anslåede elasticiteter, udøvet et opadrettet pres på underskuddene. En stor del af forringelsen afspejler skattelettelser og andre stimulerende finansielle tiltag i mange eurolande samt en strukturel udgiftsvækst, der ligger over trendvæksten i BNP. Europa-Kommissionen har anslået, at de diskretionære tiltag, som blev indført i 2009, beløb sig til 1,3 pct. af BNP og overvejende afspejler de finansielle stimuli, som blev gennemført i overensstemmelse med den europæiske genopretningsplan ultimo 2008. På trods af usikkerheden om, hvor stor en del af udviklingen i de offentlige finanser der kan tilskrives

## Boks 6

### STATSSTØTTE TIL BANKSEKTOREN UNDER DEN FINANSIELLE KRISE I 2008-09 OG INDVIRKNINGEN PÅ DE OFFENTLIGE FINANSER I EUROOMRÅDET

Som reaktion på den intensiverede finansielle krise i september 2008 (efter den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers' konkurs) vedtog regeringerne i euroområdet nationale foranstaltninger til støtte for deres finansielle systemer og for at sikre rimelige finansieringsforhold for realøkonomien. Disse foranstaltninger var i overensstemmelse med EUs fælles retningslinjer<sup>1</sup>, de senere retningslinjer i Europa-Kommissionens meddelelser<sup>2</sup> og ECBs henstillinger<sup>3</sup>.

Den offentlige støtte var indledningsvis rettet mod passivside på bankernes balance og bestod af: i) statsgarantier for interbankudlån og ny bankgæld, ii) rekapitalisering af finansielle institutioner i vanskeligheder, herunder kapitaltilførsel og lån og iii) øget dækning af indskudsgarantiordninger på detalplan.

1 På Ecofin-Rådets møde den 7. oktober 2008 blev det aftalt, at nationale foranstaltninger til støtte af systemiske finansielle institutioner skal vedtages for en begrænset periode og inden for en koordineret ramme under behørigt hensyn til skatteyderes interesser. Den 12. oktober 2008 vedtog eurolandene en samlet europæisk handlingsplan. Principperne blev godkendt af Det Europæiske Råd nogle få dage senere og var pejlemærker i forbindelse med vedtagelsen af (yderligere) nationale tiltag til støtte for det finansielle system.

2 Europa-Kommissionen har vedtaget følgende meddelelser: i) bankmeddelelsen, EUT C 270 af 25.10.2008, s. 8, ii) rekapitaliseringsmeddelelsen, EUT C 10 af 15.1.2009, s. 2, iii) meddelelsen om værdiforringede aktiver, EUT C 72 af 26.3.2009, s. 1, og iv) meddelelse fra Kommissionen om genoprettelse af rentabiliteten og vurdering af omstrukturingsforanstaltninger i finanssektoren, EUT C 195 af 19.8.2009, s. 9.

3 Henstilling fra Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank om statsgarantier for bankgæld af 20. oktober 2008 og prissætning ved rekapitalisering af 20. november 2008, som begge kan ses på ECBs websted.

Primo 2009 begyndte den offentlige støtte at blive rettet mod aktivsiden på bankernes balance som følge af den høje usikkerhed omkring værdiansættelsen af aktiver og risikoen for nye nedskrivninger på aktiver. Støtteforanstaltningerne på aktivsiden omfattede bl.a.: i) ordninger til fjernelse af aktiver (værdiforringede aktiver fjernes fra balancen) og ii) aktivforsikringsordninger (aktiverne forbliver på bankens balance, men forsikres mod hale-risici).

Selv om det med disse indgreb er lykkedes at genskabe det finansielle systems stabilitet, har de haft betydelige finanspolitiske omkostninger for eurolandene. Ifølge Eurostats principper for statistiske indberetninger, som er fastlagt af Eurostat, skal statsstøtte i form af kapitaltilførsel og aktivopkøb indberettes som en finansiel transaktion, der påvirker den offentlige sektors gæld, men ikke har nogen indvirkning på det offentlige underskud/overskud, medmindre kapitaltilførslen og aktivopkøbet gennemføres til over eller under markedspris. Alt efter hvor stort statens lånebehov til finansiering af redningsaktioner er, kan det påvirke den offentlige bruttogæld. Statsgarantier er eventualforpligtelser og bogføres under ikke-balanceførte poster.

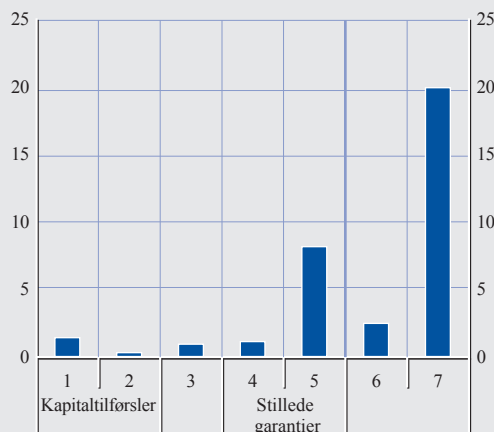
Figuren viser en oversigt over de stabiliserende tiltag i den finansielle sektor, som blev gennemført af eurolandenes regeringer i 2008 og 2009 (til venstre for den lodrette blå linje), herunder oprettelsen af special purpose-enheder (SPEer), som drager fordel af statsgarantier. Den viser også, hvilken indvirkning de har haft på den offentlige gældskvoteprocent (til højre for den lodrette blå linje) og på omfanget af garantier, herunder garantier, der dækker gæld udstedt af SPEer, som regeringerne i eurolandene havde forpligtet sig til at yde og i nogen grad havde ydet ultimo 2009.

I perioden 2008-09 havde de stabiliserende tiltag (inklusive tilbagebetaling af kapitalstøtte i visse lande) en samlet effekt på den offentlige gældskvoteprocent i euroområdet på 2,5 pct. af BNP, mens effekten på det offentlige underskud var lille.

Ud over den direkte effekt på underskud og gæld har bankredningspakkerne medført bredere finanspolitiske risici, som kan slå negativt igennem på de offentlige konti på mellemlangt og langt sigt. Regeringerne er gået ud fra en antagelse om, at der er to typer kilder til finanspolitisk risiko. Den første udgøres af eventualforpligtelser. De er steget betydeligt, siden den finansielle krise satte ind, og det kan ikke udelukkes, at der vil være behov for yderligere garantier, og/eller at visse garantier kan kræves indfriet i fremtiden. Som det fremgår af figuren, beløb de implícite eventualforpligtelser, målt ved de midler, som er tildelt garantiordninger (bortset fra statsgarantier for detailindskud), sig i 2009 til 20,1 pct. af BNP for eurolandene, mens de eksplicitte

### Effekten af de samlede stabiliserende tiltag i den finansielle sektor på den offentlige gæld og eventualforpligtelserne

(2008-09; i pct. af BNP for 2009)



- 1 Aktieopkøb
- 2 Udlån
- 3 Aktivopkøb
- 4 SPE-gæld
- 5 Andre garantier
- 6 Offentlig gældskvoteprocent
- 7 Garantiloft

Kilde: ESCB.

Anm.: Garantier er inkl. garantier for detailindskud.

eventualforpligtelser, målt ved de garantier, der faktisk er blevet anvendt af bankerne, beløb sig til ca. 9,4 pct. af BNP.

Den anden kilde til risici vedrører effekten af statsstøtte til banksektoren (fx rekapitalisering af banker, aktivopkøb og udlån) på størrelsen og sammensætningen af den offentlige balance.<sup>4</sup> I princippet består disse indgreb af opkøb af finansielle aktiver, som ikke har nogen indflydelse på statens nettogæld. Eventuelle ændringer i værdiansættelsen og usikkerhed med hensyn til de faktiske indtægter fra det fremtidige salg af disse aktiver kan dog have en indflydelse på den offentlige sektors solvens.

Endelig udlignes de finanspolitiske omkostninger i forbindelse med støtte til banksektoren delvis af udbytte, rentebetaling og gebyrer, som bankerne betaler til staten som modydelse for den finansielle støtte.

Det kan konkluderes, at en vurdering af de finanspolitiske nettoomkostninger af statsstøtten til banksektoren bør foretages på grundlag af en periode, som strækker sig ud over det år, hvor støtten faktisk blev ydet, og at den bør omfatte de mere vidtrækkende konsekvenser af støtten for den offentlige balance.

4 Se "Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks", Fiscal Affairs and Monetary and Capital Markets Departments, IMF, juli 2009.

de konjunkturmæssige og strukturelle effekter, står alle eurolandene over for et krav om betydelig budgetkonsolidering for at sikre de offentlige financers holdbarhed.

#### **HOLDBARHED PÅ LANGT SIGT OG EUROPÆISKE AFTALER**

Budgetrisiciene vedrørende de forventede fremtidige omkostninger i forbindelse med befolkningens aldring, som kan henføres til ufinan-

sierede pensionssystemer og sundhedspleje, er blevet mere akutte i lyset af den nuværende situation med alvorlige finanspolitiske balanceproblemer og udsigter til lavere trendvækst. Derfor er de offentlige financers holdbarhed blevet et omdrejningspunkt for drøftelserne i de europæiske fora.

Eurogruppens finansministre forpligtede sig i juni 2009 til at indføre robuste finanspolitiske

#### **Boks 7**

#### **UDVIKLINGEN I UDSTEDELSE AF OG RENTESPÆNDENE FOR GÆLDSINSTRUMENTER UDSTEDT AF DEN OFFENTLIGE SEKTOR I EUROOMRÅDET**

Den årlige vækst i udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet var 11,3 pct. i 2009. Denne vækst ligger noget over den allerede høje vækst i 2008 på 8,1 pct. (se tabel A) og er den højeste i de seneste 10 år.<sup>1</sup> Væksten afspejler de betydelige finanspolitiske balanceproblemer, som de fleste af eurolandene havde i 2009. I kombination med den kraftige negative vækst i reall BNP i 2009 bidrog nyudstedelsen til en markant stigning i gældskvoten for euroområdet, som steg fra 69,3 pct. i 2008 til 78,2 pct. i 2009.

1 Væksten beregnes på grundlag af finansielle transaktioner og omfatter derfor ikke omklassifikationer, andre værdiændringer, valutakursudsving og andre ikke-transaktionsrelaterede ændringer. Se en nærmere beskrivelse i de tekniske noter til afsnit 4.3 og 4.4 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i Månedsoversigten.

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

(I pct.; ultimo perioden)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Den offentlige sektor i alt	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,1	11,3
Langfristede	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,7	9,6
Fast rente	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,5	9,6
Variabel rente	-1,6	7,0	8,4	3,0	5,4	5,2	6,4
Kortfristede	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,4	24,2

Kilde: ECB.

Hvad angår sammensætningen af nettoudstedelsen i 2009, var væksten i kortfristede gældsinstrumenter udstedt af euroområdet på det primære marked fortsat høj, men dog lavere end i 2008. Det afspejlede delvis, at rentekurven blev endnu mere stejl i 2009, hvilket gjorde kortfristet finansiering forholdsvis mere attraktiv, hvad angår de meget kortsigtede renteudgifter. Endvidere kan den større søgning hen imod kortfristet finansiering for visse landes vedkommende også have afspejlet en vis svækkelse i 1. halvår af investorernes præference for gældsinstrumenter med længere løbetid udstedt af den offentlige sektor samt en større risikospredning på langfristet gæld i forhold til kortfristet gæld. Som følge heraf faldt andelen af langfristet gæld yderligere til 86,7 pct. af udestående gældsinstrumenter i 2009, hvilket er et godt stykke under gennemsnittet siden indledningen af ØMUens tredje fase (se tabel B).

Rentebetalingerne i forhold til BNP var stort set uændrede i 2009 i forhold til 2008. Figur A viser ændringer i rentebetalingerne opdelt efter: i) en effekt som følge af ændringer i den offentlige gæld, ii) en effekt som følge af ændringer i renterne og iii) en residual krydseffekt.<sup>2</sup> På trods

2 Ændringen i de nominelle rentebetalinger,  $I$ , kan opdeles som følger:

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

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effekt fra} \\ \text{ændring} \\ \text{i gæld} \end{array} \right.$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effekt fra} \\ \text{ændring} \\ \text{i renter} \end{array} \right.$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Residual} \\ \text{krydseffekt} \end{array} \right.$

hvor  $B$  er den nominelle offentlige gæld og  $i$  den gennemsnitlige implicitte rente ( $I/B$ ).

**Tabel B. Fordelingen af udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet**

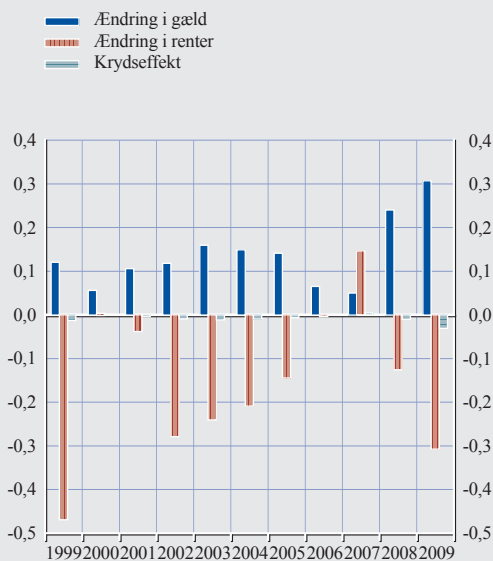
(I pct. af de samlede gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor; ultimo perioden)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Staten	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5	93,8
Langfristede instrumenter	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,8	80,9
Kortfristede instrumenter	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8	12,9
Andre dele af den offentlige sektor	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5	6,2
Langfristede instrumenter	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0	5,8
Kortfristede instrumenter	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3
Den offentlige sektor, i alt							
Langfristede	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,8	86,7
Fast rente	82,2	82,6	83,2	84,0	83,3	79,7	77,6
Variabel rente	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	8,1	7,8
Kortfristede	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,2	13,3
Den offentlige sektor i alt, mia. euro	4 151,8	4 386,8	4 604,8	4 706,6	4 836,7	5 261,1	5 809,9

Kilde: ECB.

**Figur A. Opdeling af ændringen i rentebetalinger i perioden 1999-2009**

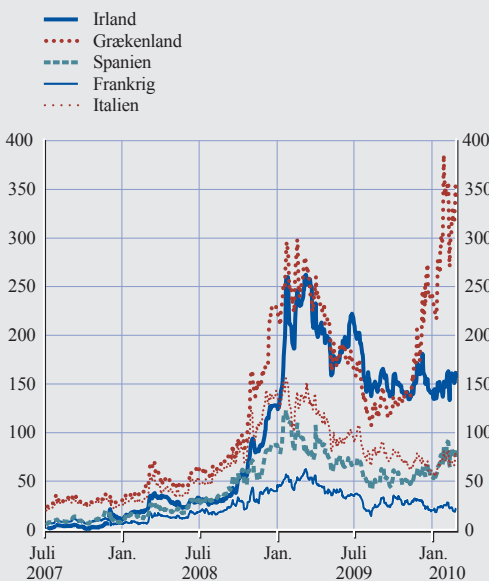
(I pct. af BNP; årlige observationer)



Kilde: Europa-Kommissionen (AMECO-databasen).

**Figur B. Rentespænd mellem udvalgte statsobligationer og tyske statsobligationer**

(Daglige observationer; basispoint)



Kilde: Thomson Financial Datastream.  
Anm.: Statsobligationer med 10 års løbetid.

af stigende gæld var rentebetalingerne næsten uændrede i forhold til BNP. Det afspejlede, at bidraget fra lavere renter (0,3 pct. af BNP) oversteg det opadrettede bidrag fra ændringen i den offentlige gæld en smule. Krydseffekten spillede kun en lille rolle.

Den opadgående tendens i rentespændet for statsobligationer udstedt i euroområdet, som begyndte primo 2008, fortsatte et godt stykke ind i 2009 (se figur B). I 1. kvartal 2009 nåede spændet for den 10-årige statsobligationsrente i forhold til Tyskland sit højeste niveau siden indførelsen af den monetære union. Dette højdepunkt faldt sammen med lavpunktet for aktiekurserne og kurserne på andre risikobetonede aktiver og afspejlede en kraftig stigning i både likviditets- og kreditrisikopræmierne.<sup>3</sup> I takt med at markedstilliden gradvist vendte tilbage efter marts 2009, begyndte rentespændet for statsobligationer i de fleste eurolande efterhånden at indsnævres til mindre end halvdelen i forhold til deres højeste niveau. Visse lande oplevede dog en betydelig genudvidelse af spændene ultimo 2009 og primo 2010. En lignende udvikling sås i præmierne på kreditderivater, "credit default swaps" på statsudstedelser.

<sup>3</sup> Nyere analyser af udviklingen i rentespændene for statsobligationer udstedt i euroområdet findes i boksene "Nye observationer vedrørende kredit og likviditetspræmier i udvalgte statsrenter i euroområdet" (september 2009), "A comparison of the developments in euro area sovereign bond spreads and US state bond spreads during the financial turmoil" (juli 2009), "Hvordan har landenes bankredningspakker påvirket investorenes opfattelse af kreditrisiko?" (marts 2009) og "Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads" (november 2008) samt i artiklen "The impact of government support to the banking sector on euro area public finances" (juli 2009) i Månedsoversigten.

Under hele den finansielle krise har der været en kraftig samtidig bevægelse i risikopræmierne på statsobligationsmarkedet, som indikerer, at spændet det meste af tiden hovedsagelig var drevet af generelle stød i modsætning til landspecifikke stød, herunder en mere realistisk opfattelse af risici. Følsomheden over for disse generelle stød varierede dog stærkt fra land til land, hvilket hovedsagelig afspejler såvel de faktiske som de forventede budgetstillingers styrke, hvor lande med mindre sunde budgetstillinger oplever større stigninger i spændene. Endvidere steg euro-landenes statslige eventualforpligtelser som en konsekvens af de nationale støttetiltag over for banksektoren, hvilket også påvirkede spændene.<sup>4</sup>

4 En analyse af den rolle, som de generelle stød spiller, og effekten af støttetiltag i banksektoren på statsobligationernes risikoeksponering findes i J. Ejsing og W. Lemke, "The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09", ECB Working Paper nr. 1127, december 2009. En nylig analyse af faktorerne bag den generelle stigning i statsobligationsrentespendene inden for euroområdet findes i M.G. Attinasi, C. Checherita og C. Nickel, "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?", ECB Working Paper nr. 1131, december 2009.

"exitstrategier" på mellemlangt sigt, der medfører en rettidig korrektion af de uforholdsmæssigt store underskud. I oktober 2009 understregede Ecofin-Rådet, med det formål at finde et balancepunkt mellem stabiliserende foranstaltninger og holdbarhed, behovet for en finanspolitisk "exitstrategi" fra de bredt funderede stimulerende politikker, som skal koordineres på tværs af landene inden for rammerne af en konsekvent gennemførelse af stabilitets- og vækstpacten. Ud over en rettidig ophævelse af de stimulerende finanspolitiske tiltag understregede Rådet, at det er nødvendigt at gennemføre en ambitiøs strukturel budgetkonsolidering med en målsætning, der ligger et godt stykke over referenceværdien på 0,5 pct. af BNP om året.

I november 2009 anerkendte Ecofin-Rådet, at forringelsen af de offentlige finanser som følge af den nuværende krise har bidraget betydeligt til at udfordre de offentlige finansers holdbarhed med hensyn til befolkningens aldring, den høje offentlige gæld og lavere potentielle vækst på langt sigt. Endvidere blev det fastslået, at usikkerheden, som er forbundet med vurderingen af de strukturelle budgetstillinger og langsigtede fremskrivninger som følge af den nuværende krise, er større end normalt. Rådet enedes om, at der er et presserende behov for at træffe politiske foranstaltninger til forbedring af de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt. I den forbindelse understregede Rådet, at det er af afgørende vigtighed, at den trestrengede strategi, som blev vedtaget på Det Europæiske

Råds møde i Stockholm i 2001, gennemføres målrettet. Denne strategi består af tiltag, som har til formål at reducere underskud og gæld, øge beskæftigelsen og reformere de sociale sikringssystemer. Reduktionen af gældskvoten skal komme fra en kombination af budgetkonsolidering og strukturreformer for at støtte den potentielle vækst.

Ecofin-Rådet godkendte i maj 2009 også de opdaterede budgetfremskrivninger på langt sigt vedrørende de aldersrelaterede offentlige udgifter. En ny aftale om en metode til måling af de landespecifikke budgetmål på mellemlangt sigt blev indgået. I overensstemmelse med opfordringen i det reviderede adfærdskodeks for stabilitets- og vækstpactens gennemførelse i 2005 tager den nye metode ikke kun højde for gælds-niveaue, men også for implicite økonomiske forpligtelser som følge af befolkningens aldring. Ifølge denne aftale bør budgetmålene på langt sigt sikre, at den offentlige gældskvotestabiliserer sig på referenceværdien på 60 pct. af BNP som et mindstemål på langt sigt med supplerende gældsreducerende tiltag for lande, hvis gældskvotestabiliserer sig på referenceværdien på 60 pct. af BNP, og en delvis fremrykning af de aldersrelaterede budgetudgifter. Det opdaterede adfærdskodeks lå til grund for opdateringen af stabilitetsprogrammerne i 2009-10.

I sin udtalelse om Grækenland i februar 2010 mindede Rådet om, at alle eurolande skal føre sunde nationale politikker i overensstemmelse

med de aftalte regler, og at de har et fælles ansvar for euroområdet økonomiske og finansielle stabilitet. Desuden blev det nævnt, at eurolandene om nødvendigt tager fast og koordineret aktion for at sikre den finansielle stabilitet i euroområdet som helhed.

### YDERLIGERE BUDGETFORRINGELSER FORVENTES I 2010

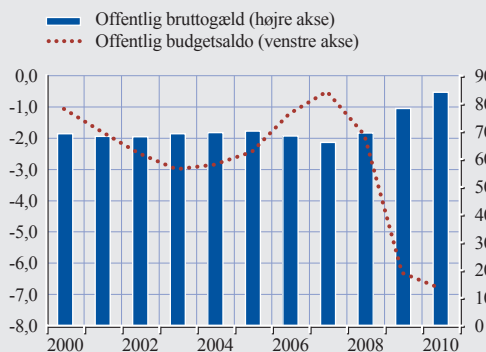
Budgetsituationen i euroområdet forventes at blive yderligere forringet i 2010. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2009 vil den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet stige yderligere med 0,5 procentpoint til 6,9 pct. af BNP (se figur 36). Den gennemsnitlige indtægtskvotient i euroområdet forventes at falde med 0,3 procentpoint af BNP, den primære udgiftskvotient at forblive stort set stabil og den gennemsnitlige renteudgiftskvotient i euroområdet at stige med 0,2 procentpoint af BNP. Alle eurolandene forventes at overskride referenceværdien for underskud på 3 pct. af BNP i 2010. Den gennemsnitlige offentlige gældskvotient i euroområdet forventes at fortsætte med at stige i 2010 med 5,8 procentpoint til 84,0 pct. af BNP. Svækkelsen af budgetstiltillingerne kan tilskrives en mindre lempelse af finanspolitikken, mens de yderligere effekter af de automatiske stabilisatorer vil være ubetydelige.

### FOKUS PÅ DE OFFENTLIGE FINANSERS HOLDBARHED ER AFGØRENDE

Mange af regeringerne i eurolandene står over for store og kraftigt voksende finanspolitiske ubalancer, som kan lægge et yderligere pres på den fælles pengepolitikens målsætning om at fastholde pristabilitet. Presset på de offentlige financers holdbarhed som følge af de aktuelle finansielle og økonomiske forhold forstærkes af de forventede budgetmæssige konsekvenser af befolkningens aldring som følge af ufinansierede alderspensionssystemer og omkostninger til sundhedspleje. Endvidere er der en fare for, at statens meget store lånebehov kan udløse hurtige ændringer i markedsstemningen, hvilket kan føre til mindre favorable renter på mellem- og langt sigt. Det vil lægge en dæmper

**Figur 36. Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet**

(2000-10; i pct. af BNP)



Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2009.  
Anm.: Gennemsnittet for euroområdet omfatter de 16 lande, der var medlem af euroområdet pr. 1. januar 2009. Budgetsaldoen inkluderer ikke indtægter fra salget af UMTS-licenser.

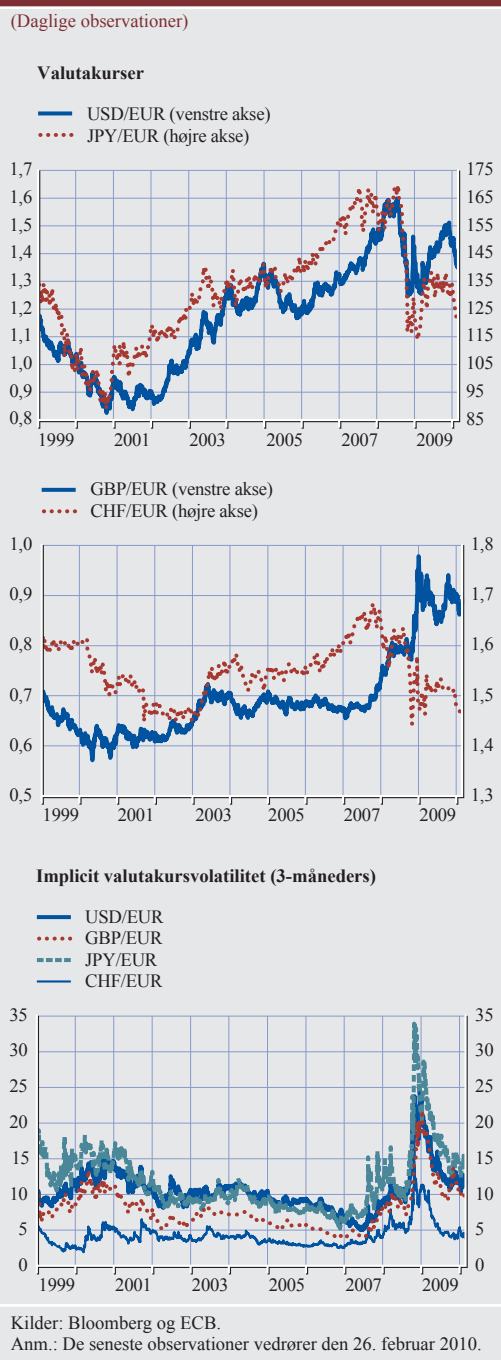
på de private investeringer og derved svække grundlaget for vedvarende vækst.

ECBs styrelsesråd har ved flere lejligheder i 2009 understreget, at en af de største udfordringer for de politiske beslutningstagere er at bevare offentlighedens tillid til de offentlige financers holdbarhed og til EUs finanspolitiske rammer. Offentliggørelse og en målrettet gennemførelse af rettidige og ambitiøse finanspolitiske exit- og konsolideringsstrategier baseret på realistiske vækstantagelser vil bidrage til at støtte offentlighedens tillid til de offentlige financers holdbarhed og det økonomiske opsving.

Konsolideringsbestrebelse skal nødvendigvis fokusere på udgiftssiden. Udgiftsplanernes uelastiske reaktion på et forventet produktionspotentiale, der er meget lavere og vokser meget langsommere end forventet, har resulteret i en stigning i den offentlige udgiftskvotient. Højere renteudgifter, som afspejler en større gæld og højere effektive renter, vil sandsynligvis lægge yderligere pres på udgiftssiden i mange landes budgetter. Derimod vil skattestigninger, i kraft af den store skattebyrde i de fleste eurolande, indebære en risiko for at skabe forvriddinger og hæmme det stærkt nødvendige opsving i den potentielle økonomiske vækst. I den forbindelse



**Figur 37. Valutakursbevægelser og implicit volatilitet**



er en stigning i de offentlige finansers effektivitet meget ønskelig og bør bidrage til at fremme en potentiel produktionsvækst og gældsreduktion.

En vellykket gennemførelse af de finanspolitiske tilpasningsstrategier vil i høj grad afhænge af, om der findes passende nationale budgetregler og institutioner og forudsætter gennemsigtige budgetprocedurer. En vigtig faktor i spørgsmålet om tillid til de offentlige institutioners sundhed er endvidere, at statistikkerne over de offentlige finanser er pålidelige og fuldstændige. Rettidig indberetning af solide statistiske oplysninger er afgørende for en forsvarlig gennemførelse af EUs budgetovervågningsrammer.

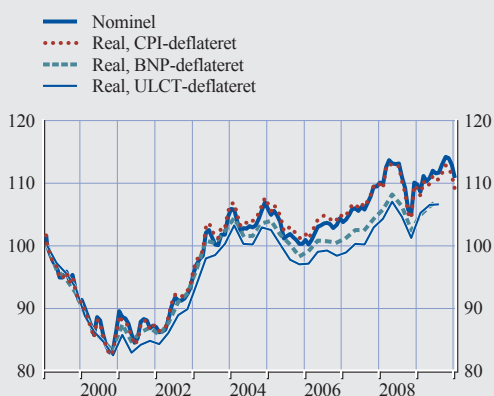
## 2.6 UDVIKLINGEN I VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN

### VISSE UDSVING I DEN EFFEKTIVE EUROKURS I ÅRETS LØB

I 2009 var valutakurserne i vid udstrækning påvirket af udviklingen i de finansielle forhold og udsigterne til et økonomisk opsving på globalt plan. Spændinger på de globale finansielle markeder og en meget høj usikkerhed med hensyn til de økonomiske udsigter primo 2009 resulterede i en afvikling af "carry trades" (dvs. handler, der består i at optage lån i en lavt forrentet valuta og investere i en højt forrentet valuta) og globale porteføljeskift, der førte til store udsving i de vigtigste bilaterale valutakurser (se figur 37). Disse faktorer, sammen med faldende pengepolitiske renter og mindre gunstige vækstudsigter for euroområdet og EU som helhed, bidrog til at svække den effektive eurokurs – målt over for euroområdets 21 vigtigste handelspartners valutaer – som deprecierede med mere end 3 pct. i de to første måneder af 2009. Efter at have udvist en vis volatilitet i marts og april begyndte euroen at stige i maj 2009 på baggrund af de forbedrede finansielle markedsforhold, som afspejledes i gradvist aftagende rentespænd på de finansielle markeder og en faldende implicit volatilitet (se figur 37). Efter at være styrket med næsten 5 pct. ultimo oktober 2009 lå den effektive eurokurs tæt på de historiske toppunkter ultimo 2008. Denne appreciering kunne hovedsagelig tilskrives styrkelsen over for den amerikanske dollar og vigtige asiatiske valutaer, som er knyttet til den amerikanske dollar. Efterfølgende stabiliserede

**Figur 38. Nominelle og reale effektive eurokurs (EER-21)<sup>1)</sup>**

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

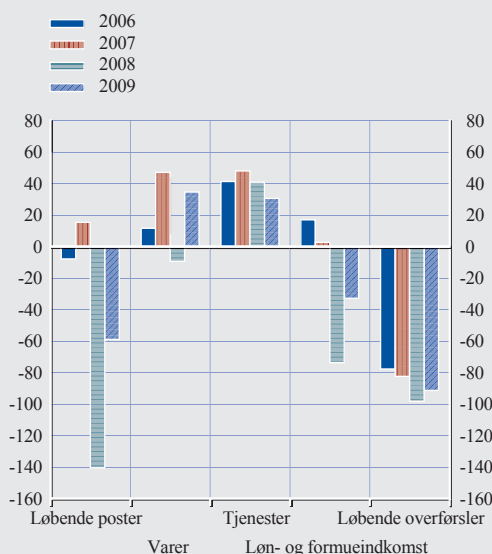


Kilde: ECB.

1) En stigning i EER-21-indeksset indikerer en appreciering af euroen. De seneste observationer for månedlige data vedrører januar 2010. ULCT står for enhedslønomkostninger i den samlede økonomi. For det BNP- og ULCT-baserede reale EER-21-indeks vedrører de seneste observationer 3. kv. 2009 og er delvis baseret på skøn.

**Figur 39. Betalingsbalancens løbende poster og dens sammensætning**

(Årlige observationer; milliarder euro)



Kilde: ECB.

euroen sig, inden den deprecierede en smule i december.

Samlet set svækkedes euroen i 2009. Det skyldtes en depreciering over for det britiske pund, der delvis blev udlignet af en styrkelse over for den amerikanske dollar, vigtige asiatiske valutaer, som er knyttet til den amerikanske dollar, og den japanske yen. Den 31. december 2009 lå den nominelle effektive eurokurs – målt over for 21 af euroområdet vigtigste handelspartners valutaer – 1 pct. lavere end primo året og ca. 1,2 pct. over gennemsnittet i 2008 (se figur 38).

Over for den amerikanske dollar deprecierede euroen indledningsvis med ca. 9 pct. i årets to første måneder i sammenhæng med en porteføljeindstrømning til visse segmenter af det amerikanske marked på baggrund af et faldende transatlantisk rentespænd. Efter marts 2009, da spændingerne på de finansielle markeder gradvis begyndte at aftage, steg euroen igen over for den amerikanske dollar. Samtidig synes den fornyede interesse for "carry trades", som måske blev underbygget af en mere afdæmpet implicit volatilitet (se figur 37), også at have bidraget

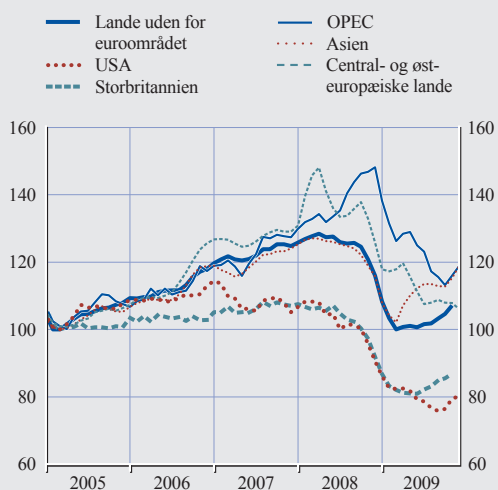
til at svække dollaren. Mellem primo marts og ultimo oktober apprecierede euroen med næsten 19 pct. I december styrkedes den amerikanske dollar over for en række vigtige valutaer, herunder med ca. 4 pct. over for euroen. Den 31. december 2009 lå euroen på USD 1,44, dvs. ca. 3,5 pct. højere end primo 2009 og ca. 2 pct. svagere end gennemsnittet i 2008.

Efter at have fulgt et mønster, der svarer til EUR/USD-kursen, deprecierede euroen i de to første måneder af 2009 over for den japanske yen (se figur 37). I marts og april, da det forlød, at nedgangen i den økonomiske aktivitet i Japan var større end først forventet, og spændingerne på de finansielle markeder begyndte at aftage, begyndte euroen at stige igen. I hele resten af 2009 bevægede euroen sig inden for intervallet JPY 128 til JPY 138. Den 31. december 2009 lå euroen på JPY 133,16, dvs. ca. 5,6 pct. højere end primo året, men ca. 12,5 pct. lavere end gennemsnittet i 2008.

Efter at have ligget på et rekordhøjt niveau over for det britiske pund i december 2008 deprecierede euroen i 2009 med ca. 7 pct. som følge af

**Figur 40. Euroområdet eksportmængder til udvalgte handelspartnere**

(Indeks: 1. kvrt. 2005 = 100; sæsonkorrigerede 3-måneders glidende gennemsnit)

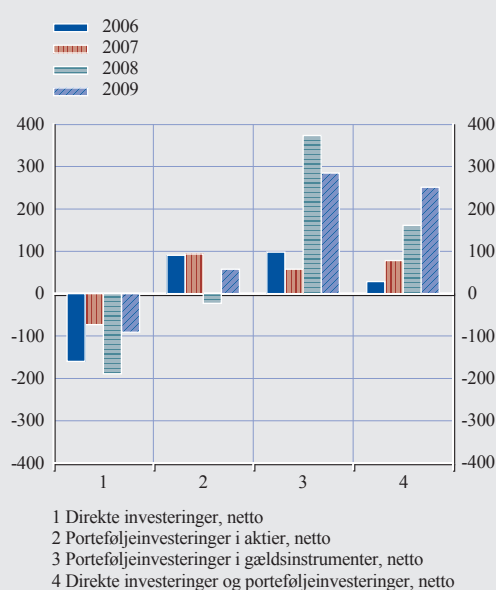


Kilde: ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører december 2009 bortset fra lande uden for euroområdet og Storbritannien (november 2009).

**Figur 41. Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet**

(Årlige observationer; milliarder euro)



Kilde: ECB.

betydelig volatilitet. Euroen viste også markante udsving over for flere andre af EUs handelspartners valutaer, mens den lå stort set uændret over for valutaerne i ERM2 (afsnit 3 i kapitel 1 indeholder en nærmere redegørelse for de valutaer, der er nævnt i dette afsnit).

Euroen lå stort set uændret over for schweizerfrancen i 2009. Efter en stigende volatilitet i de første tre måneder af 2009 stabiliserede den sig efter rapporter om, at Swiss National Bank havde foretaget interventioner på valutamarke- det. I 2009 deprecierede euroen kraftigt over for valutaerne i mange af de udviklede økonomier med positive rentespænd over for euroområdet. Som følge heraf svækkedes euroen mellem primo januar og 31. december 2009 over for den canadiske dollar (-11 pct.), den australske dollar (-21 pct.) og den norske krone (-14,9 pct.). Euroens appreciering over for de asiatiske valutaer, som er knyttet til den amerikanske dollar, nemlig den kinesiske renminbi og Hongkong-dolla-

ren (i begge tilfælde med 3,6 pct.), blev stort set udlignet af den effektive eurokurs' depreciering over for den koreanske won (-9,4 pct.).

Den reale effektive eurokurs baseret på forskellige omkostnings- og prismål faldt primo 2009 og begyndte derefter at stige. Mod slutningen af 2009 nåede den et niveau tæt på eller over de historiske højdepunkter i det foregående år, før den faldt en smule i december. Den reale effektive CPI-deflaterede valutakurs var i gennemsnit en smule stærkere i 2009 end i 2008 (se figur 38).

#### UNDERSKUDET PÅ DE LØBENDE POSTER FALDT BETYDELIGT I 2009

De løbende poster på euroområdets betalingsbalance viste i 2009 et underskud på 59,0 mia. euro (0,7 pct. af BNP i euroområdet) i forhold til et underskud på 140,6 mia. euro i 2008. Mindskelsen af underskuddet kan i det store og hele tilskrives en reduktion af underskuddet på

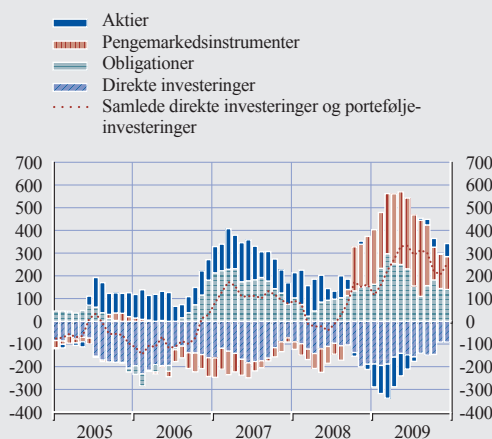
balancen for løn- og formueindkomst (på 40,9 mia. euro) og forbedringer i varebalancen (se figur 39). Efter en kraftig nedgang i euroområdet varemærkede ultimo 2008 og primo 2009 stabiliseredes vareeksporten og steg hurtigere end vareimporten, hvilket bragte varebalancen tilbage til et overskud på 34,7 mia. euro i 2009 i forhold til et underskud på 9,5 mia. euro i 2008. Et lavere underskud på de løbende overførsler bidrog også til den generelle mindskelse af underskuddet på de løbende poster i 2009. Disse ændringer blev kun delvis opvejet af et fald (på 10,4 mia. euro) i overskuddet på tjenestebalancen.

Stabiliseringen og den gradvise stigning i vareeksporten i 2009 blev understøttet af en voksende udenlandsk efterspørgsel og en gradvis reaktivering af internationale forsyningskæder, efter at den økonomiske aktivitet havde nået bunden på de vigtigste eksportmarkeder, og virksomhederne begyndte at genopfylde deres lagre i lyset af de forbedrede økonomiske udsigter. I modsætning til den synkrone nedgang i handlen ved årsskiftet var udviklingen i eksporten i 2009 markant mindre ensartet på tværs af landene. Mens eksporten til Asien og Storbritannien steg, fortsatte eksporten til OPEC-landene og USA med at falde indtil oktober 2009 (se figur 40). Samtidig lagde euroens bredt funderede appreciering og den dermed forbundne negative indflydelse på euroområdet eksportpriser konkurrencedygtighed fra marts til oktober 2009 en dæmper på den eksportvækst, som stigningen i den udenlandske efterspørgsel medførte.

Mønstret i euroområdet varemærkede viste sig med en vis forsinkelse i forhold til udviklingen i eksporten i 2009. Importmængderne fortsatte med at falde, om end i et aftagende tempo, i 1. halvår 2009 og stabiliserede sig i 3. kvartal 2009, hvilket afspejlede den svage indenlandske efterspørgsel i euroområdet samt virksomhedernes manglende opfyldning af lagre i denne periode. De lavere importpriser bidrog også til faldet i importværdierne i 1. halvår. De lavere importpriser skyldtes delvis nedgangen i oliepriserne, som begyndte i sommeren 2008, og

**Figur 42. De vigtigste poster på de finansielle konti**

(Milliarder euro; 12-måneders akkumulerede nettostrømme; månedlige observationer)



Kilde: ECB.

som bidrog til et fald i underskuddet på handlen med olie til 126,6 mia. euro i den akkumulerede 12-måneders periode frem til november 2009, hvilket er et godt stykke under det meget høje niveau på mere end 220 mia. euro ultimo 2008. I sammenhæng med de stigende oliepriser bidrog importpriserne på energi til at stabilisere importværdierne i 2. halvår 2009.

#### NETTOINDSTRØMNINGEN AF SAMLEDE DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER STEG I 2009

Euroområdet finansielle poster viste en nettoindstrømning af samlede direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 251,2 mia. euro i 2009 i forhold til en nettoindstrømning på 161,5 mia. euro i det foregående år. Stigningen afspejlede et skift fra en nettoudstrømning til en nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer i aktier (en ændring på 80,5 mia. euro) og et fald i nettoudstrømningen af udenlandske direkte investeringer (på 98,1 mia. euro). Denne udvikling blev delvis udlignet af en lavere nettoindstrømning af gældsinstrumenter (på 88,8 mia. euro, se figur 41).

Efter intensiveringen af den finansielle krise i efteråret 2008 har euroområdet finansielle

poster vist betydelige ændringer, som kun er aftaget gradvis i 2. halvår 2009. I 1. halvår kom investorenes udprægede præference for sikre og likvide aktiver til udtryk i den kraftige nettoindstrømning af pengemarkedsinstrumenter udstedt i euroområdet til 311,6 mia. euro i 12-måneders perioden frem til juni 2009 i forhold til en nettoudstrømning på 74,0 mia. euro året før (se figur 42). Samtidig trak både resider og ikke-resider midler hjem, som de tidligere havde investeret i aktier og udenlandske obligationer. Fra medio 2009 synes de forbedrede finansielle markedsforhold, den aftagende risikoaversion og de mere gunstige økonomiske udsigter dog at have fået investorerne til at revurdere deres porteføljer, hvilket førte til en fornyet interesse i både udenlandske aktier og langfristede gældsinstrumenter. Samtidig havde euroområdet fortsat en nettoindstrømning af pengemarkedsinstrumenter, selv om den aftog i 2. halvår 2009.

Udenlandske direkte investeringer, som også var faldet betydeligt i kølvandet på den finansielle krise, forblev forholdsvis begrænsede i 2009. Mens udenlandske direkte investeringer foretaget af resider i euroområdet lå på omtrent samme niveau som ultimo 2008, steg de direkte investeringer i euroområdet en smule i 2009, hvilket resulterede i en lavere nettoudstrømning i denne kategori.

Tal for euroområdets kapitalbalance over for resten af verden frem til 3. kvartal 2009 viser, at euroområdet havde nettopassiver over for resten af verden på 1.558 mia. euro (17,3 pct. af euroområdets BNP) i forhold til nettopassiver på 1.637 mia. euro (17,7 pct. af BNP) ultimo 2008.

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

#### DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

I de fleste EU-lande uden for euroområdet faldt produktionen i løbet af 2009. Faldet aftog dog i 2. halvår 2009 efter en kraftig nedgang i den økonomiske vækst ultimo 2008 og en yderligere forværring i 1. halvår 2009 (se tabel 7).<sup>5</sup> Der sås samme generelle udvikling i årlig BNP-vækst i næsten alle landene, men omfanget af den økonomiske nedgang og styrken af den efterfølgende gradvise forbedring varierede betydeligt mellem landene imellem, hvilket delvis afspejler forskelle i deres økonomiske udgangspunkt, graden af åbenhed i økonomien, deres handelsstruktur og deres eksterne finansieringsbehov.

De baltiske lande oplevede den største konjunktur nedgang med et tocifret fald i den gennemsnitlige årlige økonomiske vækst. I Estland og Letland havde der været negativ vækst allerede i 2008. Den stærke konjunktur nedgang skyldes for en stor dels vedkommende en korrektion af betydelige makroøkonomiske ubalancer, som var blevet opbygget, før den globale finansielle krise satte ind, og som øgede disse lan-

des sårbarhed over for følgerne af den globale nedgang.

I alle EU-landene uden for euroområdet, undtagen de baltiske lande, skyldtes faldet i økonomisk aktivitet i høj grad en voldsom nedgang i den udenlandske efterspørgsel samt strammere eksterne finansieringsvilkår. Den aftagende forbrugertillid og i visse tilfælde negativ formueeffekt fra faldende aktivpriser førte til en markant forværring af den indenlandske efterspørgsel i de fleste af landene. Senere på året aftog disse effekter noget som følge af den gradvise forbedring af den udenlandske efterspørgsel og de globale finansielle markeder. Nogle lande med en variabel valutakurs kan muligvis også have draget fordel af en svækkelse af deres valuta.

Polen var det eneste land, hvor den økonomiske vækst var positiv, nemlig 1,7 pct., i 2009, hvilket delvis kan skyldes økonomiens mere begrænsede åbenhed, en stærk finansiell sektor, den tidlige depreciering af valutaen, og at der ikke har været store makroøkonomiske ubalancer. I de tre lande uden for euroområdet, der indtrådte i EU før 2004 (Danmark, Sverige og Storbritannien), aftog den økonomiske vækst med ca.

5 De lande, der refereres til i dette afsnit, er de 11 EU-lande uden for euroområdet i perioden til og med december 2009 (dvs. Bulgarien, Danmark, Estland, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Sverige, Storbritannien, Tjekkiet og Ungarn).

**Tabel 7. Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet**

	(Ændring i pct. år/år)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2009 1. kvrt.	2009 2. kvrt.	2009 3. kvrt.	2009 4. kvrt.	
Bulgarien	6,2	6,3	6,2	6,0	-5,1	-3,5	-4,9	-5,4	-6,2	
Tjekkiet	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,2	-3,9	-5,2	-5,0	-2,8	
Danmark	2,4	3,4	1,7	-0,9	-5,1	-4,0	-7,3	-5,5	-3,4	
Estland	9,4	10,0	7,2	-3,6	-14,1	-15,0	-16,1	-15,6	-9,5	
Letland	10,6	12,2	10,0	-4,6	-18,0	-17,8	-18,4	-19,0	-16,9	
Litauen	7,8	7,8	9,8	2,8	-15,0	-13,3	-19,5	-14,2	-12,8	
Ungarn	3,5	4,0	1,0	0,6	-6,3	-6,7	-7,5	-7,1	-4,0	
Polen	3,6	6,2	6,8	5,0	1,7	0,9	1,2	1,2	3,3	
Rumænien	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-6,2	-8,7	-7,1	-6,5	
Sverige	3,3	4,2	2,5	-0,2	-4,9	6,5	-6,8	-5,2	-0,9	
Storbritannien	2,2	2,9	2,6	0,5	-5,0	-5,5	-6,5	-4,5	.	
EU8 <sup>1)</sup>	4,7	6,6	6,1	3,9	-3,5	-3,6	-4,4	-3,9	-2,0	
EU11 <sup>2)</sup>	3,0	4,0	3,4	1,3	-4,6	-5,0	-6,1	-4,5	.	
Euroområdet	1,7	3,0	2,7	0,5	-4,0	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	

Kilde: Eurostat.

Anm.: De kvartalsvise observationer er ikke-sæsonkorrigerede for alle landene.

1) EU8 omfatter de otte EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 eller 1. januar 2007.

2) EU11 omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2009.

5 pct. Danmark og Sverige oplevede allerede i 2008 et fald i produktionen, mens Storbritannien fortsat oplevede en svag vækst. I Tjekkiet aftog den økonomiske vækst markant i 2009 med 4,2 pct., mens Ungarn oplevede en større nedgang på 6,3 pct., der til dels afspejlede landets makroøkonomiske konsolidering. I Bulgarien og Rumænien, som i 2008 havde oplevet den største vækst blandt EU-landene uden for euroområdet, aftog produktionen med henholdsvis 5,1 pct. og 7,1 pct.

Som følge af den generelle nedgang i den økonomiske aktivitet forværredes arbejdsmarkeds-situationen markant i de fleste lande i 2009, hvilket også slog igennem i arbejdsløshedstallene og lønningerne. Arbejdsløsheden steg i alle landene, men var dog særlig udtalt i de baltiske lande, hvor lønvæksten blev negativ som følge af det store fald i efterspørgslen samt behovet for budgetkonsolidering.

### PRISUDVIKLINGEN

Den gennemsnitlige årlige inflation faldt i 2009 i alle EU-lande uden for euroområdet. Forskellene i den årlige inflation er dog fortsat store landene imellem (se tabel 8). De lande, der oplevede den højeste gennemsnitlige inflation i 2009, var Rumænien og Litauen med henholdsvis 5,6 pct.

og 4,2 pct., efterfulgt af Ungarn, Polen og Letland, hvor den gennemsnitlige årlige HICP-inflation lå på mellem 3,3 pct. og 4,0 pct. I Bulgarien, Storbritannien, Sverige, Danmark og Tjekkiet var inflationen mellem 0,6 pct. og 2,5 pct. Endelig oplevede Estland en årlig HICP-inflation på 0,2 pct.

De fleste af de faktorer, der drev inflationsnedgangen, var fælles for EU-landene uden for euroområdet og skyldtes basiseffekter i forbindelse med lavere råvarepriser og en dæmpet indenlandsk efterspørgsel. I takt med at markedsforholdene forværredes i mange af landene, bidrog aftagende eller endda negativ vækst i de nominelle lønninger til det markante fald i inflationen. Inflationsstigningen i Ungarn og Polen i de tre første kvartaler af 2009 kan tilskrives de seneste momsforhøjelser og stigninger i administrativt fastsatte priser samt depreciering af landenes valutaer ultimo 2008 og primo 2009.

### FINANSPOLITIK

Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose i 2009 anslås alle EU-landene uden for euroområdet, bortset fra Bulgarien, Danmark, Estland og Sverige, i 2009 at have haft et underskud, der ligger over referenceværdien på 3 pct. af BNP. Storbritannien anslås at have haft

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

(Ændring i pct. år/år)

	2005	2006	2007	2008	2009	2009 1. kv.	2009 2. kv.	2009 3. kv.	2009 4. kv.
Bulgarien	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	5,1	3,1	0,8	0,9
Tjekkiet	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,5	1,0	-0,1	0,0
Danmark	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	1,7	1,1	0,6	0,9
Estland	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	3,7	0,2	-0,9	-2,0
Letland	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	9,0	4,4	1,2	-1,3
Litauen	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	8,4	4,9	2,4	1,2
Ungarn	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0	2,7	3,6	4,9	4,9
Polen	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	3,6	4,3	4,3	3,8
Rumænien	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6	6,8	6,1	5,0	4,5
Sverige	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	2,1	1,7	1,7	2,3
Storbritannien	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1
EU8 <sup>1)</sup>	3,8	3,3	4,4	6,6	3,7	5,8	4,7	3,7	3,1
EU11 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,9	4,7	2,7	3,4	2,7	2,1	2,4
Euroområdet	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4

Kilde: Eurostat.

1) EU8 omfatter de otte EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 eller 1. januar 2007.

2) EU11 omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2009.

et meget stort underskud på 12,1 pct. af BNP, efterfulgt af Litauen (9,8 pct. af BNP) og Letland (9 pct. af BNP). Generelt svækkedes den finansielle situation betydeligt i størstedelen af EU-landene uden for euroområdet som følge af markant forværrede makroøkonomiske forhold. Det har bevirket, at budgetresultaterne for 2009 generelt ikke kunne opfylde målene i de opdaterede konvergensprogrammer pr. ultimo 2008.

Budgetudviklingen i 2009 i EU-landene uden for euroområdet afspejlede også landenes forskellige finanspolitiske svar på krisen. I Letland, Rumænien og Ungarn, som modtager finansiell støtte fra bl.a. EU og IMF, medførte justeringsprogrammer et behov for betydelig budgetkonsolidering. Bulgarien, Estland og Litauen gennemførte omfattende konsolideringstiltag med det formål at få styr på den hurtigt forværrede budgetsituation. Derimod strammede Tjekkiet

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

(I pct. af BNP)

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

Pct. af BNP				Det opdaterede konvergensprogram fra 2008	Prognose fra Europa- Kommissionen 2009	Det opdaterede konvergensprogram fra 2009
	2006	2007	2008	2009	2009	2009
Bulgarien	3,0	0,1	1,8	3,0	-0,8	-1,9
Tjekkiet	-2,6	-0,7	-2,1	-1,6	-6,6	-6,6
Danmark	5,2	4,5	3,4	0,0	-2,0	-3,0
Estland	2,3	2,6	-2,7	-1,7	-3,0	-2,6
Letland	-0,5	-0,3	-4,1	-5,3	-9,0	-10,0
Litauen	-0,4	-1,0	-3,2	-2,1	-9,8	-9,1
Ungarn	-9,3	-5,0	-3,8	-2,6	-4,1	-3,9
Polen	-3,6	-1,9	-3,6	-2,5	-6,4	-7,2
Rumænien	-2,2	-2,5	-5,5	-5,1	-7,8	-
Sverige	2,5	3,8	2,5	1,1	-2,1	-2,2
Storbritannien	-2,7	-2,7	-5,0	-8,1	-12,1	-12,6
EU8 <sup>1)</sup>	-3,4	-2,0	-3,5	-2,6	-6,2	-6,4
EU11 <sup>2)</sup>	-1,8	-1,4	-3,2	-5,0	-8,7	-9,2
Euroområdet	-1,3	-0,6	-2,0	-3,4	-6,4	-6,2

**Offentlig bruttogæld**

Pct. af BNP				Det opdaterede konvergensprogram fra 2008	Prognose fra Europa- Kommissionen 2009	Det opdaterede konvergensprogram fra 2009
	2006	2007	2008	2009	2009	2009
Bulgarien	22,7	18,2	14,1	15,4	15,1	14,7
Tjekkiet	29,4	29,0	30,0	27,9	36,5	35,2
Danmark	31,3	26,8	33,5	27,9	33,7	38,5
Estland	4,5	3,8	4,6	3,7	7,4	7,8
Letland	10,7	9,0	19,5	32,4	33,2	34,8
Litauen	18,0	16,9	15,6	16,9	29,9	29,5
Ungarn	65,6	65,9	72,9	72,5	79,1	78,0
Polen	47,7	45,0	47,2	45,8	51,7	50,7
Rumænien	12,4	12,6	13,6	18,0	21,8	-
Sverige	45,9	40,5	38,0	32,2	42,1	42,8
Storbritannien	43,2	44,2	52,0	60,5	68,6	72,9
EU8 <sup>1)</sup>	37,9	35,8	38,0	38,0	43,9	47,2
EU11 <sup>2)</sup>	41,6	40,8	45,5	49,0	56,5	60,8
Euroområdet	68,3	66,0	69,3	71,5	78,2	78,7

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2009, opdaterede konvergensprogrammer 2008 og 2009/2010 samt ECBs beregninger. Anm.: Observationerne er baseret på definitionerne i ENS95. Tallene for 2009 i de opdaterede konvergensprogrammer for 2008 er de nationale regeringers budgetmål og kan således afvige fra de faktiske tal.

1) EU8 omfatter de otte EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 eller 1. januar 2007.

2) EU11 omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2009.



og Polen ikke finanspolitikken, og de automatiske stabilisatorer fik lov til at virke frit, selv om deres finanspolitiske effekt delvis blev udlignet af udgiftsbespærelser i Polen. Den lempelige finanspolitik i Tjekkiet var også et resultat af regeringens stimulerende foranstaltninger. Endelig lancerede Danmark, Storbritannien og Sverige omfattende stimulerende finanspolitiske pakker i 2009.

Ultimo 2009 traf Rådet afgørelse om, at der forelå et uforholdsmæssigt stort underskud i alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Bulgarien, Danmark, Estland og Sverige. Fristen for at nedbringe underskuddet blev sat til 2011 for Ungarn; 2012 for Letland, Litauen, Polen og Rumænien; 2013 for Tjekkiet og 2014-15 for Storbritannien.

Den offentlige gældskvote som andel af BNP anslås at være steget i alle EU-lande uden for euroområdet. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose i 2009 var stigningen størst i Storbritannien (+16,6 procentpoint), Litauen (+14,3 procentpoint) og Letland (+13,7 procentpoint) som følge af deres store budgetunderskud og – for Storbritanniens og Letlands vedkommende – finansielle transaktioner til støtte for den indenlandske banksektor. Gældskvoten lå under referenceværdien på 60 pct. af BNP for de fleste EU-lande uden for euroområdet; dog havde Ungarn fortsat en gældskvote på over 60 pct., og Storbritanniens gældskvote steg til over referenceværdien.

Udviklingen i budgetstillingerne og den offentlige gældskvote i 2009 bekræftedes overvejende i de seneste opdateringer af konvergensprogrammerne, som EU-landene uden for euroområdet fremsendte i januar og februar 2010.

#### **UDVIKLING I BETALINGSBALANCEN**

Det samlede underskud på de løbende poster og kapitalposterne mindskedes i EU-landene uden for euroområdet i 2009. Navnlig i de lande, der tiltrådte EU i 2004 eller senere, faldt underskuddet på betalingsbalancens løbende poster (både nominelt og som andel af BNP). I flere lande var faldet meget brat, og underskuddet på

de løbende poster blev vendt til et overskud (se tabel 10). Det skyldtes et dyk i den indenlandske efterspørgsel samt en lavere tilstrømning af kapital til området som følge af forværringen af den globale finansielle krise. Forandringen var derfor særlig udtalt i landene med de højeste underskud før krisen – nemlig de baltiske lande, Bulgarien og Rumænien – og i de baltiske lande vendte de løbende poster og kapitalposterne fra et meget stort underskud til et overskud. Ungarn oplevede også en kraftig vending i både de løbende poster og kapitalposterne, der gik fra et underskud på 6 pct. af BNP i 2008 til et overskud i 2009. De lande, som ved krisens start havde lavere underskud på betalingsbalancen, dvs. Storbritannien, Tjekkiet og Polen, oplevede en indsnævring af underskuddet, og de to sidstnævnte kunne udvise et lille overskud. Danmark og Sverige oplevede stigende overskud.

Denne kraftige tilpasning af betalingsbalanceunderskuddet blev ledsaget af kreditstramninger og større ændringer i finansieringsmønstrene. Nettoindstrømningen af "andre investeringer" vendte i Tjekkiet, Bulgarien, Letland, Litauen og Sverige og faldt i Estland, Ungarn, Polen og Rumænien. I nogle lande, fx Ungarn, Letland og Rumænien, blev nedgangen i kreditgivningen til den private sektor delvis udlignet af internationale og europæiske økonomiske støtteprogrammer. Sammenholdt med 2008 faldt tilstrømningen af udenlandske direkte investeringer i de central- og østeuropæiske lande, som tiltrådte EU i 2004 eller senere, selv om Bulgarien fortsat oplevede en nettoindstrømning på over 10 pct. af BNP. Danmark og Storbritannien oplevede fortsat en nettoudstrømning af udenlandske direkte investeringer. Udviklingen i strømmen af nettoporteføljelinvesteringer var forholdsvis heterogen: Danmark, Sverige og Storbritannien oplevede en betydelig indstrømning, mens Bulgarien, Estland og Ungarn oplevede en udstrømning. Nærmere bestemt oplevede Storbritannien fortsat store bevægelser i de finansielle poster – hvilket især kan tilskrives den globale omfordeling af investorernes porteføljer under den finansielle krise.

**Tabel 10. Betalingsbalancen for EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet**

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter			Nettostrome af udenlandske direkte investeringer			Nettostrome af andre investeringer			Nettostrome af porteføljeinvesteringer		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgarien <sup>1)</sup>	-27,2	-24,6	-14,0	29,0	17,8	10,7	17,8	17,5	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9
Tjekkiet	-2,6	-2,2	0,2	5,1	4,1	0,9	0,1	0,6	-1,0	-1,6	-0,2	3,1
Danmark	1,5	2,2	4,0	-2,8	-3,3	-2,6	3,4	2,1	3,6	-1,9	3,5	6,3
Estland	-16,8	-8,4	7,6	4,6	3,7	-0,7	14,2	4,9	3,7	-2,3	3,1	-10,5
Letland	-20,4	-11,5	11,1	6,8	3,0	1,5	19,3	7,5	-10,8	-2,3	1,1	1,5
Litauen	-12,8	-10,1	6,5	3,6	3,2	0,3	13,0	5,0	-10,7	-0,8	-0,3	3,5
Ungarn	-6,1	-6,0	2,4	3,4	1,2	0,2	5,5	17,0	7,3	-1,6	-2,6	-3,7
Polen	-3,6	-3,9	0,1	4,3	2,2	1,9	6,5	5,9	2,4	-1,3	-0,6	3,6
Rumænien	-12,8	-11,1	-3,9	5,7	6,7	3,5	11,2	6,5	1,3	0,4	-0,4	0,4
Sverige	8,7	6,1	7,2	-2,4	2,8	-5,0	-3,1	8,8	-10,4	3,5	-6,2	9,9
Storbritannien <sup>1)</sup>	-2,5	-1,3	-0,9	-2,7	-2,6	-1,6	-1,5	-15,3	-8,0	8,0	21,4	10,7
EU11 <sup>2)</sup>	-1,4	-0,9	0,8	-0,9	-0,5	-1,4	0,3	-5,6	-5,3	4,5	11,2	8,2
EU3 <sup>3)</sup>	-0,1	0,4	1,0	-2,7	-1,7	-2,3	-1,3	-9,2	-7,3	6,2	14,6	10,1
EU8 <sup>4)</sup>	-6,4	-5,7	0,1	5,4	3,6	1,7	5,9	7,4	1,9	-1,3	-0,9	1,1
Euroområdet	0,2	-1,4	-0,6	-0,8	-2,0	-1,0	-0,1	0,8	-2,1	1,7	3,8	3,8

Kilde: ECB.

1) Observationer for 2009 vedrører gennemsnittet af de fire kvartaler frem til 3. kvartal 2009.

2) EU11 omfatter vægtede bidrag for de 11 EU-lande uden for euroområdet.

3) EU3 omfatter vægtede bidrag for Danmark, Sverige og Storbritannien.

4) EU8 omfatter vægtede bidrag for de EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 eller senere.

## VALUTAKURSER

Valutakursudviklingen i EU-landene uden for euroområdet var i 2009 kraftigt påvirket af de enkelte landes valutakursregimer.

Danmarks, Estlands, Letlands og Litauens valutaer deltog i ERM2. De var underlagt et standardudsvingsbånd på  $\pm 15$  pct. omkring deres centalkurs over for euroen; for den danske krone vedkommende dog med et smallere bånd på  $\pm 2,25$  pct. (se figur 43). I nogle tilfælde er deltagelsen i ERM2 også forbundet med ensidige forpligtelser fra landenes side til at holde sig inden for et smallere udsvingsbånd. Ensidede forpligtelser giver ikke ECB yderligere forpligtelser. Særligt blev det aftalt, at den estiske kroon og den litauiske litas kunne komme med i ERM2, selv om landene bevarede deres currency boards. De lettiske myndigheder besluttede at fastholde latsen på centalkursen over for euroen med et udsvingsbånd på  $\pm 1$  pct. For alle de lande, hvis valuta kom med i ERM2 i 2004 eller senere (dvs. Estland, Letland og Litauen), var aftalerne om deltagelse også baseret på en række forpligtelser fra de relevante myndigheders side, bl.a. om at føre en forsvarlig finans-

**Figur 43. Udviklingen i EU-valutaer i ERM2**

(Daglige observationer; afvigelse fra centalkursen i procentpoint)



Kilde: ECB.

Anm.: En positiv (negativ) afvigelse fra centalkursen over for euroen er udtryk for, at valutaen ligger på den svagere (stærkere) side af båndet. For den danske krone er udsvingsbåndet  $\pm 2,25$  pct.; for alle andre valutaer gælder standardudsvingsbåndet på  $\pm 15$  pct. Som en ensidig forpligtelse er udsvingsbåndet for den lettiske lats  $\pm 1$  pct., og for både den litauiske litas og den estiske kroon fastholdes et eurobaseret currency board-regime. Den seneste observation er fra 26. februar 2010.

politik, fremme en behersket lønudvikling, som modsvarer produktivitetsvæksten, føre en tilbageholdende kreditpolitik og gennemføre yderligere strukturreformer.

Den lettiske lats svingede inden for det unilateralt fastsatte bånd på  $\pm 1$  pct. over for euroen. Denne volatilitet afspejlede tilsyneladende investorerens skiftende tillid til opfyldelsen af de krav, der blev aftalt i forbindelse med de internationale støtteprogrammer. Presset på den lettiske lats aftog midlertidigt ultimo juli 2009, efter at Letland fik udbetalt anden rate af EUs betalingsbalancestøtte til landet. Problemer med at få vedtaget finanspolitiske foranstaltninger i det lettiske parlament i september 2009, tilsyneladende i forbindelse med internationale støtteprogrammer, betød dog, at latsen igen kom under et nedadrettet pres. I september nærmede den lettiske lats sig derfor den svage ende af det unilateralt fastsatte bånd på  $\pm 1$  pct.

Der blev i 2009 indgået en række valutaaftaler mellem forskellige nationale centralbanker. For at sikre finansiel stabilitet indgik Eesti Pank en aftale med Sveriges Riksbank, som tillader den estiske centralbank at låne op til 10 mia. svenske kroner mod estiske kroon. Sveriges Riksbank udvidede også aftalen med Latvijs Banka, som den indgik sammen med Danmarks Nationalbank i december 2008, og som giver Latvijs Banka ret til at låne op til 500 mio. euro mod lettiske lats. Endvidere hævdede Sveriges Riksbank i juni 2009 3 mia. euro på sin eksisterende kreditfacilitet hos ECB med det formål at øge valutareserverne.

Hvad angår valutaerne i de EU-lande uden for euroområdet, som ikke deltog i ERM2, kan kursudviklingen inddeles i to faser. Primo 2009 fortsatte den tjekkiske koruna, den ungarske forint, den polske zloty og den rumænske leu med at depreciere kraftigt (se figur 44). Det skete på baggrund af voksende usikkerhed på de globale finansielle markeder efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008, forværrede økonomiske udsigter i Europa samt investorernes bekymring for ekstern sårbarhed i området, hvilket også kan have haft en afsmittende effekt på tværs af valu-

taerne. Deprecieringerne var kraftigst medio februar 2009 og fik i nogle lande myndighederne til at intervenere på valutamarkedet. En gradvis normalisering af de globale markedsforhold bidrog senere til en kraftig appreciering af den tjekkiske, ungarske og polske valuta over for euroen og førte i sidste ende til forholdsvis stabile valutakurser i 4. kvartal 2009, selv om de fortsat lå betydeligt svagere end gennemsnittet for 2008. Den rumænske leu forblev stort set uændret fra marts 2009. Den bulgarske lev forblev også uændret i forhold til euroen, hvilket afspejlede det bulgarske eurobaserede currency board-regime.

Den svenske krone deprecierede kraftigt i forhold til euroen i begyndelsen af 2009 og nåede et rekordlavt niveau primo marts 2009. Derefter bidrog investorernes mere positive syn på de baltiske landes situation og den gradvise normalisering af forholdene på de finansielle markeder til en styrkelse af den svenske krone i forhold til euroen. Kronen var dog mod slutningen af 2009

**Figur 44. Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2**

(Daglige observationer; indeks: 2. januar 2009 = 100)



Kilde: ECB

Anm.: En stigning (et fald) er udtryk for en depreciering (appreciering) af valutaen. Den seneste observation er fra 26. februar 2010.

fortsat væsentlig svagere end det gennemsnitlige niveau i 2008.

Efter et rekordlavt niveau i december 2008 apprecierede det britiske pund i forhold til euroen under betydelig volatilitet i 2009. Udviklingen i de bilaterale valutakurser afspejlede fortsat delvis udviklingen i det mellemlange rentespænd, der udviste stor volatilitet som følge af usikkerheden vedrørende de økonomiske udsigter for begge områder.

### DEN FINANSIELLE UDVIKLING

I EU-landene uden for euroområdet var de lange renter, målt på baggrund af den 10-årige statsobligationsrente, i 2009 fortsat påvirket af spændinger på de globale markeder, nedjusteringer af landenes kreditvurderinger, finansielle redningspakker samt de internationale investorers risikoaversion. Renterne i disse lande lå generelt fortsat højt sammenholdt med de gennemsnitlige lange renter i euroområdet.

I de fleste EU-lande uden for euroområdet steg statsobligationsrenterne i forhold til deres niveau ultimo 2008, selv om enkelte lande oplevede et fald. Stigningen i den lange rente var størst i Letland, hvor lavere økonomisk vækst og en efterfølgende nedjustering af kreditvurderingerne mindskede optimismen blandt investorerne og lagde en dæmper på udenlandske investorers efterspørgsel efter statsobligationer. Desuden var obligationsmarkederne i Letland, Litauen og Rumænien næsten illikvide, bl.a. fordi investorerne fortsat var tilbageholdende. I den modsatte ende af spektret faldt de lange obligationsrenter i Bulgarien og Ungarn.

Den negative stemning på markedet fik også indflydelse på andre finansielle instrumenter i EU-landene uden for euroområdet i begyndelsen af 2009. Spændene for credit default swaps (CDS) for statsobligationer nåede et toppunkt i marts 2009, og aktiemarkederne nåede et lavpunkt. Derefter begyndte de vigtigste markeder at vise tegn på bedring, hvilket sammen med stærke politiske tiltag støttede det globale pengemarked og forbedrede stemningen på markedet. Den gunstige udvikling vendte tenden-

sen i CDS-spændene, pengemarkedsrenterne og aktiekurserne i EU-landene uden for euroområdet. CDS-spændene indsnævredes, men lå i december 2009 stadig på et niveau, der var højere end før tilspidsningen af den finansielle krise i 2008. Pengemarkedsrenterne faldt i alle EU-landene uden for euroområdet; dog var spændet mellem pengemarkedsrenterne og 3-måneders Euribor fortsat positivt. Aktieindeksene steg i gennemsnit med 37 pct. mellem december 2008 og december 2009, hvilket var mere, end aktieindekset for euroområdet steg med.

### PENGEPOLITIK

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

Den vigtigste pengepolitiske udfordring bestod i den stærke nedgang i den økonomiske aktivitet, der fulgte i kølvandet på den voksende uro på de finansielle markeder, og dens konsekvenser for inflationsudsigterne. Derudover oplevede de fleste lande likviditetsstramninger på deres interbank- og statsobligationsmarkeder samt spændinger på deres valutamarkeder. Som følge heraf blev den pengepolitiske transmissionsmekanisme påvirket i en række lande. De nationale centralbankers svar på disse udfordringer varierede afhængigt af de økonomiske forhold og de pengepolitiske rammer.

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger mellem januar 2009 og december 2009, vedtog de fleste centralbanker i ERM2 tiltag, der ofte afspejlede ECBs træk. ECB nedsatte i første halvdel af 2009 den faste rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer med i alt 150 basispoint (ad fire omgange i januar, marts, april og maj) og har siden fastholdt den uændret på 1 pct.

Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Eesti Pank og Lietuvos bankas, der opererer med currency boards og derfor ikke har nogen pengepolitiske renter, følger automatisk ændringerne i ECBs renter. For at lette

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

	Pengepolitisk strategi	Valuta	Karakteristika
Bulgarien	Valutakursmål	Lev	Valutakursmål: Tilknudning til euro med kurs på BGN 1,95583 pr. euro inden for rammerne af et currency board-regime.
Tjekkiet	Inflationsmål	Koruna	Inflationsmål: 3 pct. med en tilladt afvigelse på $\pm 1$ procentpoint indtil ultimo 2009, derefter 2 pct. med $\pm 1$ procentpoint. Valutakurs med styret flydning.
Danmark	Valutakursmål	Krone	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. omkring centalkurs på DKK 7,46038 pr. euro.
Estland	Valutakursmål	Kroon	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centalkurs på EEK 15,6466 pr. euro. Estland fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Letland	Valutakursmål	Lats	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centalkurs på LVL 0,702804 pr. euro. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på $\pm 1$ pct. som ensidig forpligtelse.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centalkurs på LTL 3,45280 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Inflationsmål	Forint	Inflationsmål: 3 pct. $\pm 1$ procentpoint på mellemlangt sigt siden 2007. Frit flydende valutakurs.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. $\pm 1$ procentpoint (12-måneders stigning i CPI). Frit flydende valutakurs.
Rumænien	Inflationsmål	Leu	Inflationsmål: 3,5 pct. $\pm 1$ procentpoint for ultimo 2009 og ultimo 2010. 3 pct. $\pm 1$ procentpoint for ultimo 2011. Valutakurs med styret flydning.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI med en margin på $\pm 1$ procentpoint. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. (12-måneders stigning i CPI) <sup>1</sup> . Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at Den Pengepolitiske Komite skriver et åbent brev til finansministeren.

Kilde: ESCB.  
1) CPI svarer til HICP.

likviditetspresset på interbankmarkederne har Българска народна банка (Bulgarian National Bank) dog reduceret minimumsreservekravet.

Hvad angår de lande, der deltager i ERM2 og ikke opererer med currency boards, nedsatte Latvijas Banka, som fastholder et udsvingsbånd på  $\pm 1$  pct. i forhold til centalkursen som en ensidig forpligtelse, sin pengepolitiske rente ad to omgange med 100 basispoint, første gang i marts og anden gang i maj 2009, til 4 pct. Danmark Nationalbank videreførte den lempelige politik, som var påbegyndt i november 2008, og nedsatte i 2009 den pengepolitiske rente yderligere ad ni omgange med i alt 255 basispoint. Efter en rentenedsættelse på i alt 175 basispoint

i de sidste to måneder af 2008 nedsatte Danmarks Nationalbank sin pengepolitiske rente med 75 basispoint i både januar og marts 2009, efterfulgt af en række mindre nedsættelser mellem april 2009 og januar 2010. Dermed nåede den pengepolitiske rente ned på 1,05 pct. I nogle tilfælde fulgte Danmarks Nationalbank ECB, mens andre beslutninger blev truffet, uden at ECB ændrede sine renter, hvorved det pengepolitiske rentespænd over for euroområdet indsnævredes. Danmarks Nationalbank intervenerede også på valutamarkedet for at genopbygge sin valutareserve efter en periode med spændinger på valutamarkedene og deraf følgende udstrømning af reserver i slutningen af 2008.

Alle nationale centralbanker, som har inflationsmål, og som ikke deltager i ERM2, reagerede på den tiltagende virkning af den finansielle krise og det hurtigt aftagende inflationspres som følge af store negative produktionsgab ved at nedsætte renterne i 2009. Den faktiske inflation var lavere end inflationsmålene i Tjekkiet og Sverige, men lå højere i Ungarn, Polen og Rumænien. Størrelsen af rentenedsættelserne afhang af udgangspunktet med hensyn til fx inflation og risikopræmier. I løbet af 2009 nedsatte Česká národní banka sin pengepolitiske rente ad fire omgange med i alt 125 basispoint til 1 pct., mens Narodowy Bank Polski og Bank of England begge nedsatte deres renter med 150 basispoint ad flere omgange til henholdsvis 3,5 pct. og 0,5 pct. Narodowy Bank Polski vedtog en tidlig indfrielse af bankens obligationer i januar 2009 og nedsatte den pengepolitiske rente i maj 2009. I marts 2009 indførte Bank of England desuden et program til opkøb af aktiver udstedt af den private sektor samt statsobligationer og udvidede det tre gange (i maj, august og november) til i alt 200 mia. pund. Magyar Nemzeti Bank og Banca Națională a României fortsatte deres lempelige politik ved at nedsætte deres pengepolitiske renter ad flere omgange i 2. halvår 2009 og primo 2010 med i alt henholdsvis 375 og 200 basispoint. Disse to nationale centralbanker havde med 5,75 pct. og 7 pct. de højeste pengepolitiske renter i EU i februar 2010. Banca Națională a României reducerede minimumsreservekravet for nogle af kreditinstitutternes passiver. Sveriges Riksbank nedsatte renten med 175 basispoint i 2009 og bragte dermed den pengepolitiske rente ned på 0,25 pct. Desuden tilbød Sveriges Riksbank lån til banker for i alt 300 mia. svenske kroner til fast rente og med en løbetid på ca. 12 måneder (ad tre omgange i juli, september og oktober 2009) med henblik på at reducere renterne på udlån til husholdninger og virksomheder.



ECBs nye hovedsæde: simulation af atriet mellem de to kontortårne.

## KAPITEL 2

# CENTRALBANK- OPERATIONER OG -AKTIVITETER



# I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

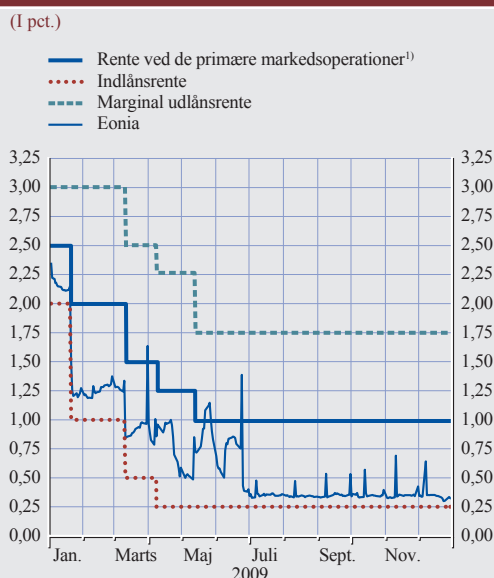
## I.1 MARKEDSOPERATIONER OG STÅENDE FACILITETER

De pengepolitiske instrumenter, som Eurosystemet anvendte i 2009, var markedsoperationer, såsom primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer, finjusterende operationer og programmet til opkøb af covered bonds samt de stående faciliteter og reservekravene. Inden for de operationelle rammer for gennemførelsen af pengepolitikken anvendes markedsoperationer og stående faciliteter som regel til at styre likviditetsforholdene på interbankpengemarkedet med henblik på at holde den meget korte rente tæt på ECBs pengepolitiske rente. Programmet til opkøb af covered bonds er et midlertidigt, ekstraordinært tiltag.

I 2009 ændrede Styrelsesrådet ECBs renter ad fire omgange (se figur 45). Den 15. januar besluttede Styrelsesrådet at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 2,00 pct. Efterfølgende blev den nedsat yderligere den 5. marts (til 1,50 pct.) og den 2. april (til 1,25 pct.). I overensstemmelse med Styrelsesrådets beslutning af 18. december 2008 om, at korridoren mellem de to stående faciliteter, hvis renter ligger på hver sin side af renten ved de primære markedsoperationer, igen skulle udvides til 200 basispoint, blev renten på den marginale udlånsfacilitet ved de samme lejligheder sat til henholdsvis 3,00 pct., 2,50 pct. og 2,25 pct., mens renten på indlånsfaciliteten blev sat til 1,00 pct., 0,50 pct. og 0,25 pct. Den 7. maj 2009 besluttede Styrelsesrådet at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer til 1,00 pct., at nedsætte renten på den marginale udlånsfacilitet til 1,75 pct. og at fastholde renten på indlånsfaciliteten på 0,25 pct. Korridoren indsnævredes således med 50 basispoint, til 150 basispoint, med virkning fra den 13. maj 2009.

Pengepolitikken i 2009 afspejlede fortsat Eurosystemets forsøg på at mindske de spændinger på pengemarkedet, som opstod i forbindelse med den finansielle uro. Ud over at gennemføre alle markedsoperationer med fuld tildeling udvidede Eurosystemet den gennemsnitlige løbetid for sine markedsoperationer ved at indføre lang-

Figur 45. ECBs officielle renter og Eonia



Kilde: ECB.

1) Fast rente fra 15. oktober 2008.

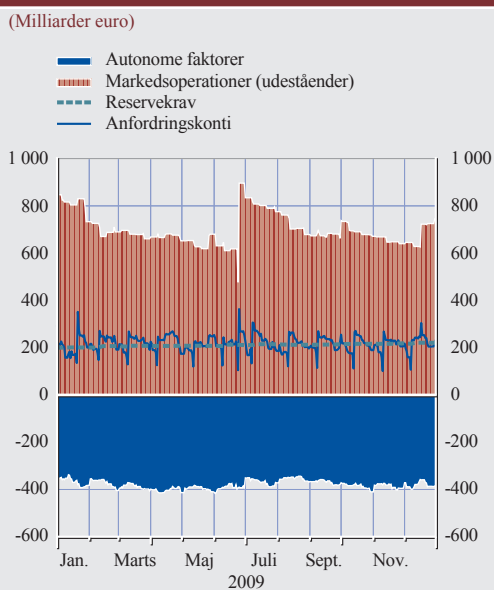
fristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år. Disse tiltag skulle sikre solvente banker fortsat adgang til likviditet mod passende sikkerhedsstillelse og var således med til at sætte gang i det træge pengemarked.

### BANKSEKTORENS LIKVIDITETSBEHOV

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

Alle Eurosystemets markedsoperationer i 2009 var med fuld tildeling. Det betød, at det samlede udestående i markedsoperationerne ikke blev

**Figur 46. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2009**



Kilde: ECB.

styret af Eurosystemets forsyningsovervejelser, men af de pengepolitiske modparter efterspørgsel, der afspejlede deres underliggende likviditetspræferencer. Det tildelte beløb ved markedsoperationerne lå faktisk et godt stykke over likviditetsbehovet i euroområdet banksektor som helhed. Det samlede reserveoverskud var imidlertid fortsat meget lavt i 2009, idet det gennemsnitligt lå på 1,05 mia. euro, svarende til niveauet i de foregående år (1,07 mia. euro i 2008 og 0,9 mia. euro i 2007).

I 2009 fortsatte euroområdet banksektor med samlet set at låne mere likviditet, end der var behov for, og genplacere den hos Eurosystemet. Bankerne betalte den faste rente ved de primære markedsoperationer og modtog renten på indlånsfaciliteten (hvilket indebar et spænd på 100 basispoint frem til 13. maj 2009 og 75 basispoint derefter). Det kan tolkes som et klart tegn på modparternes efterspørgsel efter likviditet fra Eurosystemet af forsigtighedshensyn. Set fra denne synsvinkel kan "præmien" for denne likviditetsforsikring siges at være faldet efter 13. maj, hvilket kan have været med til at fast-

holde eller endda øge efterspørgslen ved Eurosystemets markedsoperationer.

I 2009 lå euroområdet banksektors gennemsnitlige daglige likviditetsbehov på 577 mia. euro, hvilket var 20 pct. højere end i 2008. Den væsentligste årsag til stigningen var, at de autonome faktorer steg med 39 pct. til 380 mia. euro. Det gennemsnitlige reservekrav lå stort set uændret på 216 mia. euro i 2009 sammenlignet med 210 mia. euro i 2008 (se figur 46). Væksten i efterspørgslen efter pengesedler aftog kraftigt i 2009 (se figur 53 i afsnit 3 i dette kapitel)

### RESERVEKRAVSSYSTEMET

Kreditinstitutterne i euroområdet er forpligtede til at have minimumsindeståender på anfordringskonti i Eurosystemet. Som det har været tilfældet siden 1999, var reservekravet i 2009 lig med 2 pct. af kreditinstitutternes reservekravsgrundlag. Gennemsnittet lå på 216 mia. euro i 2009, hvilket kun var 3 pct. højere end i 2008. I enhver reservekravsperiode forrenter Eurosystemet reserverne med gennemsnittet af skæringsrenten ved de primære markedsoperationer i reservekravsperioden (hvis der er tale om auktioner til variabel rente) eller den faste rente (hvis der er tale om auktioner til fast rente), og derfor indebærer reservekravssystemet ikke de store udgifter for banksektoren. Systemet opfylder to vigtige funktioner i de operationelle rammer for gennemførelsen af Eurosystemets pengepolitik. For det første stabiliserer det de korte pengemarkedsrenter, idet reservekravene kun skal opfyldes i gennemsnit i løbet af reservekravsperioden, hvorved kreditinstitutterne kan udjævne midlertidig og uventet indstrømning og udstrømning af likviditet. For det andet øger det likviditetsunderskuddet i banksektoren, dvs. bankernes samlede behov for refinansiering fra Eurosystemet. Det er med til at sikre en jævn og forudsigelig efterspørgsel efter refinansiering fra Eurosystemet, hvilket gør det lettere for Eurosystemet at styre de korte pengemarkedsrenter.

## MARKEDSOPERATIONER

Eurosystemet anvender primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer samt finjusterende operationer til at styre likviditetsforholdene på pengemarkedet. Alle likviditetstilførende operationer kræver fuld sikkerhedsstillelse. De primære markedsoperationer er ordinære ugentlige operationer med normalt en løbetid på 1 uge. De er det vigtigste instrument til at sende signaler om pengepolitikens stramhedsgrad. De regelmæssige langfristede markedsoperationer er månedlige likviditetstilførende operationer med en løbetid på 3 måneder. En række yderligere operationer, som var blevet indført tidligere, var stadig i brug i 2009. Det drejede sig om supplerende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 3 eller 6 måneder samt markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid svarende til længden på reservekravsperioden. Den 7. maj 2009 besluttede Styrelsesrådet, at der skulle gennemføres tre likviditetstilførende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år. De to første, der blev afviklet henholdsvis den 25. juni og den 1. oktober, blev gennemført som auktioner til fast rente med fuld tildeling og et nulspænd til renten ved de primære markedsoperationer. Ved den sidste operation, som blev afviklet den 17. december, blev renten sat til gennemsnittet af minimumsbudrenten/den faste rente ved de primære markedsoperationer i operationens løbetid (371 dage).

I 2009 blev der gennemført 52 primære markedsoperationer som auktioner til fast rente, hvor alle bud blev imødekommet. Antallet af godkendte modparter steg fra 2.099 i 2008 til 2.157 i 2009. I gennemsnit deltog 401 modparter i de primære markedsoperationer i 2009, sammenlignet med 443 i 2008. Inden afviklingen af den første langfristede markedsoperation med en løbetid på 1 år var den gennemsnitlige tildeling ved de primære markedsoperationer 236 mia. euro (se figur 47), og antallet af modparter var højt (558 budgivere i gennemsnit). Ved den primære markedsoperation, der blev afviklet den 24. juni, umiddelbart før tildelingen i den første 1-årige langfristede markedsoperation, observeredes et brat fald i det tildelte beløb, til

168 mia. euro. Derefter sås der en nedadgående tendens i både deltagelsen og beløbet ved de primære markedsoperationer, og denne tendens fortsatte i hele 2. halvår. Det laveste antal modparter (109) ved en primær markedsoperation i 2009 blev registreret den 23. december, mens det laveste beløb (46 mia. euro) blev tildelt i den operation, som blev afviklet den 4. november.

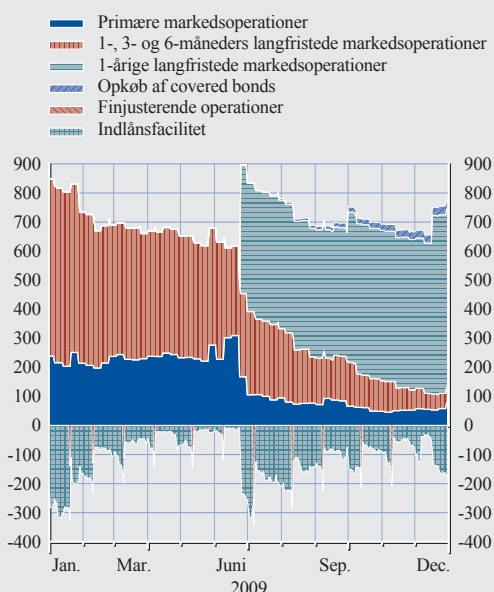
I 1. halvår faldt udeståendet i de langfristede markedsoperationer, supplerende langfristede operationer og markedsoperationerne på særlige vilkår støt, fra 617 mia. euro den 1. januar til 309 mia. euro den 24. juni (se figur 47). Samtidig sås en gradvis nedgang i den daglige anvendelse af Eurosystemets indlånsfacilitet. Efter afviklingen af den første 1-årige langfristede markedsoperation blev det samlede udestående ved markedsoperationer på særlige vilkår og langfristede markedsoperationer mere end fordoblet til 729 mia. euro. Det forblev meget højt i hele 2. halvår (og nåede op på 670 mia. euro den 31. december). Det samlede udestående i markedsoperationerne, ud over de 1-årige langfristede markedsoperationer, faldt dog kraftigt, idet modparterne valgte at forlænge løbetiden i Eurosystemets markedsoperationer ved i højere grad at anvende de 1-årige operationer.

Den 31. december stod de 1-årige langfristede markedsoperationer for 82 pct. af det samlede udestående i markedsoperationerne, mens de primære markedsoperationer stod for 11 pct., 3-måneders og 6-måneders markedsoperationerne for henholdsvis 3 pct. og 4 pct. og markedsoperationer på særlige vilkår for 0,4 pct. Programmet til opkøb af covered bonds (se afsnit 1.3 i dette kapitel) udgjorde 4 pct. af likviditetstilførslen. Den 31. december oversteg alene udeståendet i de 1-årige langfristede markedsoperationer (614 mia. euro) banksektorens samlede likviditetsbehov med 23 mia. euro.

Deltagelsen i de 1-årige langfristede markedsoperationer var generelt meget høj, men faldt i årets løb, idet 1.121 modparter deltog i den første operation, 589 i den anden og 224 i den tredje. Deltagelsen i de øvrige operationer aftog også kraftigt i løbet af 2009, for 3-måneders

**Figur 47. Udeståender i de pengepolitiske operationer**

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

operationernes vedkommende fra et maksimum på 133 (den 28. januar) til et minimum på 8 (den 7. oktober og den 7. december) og for 6-måneders operationerne fra et maksimum på 110 (den 10. juni) til et minimum på 21 (den 11. november og den 9. december). Deltagelsen i markedsoperationerne på særlige vilkår faldt også, fra et maksimum på 147 (den 9. juni) til et minimum på 8 (den 7. december).

ECB kan udføre likviditetstilførende og likviditetsopsugende finjusterende operationer på ad hoc-basis for at styre likviditetsforholdene på markedet samt renterne. Pr. 6. oktober 2008 besluttede Styrelsesrådet at udvide adgangen til finjusterende operationer ved at give adgang for alle modparter, der er godkendt til at deltage i Eurosystemets markedsoperationer i form af standardauktioner, og som desuden opfylder visse udvælgelseskriterier fastlagt af de respektive nationale centralbanker. Denne beslutning forblev i kraft i 2009.

I 2009 gennemførte ECB kun finjusterende operationer på den sidste dag i reservekravsperioderne. 12 likviditetsopsugende operationer med en løbetid på 1 dag blev gennemført som auktioner til variabel rente med en maksimumsbudrente, der var lig med den faste rente ved de primære markedsoperationer. I gennemsnit blev der opsøgt 154 mia. euro i disse operationer, og 136 modparter deltog.

### STÅENDE FACILITETER

Modparterne kan anvende de to stående faciliteter på eget initiativ for at få adgang til dag-til-dag-likviditet mod belånbare aktiver som sikkerhed eller for at foretage indlån på anfordring hos Eurosystemet. Ved udgangen af 2009 havde 2.401 modparter adgang til den marginale udlånsfacilitet, og 2.775 modparter havde adgang til indlånsfaciliteten.

Renten på disse faciliteter sætter i princippet en øvre og nedre grænse for dag-til-dag-renten og spiller derfor en vigtig rolle i forbindelse med gennemførelsen af pengepolitikken. Den 18. december 2008 besluttede Styrelsesrådet, at korridoren mellem disse to renter pr. 15. januar 2009 skulle udvides fra 100 til 200 basispoint, symmetrisk placeret omkring renten ved de primære markedsoperationer. Den 7. maj 2009 blev korridoren indsnævret til 150 basispoint, da renten ved de primære markedsoperationer blev nedsat til 1,00 pct. Det skete for at sikre, at renten på indlånsfaciliteten holdt sig over nul, så der stadig var et incitament til at handle på det usikrede dag-til-dag-marked. Korridoren forblev symmetrisk omkring den faste rente ved de primære markedsoperationer.

Den rigelige tildeling ved markedsoperationerne til fast rente medførte en markant stigning i anvendelsen af indlånsfaciliteten, navnlig efter afvikling af den første langfristede markedsoperation med en løbetid på 1 år. Den gennemsnitlige daglige anvendelse af indlånsfaciliteten udgjorde 109 mia. euro (sammenlignet med 0,5 mia. euro i 2007 og 208,5 mia. euro i perioden fra 9. oktober til 31. december 2008). I 2009 fulgte anvendelsen af indlånsfaciliteten

nogenlunde samme mønster i alle reservekravsperioder: Beløbene var lavere i begyndelsen af perioden, men steg, efterhånden som flere modparter opfyldte deres reservekrav.

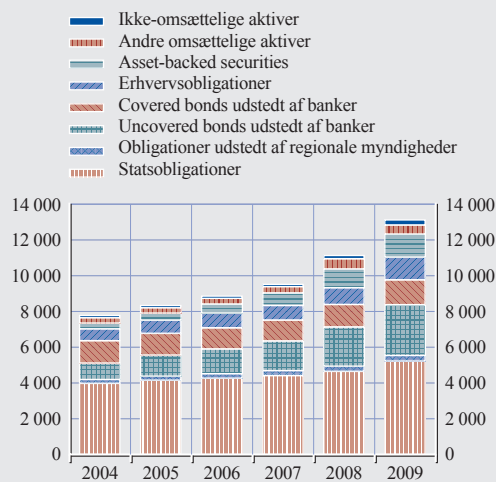
Den gennemsnitlige daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet udgjorde 1 mia. euro (sammenlignet med 6,7 mia. euro i perioden oktober-december 2008). Nedgangen kan skyldes mindsket usikkerhed vedrørende de enkelte bankers likviditetsbehov, bedre forhold på det usikrede dag-til-dag-interbankmarked (hvilket fx kom til udtryk i genåbning af kreditfaciliteter) og de rigelige tildelinger ved markedsoperationerne.

#### BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Som ESCB-statutten foreskriver, og i overensstemmelse med praksis blandt centralbanker overalt i verden, er alle Eurosystemets kreditoperationer baseret på tilstrækkelig sikkerhedsstillelse. Begrebet tilstrækkelighed indebærer for det første, at Eurosystemet i høj grad er beskyttet mod tab i sine kreditoperationer og for det andet, at tilstrækkelig sikkerhed bør være tilgængelig for en lang række modparter, således at Eurosystemet kan tilføre den likviditet, det skønner nødvendigt, både gennem pengepolitikken og som kredit inden for dagen i forbindelse med betalingsformidling. Eurosystemet accepterer derfor en lang række aktiver som sikkerhed i alle sine kreditoperationer. Dette kendetegn ved Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse samt den kendsgerning, at Eurosystemets markedsoperationer er åbne for en stor gruppe modparter, har på afgørende vis bidraget til gennemførelsen af pengepolitikken i stressperioder. Den indbyggede fleksibilitet i de operationelle rammer gjorde Eurosystemet i stand til at tilføre den nødvendige likviditet, da pengemarkedet fungerede dårligt under den finansielle krise, uden at kravene til sikkerhedsstillelse var en hæmsko. Ultimo 2008 besluttede Styrelsesrådet at udvide listen over belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse. Der er tale om et midlertidigt tiltag, der gælder til udgangen af 2010.

**Figur 48. Belånbare aktiver fordelt efter type**

(Milliarder euro; årligt gennemsnit)

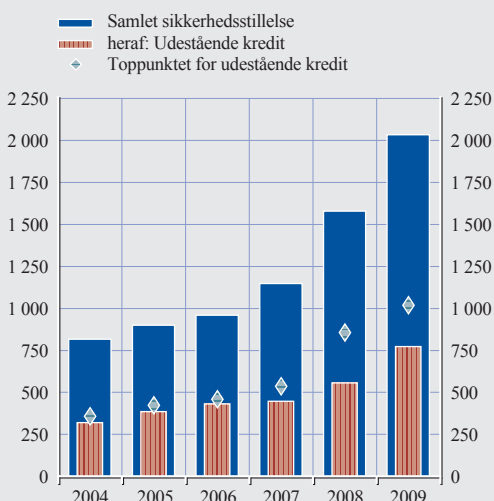


Kilde: ECB.

I 2009 steg gennemsnitsværdien af de belånbare aktiver med 17,9 pct. i forhold til 2008 til i alt 13,1 billioner euro (se figur 48). Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor, som udgjorde 5,5 billioner euro, tegnede sig for 40 pct. af den samlede værdi, mens resten af de omsættelige belånbare aktiver var uncovered bonds (2,8 billioner euro eller 20 pct.) eller covered bonds (1,4 billioner euro eller 11 pct.) udstedt af banker, asset-backed securities (1,3 billioner euro eller 10 pct.), erhvervsobligationer (1,3 billioner euro eller 10 pct.), og andre obligationer (0,5 billioner euro eller 4 pct.), fx udstedt af overnationale organisationer. Den samlede mængde af omsættelige aktiver, der blev godkendt som følge af de midlertidige tiltag for at udvide listen over belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse, udgjorde ca. 1,4 billioner euro ultimo 2009. Listen over belånbare aktiver omfatter også ikke-omsættelige aktiver, først og fremmest gældsfordringer (dvs. banklån). Modsat de omsættelige aktiver vurderes de ikke-omsættelige aktiver kun med hensyn til belånbarhed ved accept. Det er derfor vanskeligt at måle mængden af potentielt belånbare ikke-omsættelige aktiver. Med dette forbehold in mente ansås mængden af ikke-omsættelige aktiver, som modparterne havde pantsat som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperatio-

**Figur 49. Sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer<sup>1)</sup>**

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

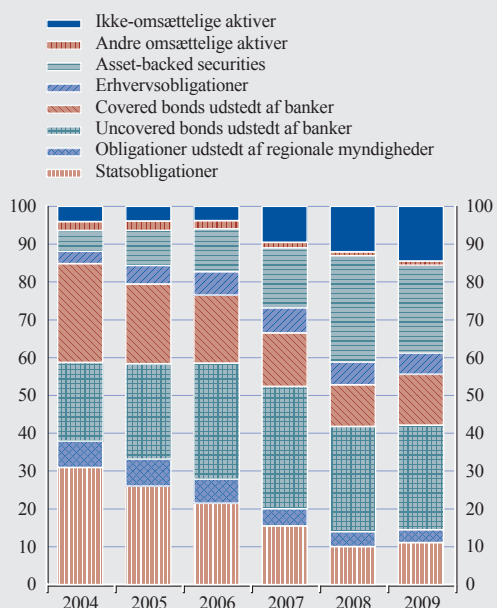
1) "Sikkerhedsstillelse" henviser til aktiver anvendt som sikkerhed i lande, der har et system med pooling, og aktiver anvendt som sikkerhed i lande med et øremærkningssystem.

ner, at have nået 0,3 billioner euro i 2009, dvs. 2 pct. af Eurosystemets samlede belånbare sikkerhed. Den midlertidige sænkning af grænseværdien for kreditkvaliteten i forbindelse med udvidelsen af listen over belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse gjaldt også for ikke-omsættelige aktiver.

Den gennemsnitlige værdi af omsættelige og ikke-omsættelige aktiver, som modparterne anvender til sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer, steg markant fra 1.579 mia. euro i gennemsnit i 2008 til 2.034 mia. euro i 2009. Den primære årsag til stigningen var, at modparterne stillede sikkerhed for store ekstra beløb til Eurosystemet som reaktion på den finansielle uro (se figur 49). Som sammenligningen af sikkerhedsstillelsen med de udestående tilgodehavender hos Eurosystemets modparter viser, steg andelen af sikkerhedsstillelse, der ikke blev anvendt til at dække udestående tilgodehavender fra pengepolitiske operationer,

**Figur 50. Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type**

(1 pct.)



Kilde: ECB.

samlet set en smule. Det tyder på, at mangel på belånbare aktiver ikke generelt har været en hindring for Eurosystemets modparter, selv om de har modtaget stigende mængder likviditet i markedsoperationerne.

Hvad angår sammensætningen af sikkerheden (se figur 50), faldt den gennemsnitlige andel af asset-backed securities fra 28 pct. i 2008 til 23 pct. i 2009 som følge af faldende markedsværdi og stigende haircuts, mens den samlede belånte mængde var stabil. Uncovered bonds udstedt af banker udgjorde i gennemsnit knap 28 pct. af sikkerhedsstillelsen i Eurosystemets operationer i 2009 og var dermed den aktivklasse, der tegnede sig for den største andel. Den gennemsnitlige andel af ikke-omsættelige aktiver steg fra 12 pct. i 2008 til 14 pct. i 2009. Desuden steg den gennemsnitlige andel af statspapirer fra 10 pct. i 2008 til 11 pct. i 2009. De nye aktivklasser, der midlertidigt er godkendt som sikkerhed,

udgjorde ca. 3,8 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse i omsættelige aktiver.

### RISIKOSTYRING

Eurosystemet mindsker risikoen for modparters misligholdelse i en kreditoperation ved at kræve, at modparterne stiller tilstrækkelig sikkerhed. Eurosystemet kan dog stadig være udsat for en række finansielle risici, hvis en modpart går konkurs, herunder kredit-, markeds- og likviditetsrisici. Desuden er Eurosystemet udsat for valutarisiko i forbindelse med likviditetstilførende operationer i fremmed valuta mod euro-denomineret sikkerhed, som det var tilfældet i 2009. Med henblik på at reducere disse risici til et acceptabelt niveau fastholder Eurosystemet høje kreditstandarder for aktiver, der er godkendt som sikkerhed, vurderer dagligt sikkerheden og benytter sig af passende risikostyring.

Af forsigtighedshensyn har Eurosystemet opbygget stødpuder i tilfælde af, at den sikkerhed, som konkursramte modparter har stillet, ved realiseringen viser sig at være utilstrækkelig. Stødpudernes størrelse vurderes årligt i forhold til realiseringen af sikkerheden og udsigterne til dækning af eventuelle tab. Generelt bliver de finansielle risici i kreditoperationer regelmæssigt kvantificeret og rapporteret til ECBs besluttende organer.

I 2009 foretog ECB den tekniske finjustering af rammerne for risikostyring, der var blevet annonceret den 4. september 2008, og tilpassede i den forbindelse brugen af asset-backed securities og uncovered bonds udstedt af banker, som er godkendt som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer. Hvad angår asset-backed securities, annoncerede Eurosystemet den 20. januar og 20. november 2009 yderligere krav til ratingen fra godkendte eksterne kreditvurderingsbureauer. For at asset-backed securities udstedt pr. 1. marts 2009 eller senere skulle kunne godkendes som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, blev det desuden besluttet, at den underliggende pulje ikke måtte bestå helt eller delvist af trancher af andre asset-backed securities. Asset-backed securities udstedt før 1. marts 2009 er undtaget fra dette

krav frem til 1. marts 2010. Hvad angår uncovered bonds udstedt af banker, annoncerede Eurosystemet den 20. januar 2009, at der pr. 1. marts 2009 ville blive indført grænser for brugen heraf.

Ovenstående justeringer af rammerne for risikostyring havde til formål at sikre, at Eurosystemet i tilstrækkeligt omfang beskyttes mod risici, samtidig med at de centrale elementer af Eurosystemets rammer for kreditoperationer fastholdes, herunder den omfattende vifte af godkendt sikkerhed samt den brede adgang til centralbanklikviditet for Eurosystemets modparter. Desuden skal ændringerne med hensyn til brug af asset-backed securities være med til at genoprette disse markeder.

Endelig har Eurosystemet for at sikre en tilstrækkelig risikovurdering af de asset-backed securities, der bruges i kreditoperationerne, undersøgt, om der findes lån-for-lån-oplysninger om de underliggende aktiver, som rammerne for risikostyring bør tage højde for. I den forbindelse har Eurosystemet været i dialog med kreditvurderingsbureauer, investorer, brancheorganisationer og ophavsselskaber til disse papirer, og den 23. december 2009 blev spørgsmålet sendt i offentlig høring. Oplysninger om de enkelte lån vil øge gennemsigtigheden af asset-backed securities og dermed give et bedre grundlag for at foretage risikovurderinger af aktiverne, hvilket kan være med til at genoprette tilliden til securitisation-markederne.

### 1.2 VALUTAOPERATIONER OG OPERATIONER MED ANDRE CENTRALBANKER

I 2009 foretog Eurosystemet ingen interventioner på valutamarkedet. Desuden udførte ECB ingen valutaoperationer i valutaer, 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 ni tilfælde i 2009.

For at imødegå de problemer på det europæiske marked for finansiering i dollar, som den finan-

sielle uro havde forårsaget, etablerede ECB et gensidigt valutaarrangement (swap line) med Federal Reserve System i 2007, og dette arrangement blev flere gange forlænget, senest til 1. februar 2010. I forbindelse med Federal Reserve Systems Term Auction Facility i dollar og i tæt samarbejde med andre centralbanker leverede Eurosystemet finansiering i dollar, som var modtaget via valutaarrangementerne, til modparterne mod sikkerhedsstillelse i aktiver, der var belånbare i Eurosystemets kreditoperationer. I lyset af volatiliteten på de finansielle markeder i 2009 fortsatte Eurosystemet med at gennemføre sine operationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling og med løbetider på 7, 28 og 84 dage i forbindelse med tilførsel af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter. I 2009 modtog modparter i euroområdet dollarfinansiering gennem 69 tilbageførselsforretninger mod godkendt sikkerhed og seks EUR/USD-valutaswaps. Da markederne for finansiering havde rettet sig, og efterspørgslen var aftaget, ophørte transaktionerne i form af EUR/USD-valutaswaps med udgangen af januar 2009, mens tilbagekøbsforretningerne i dollar med løbetider på 28, 84 og 7 dage ophørte efter transaktionerne henholdsvis den 28. juli 2009, 6. oktober 2009 og 27. januar 2010.

Efter at der i oktober 2008 var indgået et valutaarrangement med Swiss National Bank, fortsatte Eurosystemet med at forsyne modparterne med likviditet i schweizerfranc i 2009. Operationerne blev gennemført som EUR/CHF-valutaswaps til fast pris og med et maksimalt tildelingsbeløb, som blev fastsat af ECB i samarbejde med Swiss National Bank. I 2009 tilførte Eurosystemet schweizerfranc i 51 swaptransaktioner med en løbetid på 7 dage. Den 18. januar 2010 besluttede Styrelsesrådet i samarbejde med Swiss National Bank at afskaffe likviditetstilførende swaptransaktioner i schweizerfranc med en løbetid på 1 uge med virkning fra den 31. januar 2010, idet efterspørgslen var faldende og finansieringsmarkederne havde rettet sig.

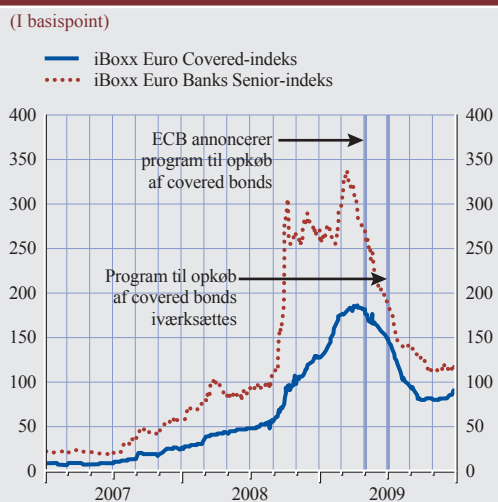
I april 2009 besluttede Styrelsesrådet at etablere et midlertidigt gensidigt valutaarrangement

(swap line) med Federal Reserve System for at give denne mulighed for at tilbyde likviditet i euro på op til 80 mia. euro. Arrangementet blev flere gange forlænget, senest til 1. februar 2010. Endelig annoncerede ECB og Sveriges Riksbank i juni 2009, at de ville aktivere det midlertidige gensidige valutaarrangement (swap line), der var etableret i 2007, op til et maksimum på 10 mia. euro med henblik på at understøtte de finansielle markeder og forsyne Sveriges Riksbank med likviditet i euro, hvis det skulle blive nødvendigt.

### 1.3 PROGRAMMET TIL OPKØB AF COVERED BONDS

Styrelsesrådet besluttede i maj 2009 at etablere et program til direkte opkøb af covered bonds til pengepolitiske formål. Programmet, som er et led i ECBs udvidede kreditprogram, blev lan-

**Figur 51. Rentespænd mellem covered bonds og swaps og mellem usikrede "senior bonds" udstedt af banker og swaps**



Kilde: Markit.

Anm.: iBoxx-indeks: Almindeligt anvendte indeks, der følger udviklingen i spændet på flere obligationsmarkeder i forhold til swaprenterne. De udarbejdes af et datterselskab til det finansielle informationselskab Markit. iBoxx Euro Covered-indekset er en indikator for forskellen mellem forrentningen på en kurv af covered bonds denomineret i euro og renteswaps med en tilsvarende løbetid. iBoxx Euro Banks Senior-indekset er en indikator for forskellen mellem forrentningen på en kurv af usikrede "senior bonds" udstedt af banker og renteswaps med en tilsvarende løbetid.



ceret for at puste nyt liv i markedet for covered bonds. Det blev annonceret, at Eurosystemet har til hensigt at opkøbe covered bonds denomineret i euro for 60 mia. euro fra juli 2009 og frem til udgangen af juni 2010. Papirerne, der er udstedt i euroområdet, skal opfylde visse kriterier, som alle markedsdeltagere er blevet gjort bekendt med.

Pr. 31. december 2009 havde Eurosystemet opkøbt covered bonds til en samlet nominel værdi af ca. 28 mia. euro, hvoraf 24 pct. var opkøbt på det primære marked og 76 pct. på det sekundære marked. Siden programmet blev annonceret, er der igen kommet gang i nyudstedelser af covered bonds, og rentespændene mellem covered bonds og swaps er indsnævret betydeligt, også fordi forholdene på de finansielle markeder generelt er blevet bedre. Samtidig er der sket en generel indsnævring af en række andre spænd, herunder for usikrede "senior bonds" udstedt af banker (se figur 51).<sup>1</sup>

#### 1.4 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 ECBs investeringsafdeling fra andre forretningsenheder.

#### FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECBs valutareserveportefølje blev oprindeligt skabt ved overførsel af valutareserveaktiver fra de nationale centralbanker i euroområdet. Over tid afspejler porteføljesammensætningen udviklingen i markedsværdien af de investerede aktiver samt ECBs valuta- og guldoperationer. Hovedformålet med ECBs valutareserver er at sikre, at Eurosystemet på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide ressourcer til sine valutaoperationer med ikke-EU valutaer. Målsætningerne for forvaltningen af ECBs valutareserver er ordnet efter vigtighed, likviditet, sikkerhed og afkast.

ECBs valutareserveportefølje består af amerikanske dollar, japanske yen, guld og SDR. Dollar- og yenreserverne forvaltes aktivt af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, som ønsker at deltage i denne aktivitet på vegne af ECB. I januar 2006 blev der indført en "currency specialisation model" for at forbedre effektiviteten af Eurosystemets investeringsoperationer. Ordningen indebærer, at den enkelte nationale centralbank eller en gruppe af samarbejdende nationale centralbanker som hovedregel får tildelt en andel i enten dollar- eller yenporteføljen.<sup>2</sup> Siden januar 2009, hvor Slovakiet trådte ind i euroområdet, har Národná banka Slovenska styret en dollarportefølje på vegne af ECB.

I løbet af 2009 solgte ECB i alt 35,5 ton guld. Provenuet fra salget af guld blev tillagt dollarporteføljen. Salget var i fuld overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 8. marts 2004, som ECB var medunderskriver af, og som blev fornyet den 7. august 2009.

Værdien af ECBs valutareserveaktiver<sup>3</sup> til aktuelle kurser og markedspriser steg fra 49,5 mia. euro ultimo 2008 til 51 mia. euro ultimo 2009, hvoraf 38,3 mia. euro var i fremmed valuta – japanske yen og amerikanske dollar – og 12,7 mia. euro var i guld og SDR. Baseret på valutakurserne ultimo 2009 tegnede aktiver i amerikanske dollar sig for 78,5 pct. af valutareserverne, mens aktiver i japanske yen tegnede sig for 21,5 pct. Nedgangen i værdien af valutaporteføljen i euro, der var på 0,5 pct., afspejlede primært deprecieringen af den japanske yen (med 5,3 pct.) og den amerikanske dollar (med 3,4 pct.) over for euroen i årets løb, mens kapitalgevinster og renteindtægter fra porteføljestyringsaktiver og investering af provenuet fra ovennævnte guldsalg bidrog positivt. Værdien af beholdningen af både guld og SDR steg med omkring 14,0 pct. trods guldsalget. Dette kunne

1 Der er yderligere oplysninger om programmet til opkøb af covered bonds på ECBs websted, først og fremmest på <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo>.

2 Ordningen beskrives nærmere i artiklen "Portfolio management at the ECB" i Månedsoversigten for april 2006.

først og fremmest tilskrives, at guldprisen målt i euro steg med omkring 22,1 pct. i 2009.

I 2009 blev visse statsgaranterede instrumenter føjet til listen over belånbare instrumenter i forbindelse med ECBs valutareserver. Introduktionen af programmet for automatisk værdipapirudlån for ECBs dollarportefølje, der var blevet færdiggjort i 2008, blev udskudt, eftersom det blev anset for mest hensigtsmæssigt at vente på gunstigere udlånsbetingelser.

#### **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 guldprisrisici. Formålet med denne portefølje er at sikre ECB indtægter, som kan bidrage til at dække driftsudgifterne. Forvaltningen heraf skal maksimere den forventede indtjening i henhold til en "nulunderskudsbe-grænsning" på et bestemt konfidensniveau. Porteføljen investeres i fastforrentede eurodenominerede aktiver.

Værdien af porteføljen til gældende markedspriser steg fra 10,2 mia. euro ultimo 2008 til 11,8 mia. euro ultimo 2009. Stigningen i markeds-værdien kunne bl.a. tilskrives, at de hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisrisici, som ECB foretog i 2005, blev investeret i egenporteføljen. Hertil kommer forrentning af investeringer samt Národná banka Slovenskas bidrag til ECBs kapital og reserver efter Slova-kiets indførelse af euroen.

Listen over instrumenter til investering blev i 2009 udvidet med visse statsgaranterede værdipapirer, der overholder ECBs belånbarehedskriterier i forbindelse med egenporteføljen.

ECB havde opført en "kinesisk mur" i forbindelse med implementeringen af programmet til opkøb af covered bonds, da egenporteføljen og opkøbene under nævnte program blev håndteret af samme enhed.

#### **RISIKOSTYRING**

De finansielle risici, som ECB er eksponeret over for i forbindelse med sine investeringsaktiviteter, overvåges og måles nøje for at holde dem inden for de rammer, som ECBs beslut-tende organer har fastlagt. Der er til dette formål etableret en detaljeret grænsestruktur og daglig overvågning af, at grænserne overholdes. Løbende rapportering sikrer, at alle interessenter er tilstrækkeligt informeret om omfanget af sådanne risici.

I 2009 fortsatte ECB med at udbygge it-infrastrukturen til understøttelse af rammerne for risikostyring i forbindelse med investeringsope-rationer. Rammerne blev udbygget, så de også dækkede porteføljen af covered bonds, som ECB opkøbte.

En af de indikatorer, der benyttes til at overvåge markedsrisici, er Value-at-Risk (VaR), som er et skøn over det maksimale tab på en aktivportefølje, der med en given sandsynlighed kan forventes efter en nærmere angivet periode. Denne indikatorns værdi afhænger af en række parametre, der benyttes til beregningen, især konfidensniveau, tidshorisont og stikprøveperiode, der anvendes til at estimere volatiliteten i aktivpriserne. Det kan illustreres ved følgende eksempel: Hvis man til beregning af denne indikator for ECBs investeringsportefølje, herunder programmet til opkøb af covered bonds, pr. 31. december 2009 anvender et konfidensniveau på 95 pct., en horisont på et år og en stikprøveperiode på et år som grundlag for volatiliteten i aktivpriserne, er resultatet en VaR på 10.655 mio. euro. Hvis den samme indikator beregnes med en stikprøveperiode på fem år i stedet for ét, er resultatet en VaR på 7.975 mio. euro. Hovedparten af denne markedsrisiko skyldes valuta- og guldprisrisici. Den lave renterisiko afspejler den fortsat forholdsvis lave modificerede varighed på ECBs investeringsporteføljer i 2009.

3 Valutareserveaktiverne beregnes som officielle reserveaktiver ekskl. nettomarkedsværdien af valutaswaps, plus indestående i fremmed valuta hos residenter, minus på forhånd aftalte netto-træk på valutabeholdningen på et senere tidspunkt på grund af genkøbsforretninger og terminsforretninger. Mere detaljerede oplysninger om datakilder findes på ECBs websted.

## 2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Det er Eurosystemets lovbestemte opgave at sikre effektive og robuste clearing- og betalings-systemer. Det vigtigste instrument til at udføre denne opgave – ud over overvågningsfunktionen (se afsnit 4 i kapitel 3) – er betalings- og værdipapirafviklingsydelser. Derfor har Eurosystemet etableret Target-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) til store, tidskritiske betalinger i euro. Det teknisk decentraliserede førstegenerations-system blev erstattet af et andengenerations-system (Target2) i maj 2008, da migreringen til det nye system blev afsluttet. Target2 er baseret på en fælles teknisk infrastruktur, den fælles platform (Single Shared Platform, SSP). Tre centralbanker i Eurosystemet – Banca d'Italia, Banque de France og Deutsche Bundesbank – driver i fællesskab platformen på vegne af Eurosystemet.

Med hensyn til afvikling af værdipapirer har Eurosystemet gjort betydelige fremskridt med at opbygge en fælles it-plattform – Target2-Securities (T2S) – til afvikling af stort set alle værdipapirer i Europa, hvilket fjerner enhver skelnen mellem indenlandske og grænseoverskridende transaktioner. Arbejdet i 2009 var fokuseret på at videreudvikle den tekniske dokumentation for platformen, styrke forholdet til værdipapircentralerne samt forberede udviklingsfasen af projektet, som blev sat i gang i begyndelsen af 2010. Der er også sket fremskridt inden for en række strategiske politikspørgsmål, såsom styring og harmonisering.

Hvad angår grænseoverskridende sikkerhedsstillelse, har korrespondentcentralbankmodellen siden 1999 gjort det muligt for alle modparter i euroområdet at anvende fælles belånbare aktiver som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer. For at sikre en mere effektiv styring af sikkerhedsstillelsen besluttede Eurosystemet i juli 2008 at indføre Collateral Central Bank Management-systemet (CCBM2), som bliver baseret på en fælles teknisk platform og vil medføre yderligere standardisering af procedurerne.

### 2.1 TARGET2-SYSTEMET

Target2 spiller en vigtig rolle i gennemførelsen af den fælles pengepolitik og i forhold til penge-markedet i euroområdet. Systemet kan tilbyde realtidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning. Det håndterer store, tidskritiske transaktioner uden øvre eller nedre grænser med hensyn til værdi og tiltrækker også en lang række andre betalinger.

### TARGET2-OPERATIONER

Target2 fungerede smidigt i 2009 og fortsatte med at afvikle mange betalinger i euro. Systemet havde en stabil markedsandel, og 89 pct. af den samlede omsætning i systemerne for store betalinger i euro blev afviklet via Target2. Det gennemsnitlige antal betalinger behandlet i Target2-systemet hver dag faldt med 7 pct. til 345.771, mens den gennemsnitlige værdi faldt med 19 pct. til 2.153 mia. euro. Den 30. september 2009 nåede Target2 et toppunkt på 508.368 transaktioner. Tabel 12 viser en oversigt over betalinger i Target2-systemet i 2009 i forhold til året før. Faldet i volumen og værdi kan primært henføres til effekterne af finanskrisen. Desuden baseres de statistiske indikatorer nu på en ny metode, der er blevet anvendt i forbindelse med Target2-statistikken siden januar 2009. Det bør tages i betragtning ved sammenligning af tal for 2009 med tal for tidligere år, navnlig hvad angår værdien af de afviklede betalinger.

Target2-systemets samlede tilgængelighed, dvs. deltagernes mulighed for at anvende systemet i åbningstiden, uden at der sker fejl, nåede i 2009 op på 99,99 pct. Tilgængeligheden blev kun påvirket af fejl i forbindelse med afvikling over nationale proprietary home accounts, mens selve den fælles platform nåede en tilgængelighed på 100 pct. i den betragtede periode. 99,96 pct. af betalingerne i Target2 blev behandlet inden for 5 minutter. Systemets meget positive performance blev mødt med tilfredshed hos alle deltagere.

I december 2009 havde 822 direkte deltagere en RTGS-konto i Target2-systemet. Det sam-

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

Værdi (milliarder euro)	2008	2009	Ændring (i pct.)
I alt	682 780	551 174	
Dagligt gennemsnit	2 667	2 153	-19

Mængde (antal transaktioner)	2008	2009	Ændring (i pct.)
I alt	94 711 380	88 517 321	
Dagligt gennemsnit	369 966	345 771	-7

Kilde: ECB.

1) Der var 256 åbningsdage i både 2008 og 2009.

lede antal banker (herunder filialer og datterselskaber), der på verdensplan kan nås via Target2, er steget til ca. 55.000. Dertil kommer, at Target2 afviklede kontantpositioner i 69 tilknyttede systemer.

### SAMARBEJDE MED TARGET2-BRUGERNE

Eurosystemet holder tæt kontakt til Target2-brugerne, og der blev afholdt regelmæssige møder mellem de nationale centralbanker i euroområdet og nationale Target2-brugergrupper i 2009. Desuden var der kvartalsvise fællesmøder mellem Eurosystemets Working Group on Target2 og Target Working Group for de europæiske sammenslutninger af kreditinstitutter, hvor de forretningsmæssige aspekter af Target2 blev drøftet på europæisk plan. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af repræsentanter fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse.

### STYRING AF NYE OPDATERINGER AF SYSTEMET

Eurosystemet bestræber sig på at sikre, at ændringer inden for store betalinger afspejles i Target2. Dette fortsatte fokus på udvikling af systemet er nødvendigt for at kunne forbedre serviceniveauet i Target2 og opfylde deltagerens behov. For at nå målet involveres alle interessenter rettidigt i processen med styring af opdateringen.

Generelt finder opdateringer af Target2 sted årligt og falder sammen med de almindelige SWIFT-opdateringer i november. Udviklingen af en ny Target2-opdatering sker over en periode på 21 måneder, så alle parter har tilstrækkelig tid til at diskutere, prioritere, implementere og teste løsningen. Informationerne gøres tilgængelige for deltagerne på et tidligt tidspunkt for at give mulighed for ordentlig planlægning og budgettering af alle ændringer. Der var to opdateringer i 2009: Først kom der en midlertidig opdatering den 11. maj for at muliggøre afvikling på tværs af værdipapircentraler i grænsefladen til de tilknyttede systemer, og derefter kom der endnu en opdatering den 23. november med nye funktioner, der bl.a. forbedrede systemets online-overvågningsværktøj og implementerede den nye meddelelsesstandard MT202COV.

### DELTAGERLANDE I TARGET2

Alle lande i euroområdet deltager i Target2, da det er obligatorisk at bruge systemet til afvikling af betalingsordrer, der opstår direkte eller foretages i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer. Da Slovakiet indførte euroen den 1. januar 2009, kom Národná banka Slovenska og dens nationale brugere med i Target2-systemet. I 2002 bekræftede ECBs styrelsesråd, at de nationale centralbanker uden for euroområdet har ret til at tilslutte sig Target2 "uden tvang og uden forbud". Target2 er således også tilgængeligt på frivillig basis for EU-lande uden for euroområdet til afvikling af transaktioner i euro i disse lande. Juridisk og forretningsmæssigt er de enkelte centralbanker, der deltager og er tilsluttet, selv ansvarlige for systemkomponenten og for forholdet til deres deltagere.

I februar 2010 blev Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og dens nationale brugere tilsluttet Target2 efter de nødvendige forberedelser og testaktiviteter. 23 centralbanker i EU og deres respektive brugere er nu tilsluttet Target2: de 17 centralbanker i euroområdet, herunder ECB, og seks centralbanker fra

lande uden for euroområdet<sup>4</sup>. Desuden deltager nogle finansielle institutioner beliggende i andre EØS-lande i Target2 via en fjernadgang.

### DEN FREMTIDIGE UDVIKLING

I november 2009 færdiggjorde Eurosystemet indholdet af den nye opdatering version 4.0, og implementeringen forventes at ske den 22. november 2010. Opdateringen indeholder en internetbaseret forbindelse til Target2, især for små og mellemstore kreditinstitutter, samt forskellige andre forbedringer, som brugerne har efterspurgt. Desuden bliver indholdet af version 5.0 (som skal implementeres i november 2011) defineret i 2010 i samarbejde med brugerne.

### 2.2 TARGET2-SECURITIES

T2S er Eurosystemets fremtidige tjeneste for værdipapirafvikling i centralbankpenge. Med T2S afvikles grænseoverskridende værdipapirtransaktioner lige så nemt og effektivt som indenlandske transaktioner. T2S gør det muligt at afvikle næsten alle handlede værdipapirer i Europa i et fælles afviklingssystem i overensstemmelse med en harmoniseret tidsplan, med en fælles it-grænseflade og et harmoniseret meddelelsesformat. T2S repræsenterer derfor et stort skridt frem mod et integreret europæisk kapitalmarked. Selv om det er et initiativ fra Eurosystemet, vil T2S ikke kun afvikle transaktioner i euro, men også i andre valutaer, hvis den pågældende centralbank indvilger med støtte fra sit marked.

Finanskrisen har i høj grad øget bevidstheden om fordelene ved T2S. For det første vil T2S reducere markedsdeltagernes back office-omkostninger, så afviklingsgebyrerne kommer til at ligge blandt de laveste i verden. For det andet vil T2S øge effektiviteten af bankernes sikkerhedsstillelse og likviditetsstyring betragteligt ved hjælp af avancerede afviklingsalgoritmer, recirkulationsmekanismer og automatisk sikkerhedsstillelse<sup>5</sup>. For det tredje vil T2S ved at udvide realtidsbruttoafviklingen i centralbankpenge til hele Europa reducere markedsdelta-

gernes finansielle risiko, især for grænseoverskridende transaktioner. Desuden anvender T2S i lighed med Target2 de nyeste procedurer for forretningsvidereførelse.

I 2009 fokuserede de fire nationale centralbanker, som har til opgave at udvikle og drive platformen – Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France og Banca d'Italia – på at omsætte brugernes krav, som var udformet i tæt samarbejde med markedsdeltagerne, til en teknisk form, der skal danne grundlag for udviklingen af software. I november 2009 blev pakken af tekniske dokumenter – hvoraf de vigtigste var de overordnede funktionsspecifikationer og det overordnede tekniske design – offentliggjort.

For at hjælpe ECBs besluttende organer med at sikre vellykket og rettidig fuldførelse af T2S-projektet samt styrke den interne styring af projektet besluttede Styrelsesrådet i marts 2009 at etablere T2S Programme Board, som også skal varetage visse implementeringsopgaver for centralbankerne i Eurosystemet og dermed er fuldt funktionsdygtigt og kan handle på vegne af hele Eurosystemet. Selv om Styrelsesrådet fortsat er det ultimative besluttende organ for strategiske politikspørgsmål, vil T2S Programme Board være ansvarlig for udarbejdelse af forslag til Styrelsesrådet om vigtige politikspørgsmål, for den daglige ledelse af T2S-projektet samt for forholdet til eksterne interessenter og de fire nationale centralbanker, der opbygger platformen.

T2S Programme Board består af otte medlemmer, der udpeges for 18 måneder ad gangen med mulighed for genvalg. Formanden kommer fra ECBs øverste ledelse, og T2S Programme Board omfatter to tidligere administrerende direktører for værdipapircentraler, fire repræsentanter fra euroområdet's nationale centralbanker samt én repræsentant fra en national centralbank uden

4 Bulgarien, Danmark, Estland, Letland, Litauen og Polen.

5 Ved automatisk sikkerhedsstillelse kan værdipapirer, der er ved at blive overført (eller værdipapirer i beholdning), anvendes som sikkerhed for kredit fra centralbanken og kan dermed sikre tilstrækkelig likviditet til at afvikle overførslen.

for euroområdet. Medlemmerne repræsenterer ikke deres respektive institutioners holdninger, men handler udelukkende i Eurosystemets og T2S-projektets interesse. Den 17. september 2009 godkendte Styrelsesrådet adfærdskodeksen og forretningsordren for T2S Programme Board.

En afgørende faktor for, hvorvidt projektet bliver en succes, er opnåelse af "kritisk masse" målt på transaktionsmængden, der afvikles på platformen, når den sættes i drift. Der blev taget et vigtigt skridt på den front i juli 2009, hvor der blev indgået en aftale om T2S (Memorandum of Understanding) mellem Eurosystemet og 27 værdipapircentraler fra 25 lande i Europa. Aftalen omfattede ikke kun alle værdipapircentraler i euroområdet, men også ni værdipapircentraler uden for euroområdet (i Danmark, Estland, Letland, Litauen, Rumænien, Sverige, Storbritannien, Island og Schweiz). Efterfølgende tilsluttede den norske og polske værdipapircentral sig aftalen, som således omfatter 29 værdipapircentraler. Desuden har centralbankerne i Danmark, Sverige og Norge udtrykt interesse for at afvikle deres nationale valutaer i T2S. Selv om aftalen ikke forpligter værdipapircentralerne til at bruge T2S, når det sættes i drift, giver den et stærkt grundlag for forhandlinger om en formel kontraktlig forpligtelse mellem værdipapircentralerne og Eurosystemet, som ventes afsluttet i løbet af 2010.

T2S-projektet udgør et betydeligt bidrag til harmoniseringen af Europas komplekse værdipapirafvikling. Harmoniseringen vil reducere omkostningerne, øge konkurrencen og mindske risikoen.<sup>6</sup> Den fælles tekniske grænseflade og den samlede afviklingsplan i T2S samt indførelse af branchespecifikke standarder for matching og meddelelsesformater vil bidrage betydeligt til at fremme harmoniseringen. I 2009 fortsatte arbejdet med harmonisering af matching- og afviklingsprocedurer i T2S, og standarder for behandlingen af virksomhedernes handlinger med hensyn til uafviklede transaktioner i T2S blev godkendt. Disse standarder blev også godkendt af Europa-Kommissionens Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert

Group II, som er den gruppe, der er ansvarlig for nedbrydning af "Giovannini-barriererne" for effektiv clearing og afvikling.

### 2.3 AFVIKLINGSPROCEDURER FOR SIKKERHED

Belånbare aktiver kan anvendes som sikkerhed for alle typer kreditoperationer i Eurosystemet, ikke kun indenlandske, men også på tværs af landegrænser. Siden euroens indførelse har anvendelsen af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse været stadigt stigende. I december 2009 steg værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse (herunder både omsættelige og ikke-omsættelige aktiver) i Eurosystemet til 866 mia. euro fra 861 mia. euro i samme måned året før. I alt udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ultimo 2009 38,2 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet.

Den grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i euroområdet sker hovedsageligt ved hjælp af korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) og via godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemerne i euroområdet. Mens CCBM udbydes af Eurosystemet, er sidstnævnte et markedsbaseret initiativ.

#### EUROSYSTEMETS FORVALTNING AF SIKKERHEDSSTILLELSE

CCBM var fortsat den mest benyttede kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i Eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen. CCBM tegnede sig for 26,1 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet i 2009. Aktiver forvaltet via CCBM faldt fra 713 mia. euro ultimo 2008 til 569 mia. euro ultimo 2009.

Siden implementeringen i 1999 har CCBM bidraget til integrationen af de finansielle markeder via adgang til alle belånbare aktiver for alle modparter i euroområdet, uanset om det er til brug for pengepolitiske operationer eller

<sup>6</sup> Se også temaartiklen "Harmonisation in the post-trading sector" i ECBs kommende nummer af "Financial integration in Europe".

for at rejse likviditet inden for dagen i Target2. Rammerne blev dog fastlagt som en midlertidig løsning baseret på princippet om minimal harmonisering. For at opnå større harmonisering af tjenesteydelser og dermed øge integrationen af de finansielle markeder besluttede Eurosystemet i 2008 at indføre CCBM2, som er baseret på en fælles platform. Udviklingen og driften af CCBM2 på vegne af Eurosystemet blev overdraget til Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og De Nederlandsche Bank med henblik på at påbegynde den egentlige drift før eller senest samtidig med indførelsen af T2S.

CCBM2 vil fremme harmoniseringen og øge effektiviteten ved at minimere omkostningerne ved sikkerhedsstillelse. Desuden vil CCBM2 behandle instrukser ved straight-through processing, hvilket giver mulighed for levering af sikkerhed i form af alle belånbare aktiver, der anvendes både indenlandsk og på tværs af landegrænser til øjeblikkelig frigivelse af kredit i Target2. Dette avancerede system åbner desuden nye muligheder for Eurosystemets modparter; især kan banker, der opererer i flere lande, optimere deres sikkerhedsstillelse og forbedre likviditetsstyringen. Det giver også centralbankerne mulighed for tættere overvågning af sikkerhedsstillelsen i kreditoperationer.

Selv om hensigten med CCBM2 er at sikre den teknisk konsoliderede forvaltning af sikkerhed, bliver systemet implementeret i overensstemmelse med princippet om decentral adgang til kredit. Det er frivilligt for euroområdet centralbanker at deltage i CCBM2, og systemet bliver modulbaseret, så de nationale centralbanker kan vælge de CCBM2-moduler, der passer til deres og deres markeds behov. Platformen bliver fuldt kompatibel med Target2 og med T2S.

Eurosystemet er ved at afslutte de detaljerede specifikationer for brugere på baggrund af de brugerkrav, der blev godkendt i 2008. Eurosystemet vil fortsætte sin åbne dialog med markedsdeltagerne i de efterfølgende faser af CCBM2-projektet.

## **GODKENDTE LINKS MELLEM NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER**

Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse kan også mobiliseres via links mellem nationale værdipapirafviklingssystemer. Disse ordninger giver mulighed for grænseoverskridende overførsler af belånbare værdipapirer mellem systemerne. Når værdipapirerne er overført via sådanne links til andre værdipapirafviklingssystemer, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtig som indenlandsk sikkerhed. Værdien af sikkerhedsstillelsen via links faldt fra 148 mia. euro i december 2008 til 116 mia. euro ved udgangen af 2009. Det udgjorde 5,1 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse (både grænseoverskridende og indenlandsk) i Eurosystemet i 2009. Links anvendes således i langt mindre grad end CCBM.

Siden august 2009 har modparterne haft adgang til 54 direkte og 7 relayed links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt. Nedgangen fra 60 direkte links i 2008 kan henføres til rationalisering af links inden for netværket af virksomheder i en international værdipapircentral. Links kan kun godkendes til Eurosystemets kreditoperationer, hvis de lever op til Eurosystemets brugerstandarder (se afsnit 4 i kapitel 3).

## 3 SEDLER OG MØNTER

### 3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNTERINGEN DERAFT

#### EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Ultimo 2009 var der 13,6 mia. cirkulerende eurosedler til en samlet værdi af 806,4 mia. euro. Det var en stigning i antal på 4,0 pct. og en værdimæssig stigning på 5,7 pct. i forhold til ultimo 2008 (13,1 mia. sedler til en samlet værdi af 762,8 mia. euro).

I 2009 lå antallet af cirkulerende eurosedler stadig på det ualmindeligt høje niveau, hvor det havde stabiliseret sig siden oktober 2008. I kølvandet på Lehman Brothers' konkurs og den efterfølgende tilspidsning af den finansielle krise blev indskud på opsparingskonti vekslet til kontanter, hvilket øgede værdien af cirkulerende eurosedler med yderligere 35-40 mia. euro. Der var særlig kraftig efterspørgsel efter store eurosedler til værdilagring. Efterspørgslen efter eurosedler steg navnlig i Østeuropa, hvor de nationale valutaer deprecierede i forhold til euroen. De ekstra eurosedler, der var i omløb, var ikke blevet returneret ultimo 2009, hvilket tyder på hamstring både inden for og uden for euroområdet. En sådan adfærd kan tilskrives den aktuelt lave rente, der mindsker omkostningerne (i form af rentetab) ved at ligge inde med kontanter. Som følge af det fortsat store antal 50-, 100- og 500-eurosedler i omløb var

den gennemsnitlige værdi af sedler i cirkulation stadig forholdsvis høj ultimo 2009 (59,11 euro sammenlignet med 58,15 ultimo 2008).

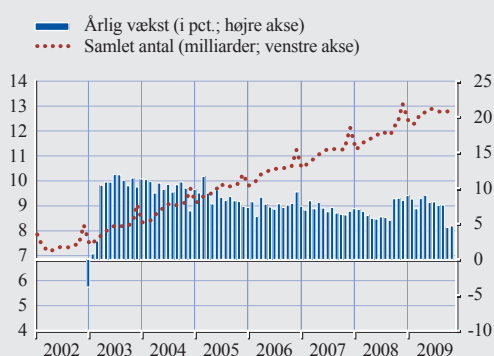
Statistikkerne for euroområdet kreditinstitutters nettoforsendelser af eurosedler til destinationer uden for euroområdet tyder på, at mellem 20 og 25 pct. værdimæssigt af de cirkulerende eurosedler befinder sig hos residerter uden for euroområdet.

Figur 52 og 53 viser udviklingen i det samlede antal og den samlede værdi af cirkulerende eurosedler samt den årlige vækst.

Hvad angår fordelingen efter seddelværdi, viste 100-eurosedlen den kraftigste vækst, idet cirkulationen ultimo 2009 var 6,6 pct. højere end ultimo 2008. Derefter fulgte 500-, 50- og 200-eurosedlen, der voksede med henholdsvis 6,4 pct., 5,9 pct. og 4,8 pct. De lavere seddelværdier steg med omkring 1-3 pct. (se figur 54).

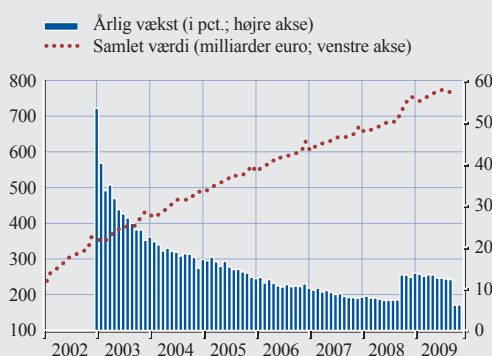
I 2009 steg antallet af cirkulerende euromønter (dvs. nettocirkulationen ekskl. de nationale centralbankers beholdninger) med 6,2 pct. til 87,5 mia., mens værdien af de cirkulerende mønter steg med 4,5 pct. til 21,3 mia. euro. Mønter med lav pålydende værdi, dvs. 1, 2 og 5 cent, som andel af det samlede antal cirkulerende mønter lå forholdsvis stabilt på 60 pct.

Figur 52. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2009



Kilde: ECB.

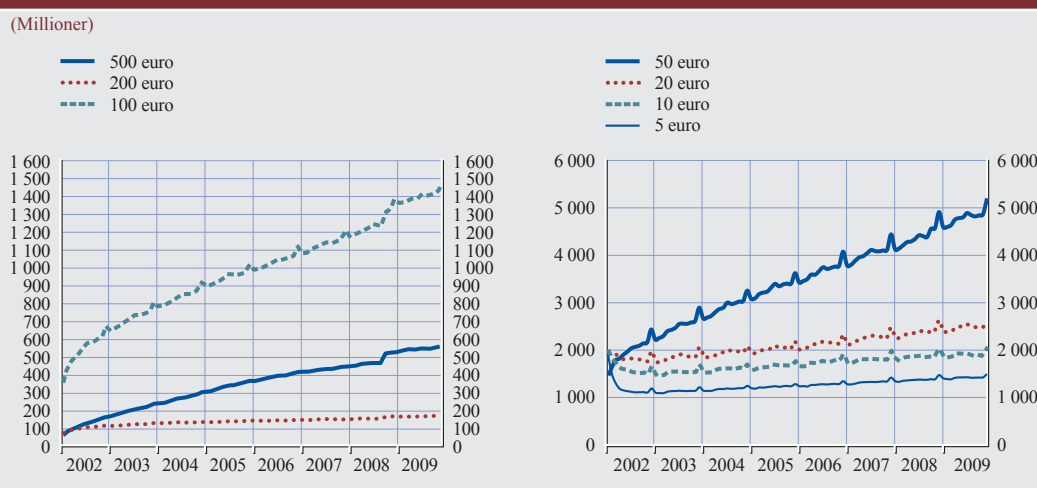
Figur 53. Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2009



Kilde: ECB.



Figur 54. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2009 efter seddelværdi



Kilde: ECB.

### EUROSYSTEMETS HÅNDTERING AF EUROSEDLER

Euroområdetets nationale centralbanker udstedte i 2009 33,5 mia. sedler, mens 33,0 mia. sedler blev returneret. Den gennemsnitlige returneringsfrekvens<sup>7</sup> for cirkulerende eurosedler faldt en smule, til 2,59, så en pengeseddel i gennemsnit blev kontrolleret for ægthed og egnethed til cirkulation i fuldautomatiske maskiner hos euroområdetets nationale centralbanker med intervaller på ca. 4½ måned. De store pengesedler, der ofte hamstres, havde en lav returneringsfrekvens, nemlig 0,38 (500 euro), 0,60 (200 euro) og 0,81 (100 euro), mens returneringsfrekvensen for de værdier, der typisk bruges til transaktioner, var højere, nemlig 2,02 (50 euro), 3,85 (20 euro), 4,47 (10 euro) og 2,64 (5 euro). De nationale centralbanker fandt ca. 5,4 mia. eurosedler, der var uegnede til cirkulation og derfor blev udskiftet. Uegnethedsprocenten<sup>8</sup> lå på ca. 16,4, dvs. tæt på det foregående års niveau på ca. 17,0 pct.

### 3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

#### FALSKE EUROSEDLER

I alt modtog de nationale analysecentre<sup>9</sup> ca. 860.000 falske eurosedler i 2009. Sammenlig-

net med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger fortsat meget lavt. Figur 55 viser den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der tages ud af cirkulation. En nærmere analyse viser, at den opgående tendens i antallet fra 2008 og frem går hånd i hånd med et skift i retning af lavere værdier som genstand for forfalskninger. 20-eurosedlen var genstand for flest forfalskninger, nemlig knap halvdelen af det samlede antal. Derefter fulgte 50-eurosedlen, der udgjorde ca. en tredjedel af de falske sedler. Figur 56 viser fordelingen af forfalskninger efter seddelværdi.

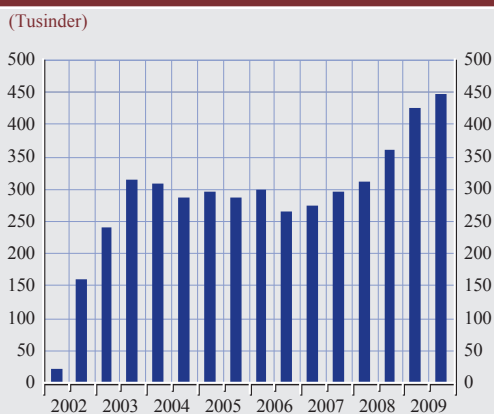
De europæiske og internationale myndigheder gør hele tiden en stor indsats for at bekæmpe forfalskning, og offentligheden kan trygt stole på euroens sikkerhed, men tilliden bør aldrig være blind. ECB råder stadig offentligheden til at være på vagt over for forfalskninger og huske

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

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

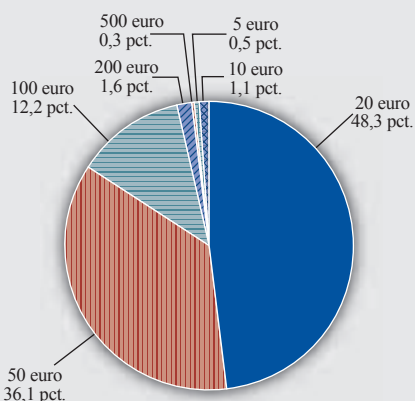
9 Centre i de enkelte EU-lande, som udfører foreløbige analyser af falske eurosedler på nationalt plan.

**Figur 55. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2009**



Kilde: ECB.

**Figur 56. Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2009**



Kilde: ECB.

"føl-se-vip"-testen, der beskrives på ECBs websted. Det er ikke nok blot at kontrollere ét sikkerhedselement.

Eurosystemet gør fortsat meget for at sikre, at både offentligheden og kontanthåndterende virksomheder er velinformeret om, hvordan man afslører en falsk seddel.

### BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

Eurosystemet deltager fortsat aktivt i arbejdet i centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG)), en arbejdsgruppe bestående af 31 centralbanker og seddeludstedende myndigheder, der arbejder sammen i G10-regi. Ligesom i tidligere år er en af arbejdsgruppens primære aktiviteter at støtte forskning i teknikker til at forebygge ulovlig reproduktion af pengesedler. ECB huser det internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)), der fungerer som teknisk center for alle CBCDG-medlemmer. Dets væsentligste rolle er at yde teknisk bistand og at drive et centraliseret kommunikationssystem for alle, som arbejder med beskyttelse mod forfalskning. Desuden har ICDC et websted<sup>10</sup>, hvor offentligheden kan finde oplys-

ninger og vejledning om gengivelse af pengesedler samt link til landespecifikke websteder.

Der tilbydes løbende uddannelse til kontanthåndterende virksomheder både i og uden for Europa, og der er udarbejdet opdateret materiale, som kan støtte Eurosystemets kamp mod forfalskning. Det veletablerede samarbejde med Europol og Europa-Kommissionen bidrager også til denne kamp.

### UDVIKLINGEN I RAMMERNE FOR RECIRKULATION AF EUROSEDLER

Rådets forordning (EF) nr. 44/2009, der trådte i kraft den 23. januar 2009, ændrer Rådets forordning (EF) nr. 1338/2001 og pålægger kreditinstitutter, udbydere af betalingstjenester og andre institutioner, der håndterer eurosedler, at kontrollere sedlernes ægthed i overensstemmelse med "referencerammen for detektering af falske eurosedler og sortering efter kvalitet i kreditinstitutter og af andre, der håndterer kontanter som led i deres virksomhed" (også kaldet "rammerne for recirkulation af eurosedler").

<sup>10</sup> Se <http://www.rulesforuse.org>.

**Tabel 13. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2009**

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	Nationale centralbanker, der iværksatte produktion
5 Euro	1 118,1	FR, NL
10 Euro	1 352,9	DE, GR, FR, AT
20 Euro	4 228,3	DE, IE, GR, ES, FR, IT, CY, LU, MT, NL, PT, SI, FI
50 Euro	2 958,5	BE, DE, ES, IT
100 Euro	1 043,6	DE, IT, AT
200 Euro	-	-
500 Euro	240,0	DE
<b>I alt</b>	<b>10 941,4</b>	

Kilde: ECB.

### 3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

#### PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2009 producerede de nationale centralbanker i alt 10,9 mia. eurosedler. Til sammenligning var tallet i 2008 6,4 mia. Stigningen afspejler kraftigere indenlandsk efterspørgsel, euroens voksende rolle som international valuta samt langsigtet udjævning af produktionen.

Fremstillingen af eurosedler var også i 2009 underlagt det decentrale puljesystem, som blev indført i 2002. Det betyder, at hver national centralbank i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddelværdier. Tabel 13 viser en oversigt over produktionsfordelingen i 2009.

#### ECI-PILOTPROGRAMMET

I 2009 blev eurosedler for 5,3 mia. euro købt og for 1,1 mia. euro solgt under ECI-pilotprogrammet (extended custodial inventory)<sup>11</sup> i Asien. Det nuværende ECI-pilotprogram, der slutter i januar 2012, omfatter ECler i Hongkong (drevet af to banker) og Singapore (et joint venture mellem to andre banker). ECler fremmer den internationale distribution af eurosedler og bidrager med statistiske oplysninger om cirkulationen af eurosedler uden for euroområdet samt oplysninger om forfalskninger, der bliver fundet i området.

#### KØREPLAN FOR ØGET HARMONISERING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS KONTANT-TJENESTER

På grundlag af en køreplan på mellemlangt sigt, som Styrelsesrådet vedtog i 2007, fortsatte Eurosystemet med at arbejde for øget harmonisering af euroområdet nationale centralbankers kontanttjenester.

Navnlig har Eurosystemet arbejdet for at indføre elektronisk dataudveksling med kreditinstitutter i forbindelse med indskud og hævning af kontanter samt standarder for seddelpakning i forbindelse med gratis kontanttjenester hos de nationale centralbanker.

En fælles indsats for at opnå øget konvergens og integration vil betyde, at alle parter får større udbytte af den fælles valuta, og vil sikre fair konkurrencevilkår.

#### DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

ECB fortsatte arbejdet med en ny serie eurosedler i 2009. Det gennemgående tema for de nye eurosedler bliver "Europas tidsaldre og stilarter", og de vigtigste designelementer fra den første serie bibeholdes. Visse designelementer justeres, men den anden serie eurosedler vil stadig være tæt beslægtet med den første. I det nye design tilstræbes det at integrere sikkerhedselementer, der giver maksimal beskyttelse mod forfalskning, samtidig med at det bliver let for offentligheden at skelne en ægte euroseddel fra en falsk. Materiale- og produktionsomkostningerne skal også tages i betragtning. Arbejdet med at udvikle initieringsmaterialerne (de basismaterialer, der bruges til produktion af pengesedler) begyndte i 2008 og fortsætter i 2010.

Inddragelsen af papirfabrikker og trykkerier i hele euroområdet koordineres, så det sikres, at de er i stand til at fremstille de nye pengesedler i overensstemmelse med nøje definerede tekniske specifikationer. Samtidig høres alle, der er involveret i håndteringen af kontanter, som også

<sup>11</sup> Et ECI er et kontantdepot hos en bank, der opbevarer sedler og mønter.

holdes informeret om, hvordan processen skrider frem. Den nye serie lanceres over en periode på flere år, og den første seddel ventes at komme på gaden om nogle få år. Den præcise udstedelsesdato og -rækkefølge fastsættes senere i forløbet. Eurosystemet vil i god tid udsende information til offentligheden om de nye eurosedler. Der er ingen begrænsning på, hvor længe de nationale centralbanker veksler eurosedler fra den første serie.

## 4 STATISTIK

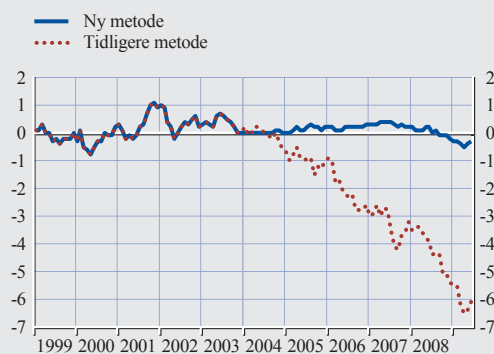
Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, som understøtter pengepolitikken i euroområdet og forskellige ESCB-opgaver. Statistikkerne bruges også i vid udstrækning af offentlige myndigheder, finansielle markedsdeltagere, medieerne og offentligheden. Også i 2009 blev der regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser udsendt statistik for euroområdet, og der blev gjort en særlig indsats for at inkorporere et forholdsvis stort antal ekstraordinære transaktioner og andre balanceændringer som følge af den finansielle krise. I 2009 blev der ligeledes udsendt forbedrede og harmoniserede statistikker for investeringsforeninger i euroområdet og de enkelte lande samt forbedrede betalings- og kapitalbalancestatistikker. Desuden blev resultaterne af en ny undersøgelse om adgangen til finansiering for især små og mellemstore virksomheder i euroområdet offentliggjort. Endnu et vigtigt skridt blev taget, da Rådet vedtog et forbedret retsgrundlag for ECBs indsamling af statistiske oplysninger. Endelig fortsatte ECB med at bidrage til harmoniseringen af statistiske begreber i Europa og til en gennemgang af globale og europæiske statistikstandarder.

### 4.1 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER FOR EUROOMRÅDET

I november 2009 blev der for første gang udsendt nye, harmoniserede statistikker for euroområdets investeringsforeningers aktiver og passiver.<sup>12</sup> Det nye, omfattende datasæt indeholder detaljerede balanceoplysninger for investeringsforeninger fordelt efter investeringspolitik og er mere aktuelt og detaljeret end det tidligere sæt. En metodologisk manual til statistikker vedrørende investeringsforeninger blev udsendt i maj 2009. Desuden fortsatte arbejdet med at forbedre rapportering af nye ESCB-statistikker for aktiver og passiver hos "financial vehicle corporations", der beskæftiger sig med securitisation, fra primo 2010. Herudover udsendte ESCB som supplement til oversigten over alle MFIER i EU i november 2009 en oversigt over 45.000 investeringsforeninger. En oversigt over financial

**Figur 57. Fejl og udeladelser, netto, i euroområdets betalingsbalance**

(Akkumulerede summer; 1. kvartal 1999 til 2. kvartal 2009; i pct. af euroområdets BNP)



Kilde: ECB og ECBs beregninger.

vehicle corporations ventes udsendt i 1. kvartal 2010.

Hvad angår statistik vedrørende euroområdets betalings- og kapitalbalance, blev der vedtaget en ny metode<sup>13</sup>, som stort set eliminerer fejl og udeladelser samt asymmetri for euroområdet som helhed (se figur 57). Det har forbedret disse statistikker væsentligt.

I september 2009 offentliggjorde ECB for første gang resultaterne af en undersøgelse af euroområdets virksomheders adgang til finansiering. Undersøgelsen blev gennemført i samarbejde med Europa-Kommissionen. Første bølge af undersøgelsen gav overvejende kvalitative oplysninger om finansieringsforholdene for små og mellemstore virksomheder sammenlignet med større virksomheder i 1. halvår 2009. Undersøgelsesresultaterne fordeles efter bl.a. virksomhedens størrelse, økonomisk aktivitet, land og alder.

ECB foretog yderligere forbedringer af STEP-statistikken (Short-Term European Paper) og

<sup>12</sup> Hermed blev forordning ECB/2007/8 om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver (dog ikke pengemarkedsforeningers) gennemført.

<sup>13</sup> De metodologiske ændringer er nærmere beskrevet i en notits, der blev offentliggjort på ECBs websted den 2. november 2009.

begyndte at udsende daglige statistikker for aggregerede udeståender og nyudstedelser fordelt efter sektor, løbetid, rating og valuta foruden statistikker for daglige renter og spænd (se også afsnit 3 i kapitel 3).

I 2009 fortsatte arbejdet med at forbedre aktualiteten, fuldstændigheden og sammenhængen af de kvartalsvise integrerede ikke-finansielle og finansielle sektorkonti for euroområdet.<sup>14</sup> Disse konti bidrager bl.a. til at identificere forbundne risici og eksponeringer på tværs af sektorer i forbindelse med vurdering af den finansielle stabilitet og makroprudentielle analyser.

#### 4.2 ØVRIG STATISTISK UDVIKLING

I oktober 2009 vedtog Rådet en forordning om Den Europæiske Centralbanks indsamling af statistisk information<sup>15</sup> i henhold til en henstilling udstedt af ECB i september 2008. Forordningen tillader indsamling af statistiske oplysninger for alle ESCB-opgaver (herunder bidrag til finansiell stabilitet) og for hele den finansielle sektor i euroområdet (herunder forsikringselskaber og pensionskasser). Desuden tillader det nye lovgrundlag udveksling af fortrolige data inden for ESCB og mellem ESCB og det europæiske statistiske system under iagttagelse af strenge fortrolighedskrav. I forbindelse med indførelsen af den nye forordning blev ESCBs forpligtelser på statistikområdet udvidet, idet principperne for udarbejdelse af statistikker blev defineret. I den sammenhæng blev der udsendt omfattende rapporter om kvaliteten af statistikken for euroområdet i overensstemmelse med ECBs Statistical Quality Framework og kvalitetssikringsprocedurer.

ECBs juridiske rammer blev finjusteret for at øge effektiviteten ved udarbejdelse af statistikker på tværs af ESCB, idet ECBs retningslinje om statistiske rapporteringskrav vedrørende de offentlige finanser<sup>16</sup> blev ændret og omarbejdet.

Formidlingen af statistik blev yderligere styrket gennem offentliggørelsen af nye statistiske tabeller for euroområdet og de tilsvarende natio-

nale data på både ECBs og de nationale centralbankers websteder og ved at inkorporere flere statistikker i ECBs Statistical Data Warehouse. I lyset af ECBs opgraderede kommunikationsstrategi for statistik for euroområdet blev der stillet flere visualiseringsværktøjer til rådighed, fx i forbindelse med nominelle effektive valutakurser, og nye funktioner blev føjet til på inflationsområdet.

ECB deltog også fortsat aktivt i videreudviklingen af internationale statistikstandarder, fx nationalregnskabsystemet SNA08 (offentliggjort i august 2009)<sup>17</sup>, sjette udgave af IMF's betalingsbalancemanual<sup>18</sup> og den igangværende revision af ENS95. I samarbejde med BIS og IMF har ECB også udsendt første del af en håndbog om værdipapirstatistikker.<sup>19</sup>

#### 4.3 STATISTISKE BEHOV, DER ER UDSPRUNGET AF DEN FINANSIELLE KRISE

I 2009 blev en række nyidentificerede behov for at forbedre gennemsigtigheden på de finansielle markeder og forbedre de statistiske rammer for analyse af finansiell stabilitet behandlet.

Ud over at sikre bedre statistisk dækning af den finansielle sektor blev der lagt vægt på: i) at levere mere aktuelle rentestatistikker, ii) at sikre tilgængeligheden af mere detaljerede værdipapirstatistikker og udvikle statistikker over værdipapirbeholdninger, iii) at forbedre målingen af kreditderivater, herunder credit default swaps, i tæt samarbejde med BIS, iv) at forbedre indsamlingen af statistik for forsikringselskaber og pensionskasser samt v) at afstemme tilsynsmæssige og

14 Kontiene er blevet offentliggjort regelmæssigt siden 2007 i samarbejde mellem ECB og Eurostat.

15 Rådets forordning (EF) nr. 951/2009 om ændring af forordning (EF) nr. 2533/98.

16 Retningslinje ECB/2009/20 af 31. juli 2009 om statistik over de offentlige finanser (omarbejdning).

17 Nationalregnskabsystemet kan findes på webstedet for de Forenede Nationers statistikdivision (<http://unstats.un.org>).

18 Sjette udgave af betalingsbalancemanualen kan downloades fra IMF's websted (<http://www.imf.org>).

19 Håndbogen kan downloades fra IMF's websted.

statistiske krav til kreditinstitutter i samarbejde med Det Europæiske Banktilsynsudvalg. Alt dette bidrager til, at ECB kan levere den nødvendige statistiske støtte til det europæiske råd for systemiske risici, ESRB, når det oprettes.

Hvad angår internationalt samarbejde, så deltag ECB i Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics sammen med BIS, Europa-Kommissionen (Eurostat), IMF, OECD, FN og Verdensbanken. Inter-Agency Group har lanceret og er i færd med at opgradere Principal Global Indicator-webstedet<sup>20</sup>, der fokuserer på G20-økonomierne. ECB har også ydet assistance til IMF's stab og sekretariatet for Financial Stability Board i forbindelse med udarbejdelsen af rapporten "The Financial Crisis and Information Gaps", der henvendte sig til G20-landenes finansministre og centralbankchefer, i november 2009.<sup>21</sup>

20 Se <http://www.principalglobalindicators.org/>.

21 Rapporten kan findes på Financial Stability Boards websted (<http://www.financialstabilityboard.org>).

## 5 ØKONOMISK FORSKNING

ECBs forskning samt forskningen inden for Eurosystemet som helhed har som mål at: a) skabe forskningsresultater, der er relevante for formulering af pengepolitisk rådgivning og udførelsen af Eurosystemets andre opgaver, b) vedligeholde og anvende økonomiske modeller til økonomiske prognoser og fremskrivninger og sammenligne effekten af alternative politikker samt c) kommunikere med den akademiske verden, fx gennem publicering af forskningsresultater i videnskabelige tidsskrifter, der er underkastet peer-review, samt deltagelse i og afholdelse af forskningskonferencer. I lyset af udfordringerne og erfaringerne fra den finansielle krise indledte ECB i 2008 en flerårig revision af sit forskningsprogram, der fortsatte i 2009. Desuden har udsigterne til, at ECB som noget nyt får til opgave at støtte ESRBs arbejde, tilskyndet ECB til at formulere et nyt forskningsprogram, der fokuserer på udvikling af nye værktøjer til makroprudentiel og systemisk risikoanalyse med henblik på finansiel stabilitet.

### 5.1 FORSKNINGSPRIORITETER OG -RESULTATER

ECBs økonomiske forskning foregår decentralt, idet alle forretningsområder udfører forskningsprojekter alt efter behov og ekspertise. Generaldirektoratet for Forskning har ansvaret for at koordinere dette forskningsarbejde og for samtidig selv at udføre forskning af høj kvalitet. Direktoratet står i spidsen for et koordinationsudvalg for forskning, der sørger for, at forskningsaktiviteterne i ECB stemmer overens med de behov, institutionen og politikprocesserne har. Udvalget fastsætter prioritetsområder for hvert år og sørger for, at forskningsaktiviteterne primært retter sig mod disse områder.

De forskningsprioriteter, der blev fastlagt for 2009, var stort set de samme som for 2008, nemlig: udarbejdelse af prognoser og modeludvikling; forbedring af den monetære analyse; forståelse af den pengepolitiske transmissionsmekanisme; finansiel stabilitet; det europæiske finansielle systems effektivitet; spørgsmål vedrørende betaling og afvikling; internationale sammenhænge samt finanspolitiske spørgsmål.

Uanset disse prioriteringer var der i lyset af den finansielle krise større fokus på finansielle spørgsmål end i de foregående år.

Forskningsprioriteten udarbejdelse af prognoser og modeludvikling omfatter alt forskningsarbejde og al udvikling af værktøjer, der er beregnet på at understøtte økonomiske analyser og prognoser; sidstnævnte navnlig i forbindelse med Eurosystemets og ECBs fremskrivninger. I 2009 undersøgte flere forskellige muligheder for udbygning af den nye model for hele euroområdet (New Area-Wide Model (NAWM)) – der nu er et veletableret centralt prognoseværktøj i Eurosystemets og ECBs fremskrivninger – fx indarbejdelse af modeller for den finansielle sektor og finanspolitikken. Resultaterne af disse projekter vil måske betyde, at grundmodellen bliver justeret i fremtiden. Christiano, Motto og Rostagno-modellen (CMR-modellen) blev også yderligere udviklet og anvendt i en række politikanalyser med fokus på de finansielle markeds adfærd. Både NAWM og CMR-modellen er eksempler på de dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller (DSGE-modeller), der i stigende omfang anvendes til at understøtte formuleringen af den pengepolitiske rådgivning i centralbankerne. I løbet af 2009 udviklede ECBs stab sammen med ESCBs nationale centralbanker en ny DSGE-model til håndtering af internationale politikspørgsmål. Blandt de mere traditionelle makromodeller blev flerlandemodellen MCM – der tager udgangspunkt i de største eurolande og deres handelsforbindelser – revideret, så den nu også omfatter eksplicite forventningsmekanismer. Den nye version af modellen blev indført i politikprocessen i løbet af året. Udviklingen af værktøjerne til kortsigtede prognoser fortsatte, specielt hvad angår videreudviklingen af de værktøjer, der anvender dynamiske faktorer og Bayesianske teknikker. Desuden iværksattes et projekt, som havde til formål at finde frem til værktøjer til måling af den potentielle produktion.

Forskning i forbindelse med den monetære analyse var koncentreret om udvikling og brug af kvantitative værktøjer til vurdering af den monetære udvikling med vægt på at tilveje-



bringe analytiske input af høj kvalitet som grundlag for pengepolitiske beslutninger. Der blev sat fokus på at opnå en forståelse af pengemængdens og kreditgivningens rolle i økonomien. Et internt forskningsforum<sup>22</sup> drøftede i årets løb disse emner.

For så vidt angår den pengepolitiske transmissionsmekanisme, blev der i 2009 påbegyndt nye projekter på en række områder: udviklingen i aktivpriser og risikopræmier, banksektorens rolle, ikke-finansielle selskabers finansielle beslutninger samt landespecifikke faktoreres indflydelse på transmissionsmekanismen. De projekter, der fortsatte fra det foregående år, var bl.a.: netværket om lønudvikling (Wage Dynamics Network), der er et forskningsnetværk<sup>23</sup> under ESCB, som analyserer lønudviklingen i 17 EU-lande; netværket om husholdningernes økonomi og forbrug (Household Finance and Consumption Network), der er et forskningsnetværk under Eurosystemet, som indsamler og analyserer informationer på mikroøkonomisk niveau om en lang række af husholdningernes beslutninger vedrørende reale og finansielle aktiver, gældsstiftelse, risikovillighed, beskæftigelse, indkomst, pensioner, overførsler mellem generationer, gaver, forbrug og opsparing; samt et forskningsforum under ECB om centralbankernes kommunikationspolitik.

Sammenhængen mellem finansiell stabilitet og pengepolitikken blev også undersøgt. Der blev især sat fokus på udviklingen af indikatorer for finansiell stabilitet samt den betydning, bekymringer med hensyn til finansiell stabilitet har for den førte pengepolitik. Analysearbejdet vedrørende pengemarkederne og udviklingen i kreditgivningen blev afsluttet. Dette forskningsområde så på det ønskelige i og muligheden for at dæmpe udsving, dvs. for at imødegå et potentielt dyrt boom i aktivpriserne, samt på, hvordan likviditeten kan styres optimalt under en finansiell krise.

Forskningen i det finansielle systems effektivitet omfattede to fælles netværk hos Centre for Financial Studies (CFS), en uafhængig forskningsinstitution tilknyttet universitetet i Frank-

furt am Main. Disse netværk fokuserede på integration og udvikling af finansielle tjenesteydelser i detailleret og på modernisering af det finansielle system.

Hvad angår betalings- og afviklingssystemer, påbegyndte ECB forskning i det fælles eurobetalingsområde (Single Euro Payments Area (SEPA)) samt Target2 under netværket Payment Economics Network. Netværket omfatter Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada, De Nederlandsche Bank samt eksterne akademikere og har til opgave at fremme kendskabet til forskningen i betalings- og værdipapirafviklingssystemer. På netværkets websted<sup>24</sup> findes der links til Working Papers, relevante politikdokumenter, oplysninger om kommende og tidligere konferencer samt om forskningsprojekter inden for området.

For den forskningsprioritet, der vedrører internationale spørgsmål, var de primære interesseområder globalisering, finansielle og handelsmæssige forbindelser samt euroens internationale rolle. To forskningsfora under ECB havde fokus på globalisering samt finansielle og handelsmæssige forbindelser. Arbejdet med euroens internationale rolle fokuserede på analysen af sammensætningen af de forskellige landes valutareserver, de internationale valutaers betydning for indkomstforskelle og valutakursernes gennemslag samt forholdet mellem valutakurs og verdensmarkedspriserne på råvarer. Desuden fortsatte arbejdet med en international udbygning af NAWM-modellen.

På det finanspolitiske område blev der arbejdet yderligere med at udvikle værktøjer til overvågning og analyse af de offentlige finanser samt deres effektivitet og holdbarhed.

22 Forskningsfora er formelle interne kanaler til udveksling af erfaringer og resultater fra ECBs forskningsprojekter om et specifikt emne.

23 Forskningsnetværk koordinerer det forskningsarbejde, Eurosystemets/ESCBs forskere udfører, og medvirker til at viderefordre resultaterne. De kan også inddrage forskere udefra.

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

## 5.2 FORMIDLING AF FORSKNING: PUBLIKATIONER OG KONFERENCER

Som i tidligere år blev den forskning, som ECBs stab har udført, publiceret i ECBs Working Papers og Occasional Papers. ECB udgav 156 Working Papers og 8 Occasional Papers i 2009. I alt 116 Working Papers blev udarbejdet af ECBs stab, enten alene eller sammen med andre, navnlig økonomer fra Eurosystemet. Resten blev udarbejdet af eksterne besøgende, der deltog i konferencer og workshops, arbejdede i forskningsnetværk eller havde opholdt sig i længere tid i ECB for at færdiggøre et forskningsprojekt. Det er nu normen, at de fleste af papirerne før eller senere forventes publiceret i førende akademiske tidsskrifter, der er underkastet peer-review. I 2009 publicerede ECBs stab 92 artikler i akademiske tidsskrifter.

ECBs Research Bulletin er en forskningsoversigt, der udkommer jævnligt på engelsk. Den bruges til at formidle forskningsaktiviteter, der har generel interesse for en bredere kreds. Forskningsoversigten for marts 2009 satte fokus på banksektorens og kreditgivningens indflydelse på den pengepolitiske transmissionsmekanisme, euroområdet konjunkturudvikling samt brug af den globale likviditet som en tidlig advarselsindikator for stærke konjunkturudsving.

ECB afholdt eller var medarrangør af en række konferencer og workshops om forskellige forskningsemner. De konferencer, ECB var medarrangør af, foregik i samarbejde med Centre for Economic Policy Research (CEPR), Den Internationale Betalingsbank (BIS) og andre centralbanker både inden for og uden for Eurosystemet. Der blev desuden afholdt en lang række workshops og seminarer til formidling af forskning inden for ECB. Som i tidligere år vedrørte de fleste konferencer og workshops specifikke forskningsprioritetsområder. Programmerne for disse begivenheder og indlægene findes på ECBs websted.

Konferencerne og workshopsne dækkede en lang række emner. Tre af dem havde fokus på

sammenhængen mellem finansiell stabilitet og pengepolitikken. Heraf var den ene arrangeret i samarbejde med BIS og en anden med CFS. To andre konferencer behandlede forskellige aspekter af, hvordan pengemarkedet og markedet for detailbetalinger fungerer. Der blev i juni 2009 arrangeret en konference om valutakurser i samarbejde med Bank of Canada. Endelig afholdt ECB og CEPR i december en konference om arbejdsmarkedsspørgsmål. Federal Reserve Board og ECB arrangerede i fællesskab to konferencer i oktober, den ene i Washington og den anden i Frankfurt, som forberedelse til en opdatering af "Handbook of Monetary Economics".

Et andet mangeårigt tiltag til formidling af forskning er afholdelsen af seminarrækker, hvoraf de to har særlig relevans: fælles frokostseminarer (Joint Lunchtime Seminars), der afholdes sammen med Deutsche Bundesbank og CFS, og seminarer med inviterede talere (Invited Speaker Seminars). Disse to seminarrækker består af ugentlige seminarer, hvor eksterne forskere inviteres til at præsentere deres arbejde i ECB. ECB afholder også mere ad hoc-baserede forskningsseminarer uden for rammerne af disse to serier.

## 6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

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

Ifølge traktatens artikel 271, litra d, er det ECBs opgave at overvåge, at alle 27 nationale centralbanker i EU og ECB overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 123 og 124 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 123 forbydes ECB og de nationale centralbanker at give regeringer og EU-institutioner eller -organer mulighed for at foretage overtræk eller yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 124 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer eller EU-institutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med Styrelsesrådet overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

ECB overvåger også EU-centralbankernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre medlemslande og af EU-institutioner og -organer. I henhold til betragtningerne i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 må køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 123. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

Overvågningen i 2009 bekræftede, at bestemmelserne i traktatens artikel 123 og 124 med tilhørende rådsforordninger generelt blev respekteret.

### 6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

Ifølge traktatens artikel 127, stk. 4, skal ECB høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.<sup>25</sup> Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted. ECBs udtalelser om fore-

slået EU-lovgivning offentliggøres desuden i Den Europæiske Unions Tidende.

ECB vedtog 100 udtalelser i 2009, heraf 11 som svar på EU-institutioners høringer og 89 som svar på nationale myndigheders høringer. Til sammenligning var der 92 høringer i 2008. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2009 og begyndelsen af 2010, findes som bilag til denne Årsberetning.

Nedenstående to udtalelser fra ECB som svar på Rådets høringer er navnlig værd at bemærke. De vedrører lovpakken om reform af det finansielle tilsyn i Europa i overensstemmelse med Larosière-gruppens anbefalinger.

Som en del af pakken vedtog Europa-Kommissionen et forslag til en forordning om makrotilsyn på fællesskabsplan af det finansielle system og om oprettelse af et europæisk råd for systemiske risici (ESRB) samt et forslag til en rådsbeslutning, der tildeler ECB nærmere opgaver vedrørende funktionen af ESRB. I sin udtalelse om disse forslag<sup>26</sup> tilkendegav ECB bred støtte til de foreslåede juridiske rammer for ESRB og indikerede, at den var parat til at sikre udførelsen af sekretariatsfunktionen for ESRB og til at yde analytisk, statistisk, administrativ og logistisk støtte med teknisk bistand fra de nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder. Som det fremgår af udtalelsen, vil inddragelsen af ECB og ESCB i ESRB ikke røkke ved ESCBs primære formål i henhold til traktatens artikel 127, stk. 1, nemlig at opretholde prisstabilitet. I udtalelsen udtrykte ECB også støtte til Kommissionens fremgangsmåde på en række områder, nemlig proceduren for udstedelse af og opfølgning på advarsler og anbefalinger vedrørende risici, sammensætningen af ESRBs styringskomite, vedtagelsen af samme procedure for valg af ESRBs formand og næstformand, deltagelse af ECBs formand og næstformand som stemme-

<sup>25</sup> Storbritannien er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, EUT C 115 af 9.5.2008, s. 284.

<sup>26</sup> CON/2009/88.

berettigede medlemmer af ESRBs generelle råd og spørgsmålet om at invitere ikke-EU-lande til at deltage i visse møder i ESRB og det tekniske udvalg (ESRB er beskrevet nærmere i boks 8).

Anden del af ovenstående pakke vedrører Kommissionens forslag til forordninger om oprettelse af tre nye mikroprudentielle europæiske tilsynsmyndigheder (ESAer): en europæisk bankmyndighed, en europæisk myndighed for forsikrings- og arbejdsmarkedspensionsordninger og en europæisk værdipapirtilsynsmyndighed. I sin udtalelse vedrørende disse forslag<sup>27</sup> hilste ECB de foreslåede institutionelle rammer velkommen og ligeledes den planlagte etablering af et fælles europæisk regelsæt for alle finansielle institutioner. ECB udtrykte kraftig støtte til effektive institutionelle samarbejdsstrukturer mellem ESAerne og ESRB og tæt involvering af ESRB inden for de nye mikroprudentielle institutionelle rammer. ECB foreslog et par ændringer med henblik på at fjerne hindringer for en smidig informationsudveksling mellem ESRB og Det Europæiske Finanstilsynssystem, ESFS, og sikre tilstrækkelig institutionel inddragelse og deltagelse af ECB og i passende omfang ESCBs nationale centralbanker i forbindelse med ESAerne og de nyetablerede udvalg. ECB konkluderede desuden, at når en national centralbank er en kompetent tilsynsmyndighed i henhold til national lovgivning, kan denne opgave ikke udgøre forbudt monetær finansiering. I den udstrækning at finansieringen af hver ESA især sker ved obligatoriske bidrag fra nationale tilsynsmyndigheder, gælder denne konklusion også i de tilfælde, hvor en national centralbank bidrager til ESAens indtægter, som i disse tilfælde ville indebære den nationale centralbanks finansiering af udførelsen af sine egne tilsynsopgaver.

Før den kom med sine udtalelser om denne reform, fremsatte ECB en udtalelse<sup>28</sup> om et forslag til et direktiv om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår banker tilsluttet centralorganer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring. I sin udtalelse opfordrede ECB til forsigtighed i forbindelse med gennem-

førelse af pengepolitikken ved udarbejdelse af tiltag til begrænsning af interbankeksponeringer for at sikre, at sådanne tiltag ikke stod i vejen for en smidig udveksling af likviditet på interbankmarkedet. Desuden undersøgte ECB en række spørgsmål vedrørende gennemførelse af europæisk banklovgivning, likviditetsstyring, udveksling af information mellem centralbanker og tilsynsmyndigheder, kollegier af tilsynsførende og et europæisk mandat til nationale tilsynsmyndigheder, hvad angår finansiel stabilitet, samt de foreslåede tiltag i forbindelse med kapitalkrav og risikostyring ved securitisation.

ECB fremsatte også en udtalelse<sup>29</sup> om et forslag til en forordning om kreditvurderingsbureauer. ECB hilste den foreslåede lovgivning velkommen, men kom med en række detaljerede kommentarer, bl.a. vedrørende Eurosystemets eksisterende ret under ESCB-statutten til at definere krav til høje kreditstandarder for aktiver, der er belånbare i pengepolitiske operationer, og til at fastsætte betingelserne for brug af kreditvurderinger i centralbankoperationer. Desuden foreslog ECB, at de nationale centralbankers interne kreditvurderingssystemer blev undtaget fra den foreslåede forordning, og pointerede, at der på hensigtsmæssig måde skulle tages højde for spørgsmålet om samspillet mellem reguleringen af kreditvurderingsbureauer under den foreslåede forordning og proceduren til godkendelse af eksterne kreditvurderingsbureauer i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning)<sup>30</sup>. ECB understregede vigtigheden af at have passende forbindelser mellem de kompetente myndigheder og centralbanker og kom med en række anbefalinger vedrørende den foreslåede oprettelse af et centralt register i regi af Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder, CESR. Hvad angår ansvaret for licensgivning og direkte overvågning af kreditvurderingsbureauer, bemærkede

27 CON/2010/5.

28 CON/2009/17.

29 CON/2009/38.

30 EUT L 177 af 30.6.2006, s. 1.

ECB, at Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheders rolle burde revideres i lyset af gennemførelsen af Larosière-gruppens anbefalinger.

ECB svarede på et rekordstort antal høringer iværksat af nationale myndigheder i 2009. Det var i høj grad en følge af den finansielle krise og øget lovgivningsaktivitet i forbindelse med de finansielle markeder. Nogle af udtalelserne drejede sig om spørgsmål vedrørende de nationale centralbanker, herunder ændring af statutterne for de nationale centralbanker i Belgien, Bulgarien, Irland, Letland, Litauen, Ungarn, Polen, Slovakiet og Spanien.<sup>31</sup> Nogle af disse høringer vedrørte regler for fordeling af overskud,<sup>32</sup> i hvilken forbindelse ECB understregede medlemslandenes forpligtelse til at sikre deres nationale centralbankers institutionelle og finansielle uafhængighed. Som det blev bemærket i udtalelsen vedrørende ændring af statuten for Lietuvos bankas, er denne forpligtelse særlig vigtig i kriseperioder, og selv om formålet med lovforslaget er at forbedre det finansielle systems stabilitet og troværdighed, er ad hoc-ændringer, der afspejler særlige behov hos bestemte interessenter, ikke i overensstemmelse med traktaten eller med ESCB-statutten. Hvad angår centralbankernes uafhængighed, fremsatte ECB desuden to udtalelser vedrørende et italiensk lovdekret om beskatning af Banca d'Italias guldreserver.<sup>33</sup> ECB bemærkede, at bestemmelserne ville betyde overførsel af Banca d'Italias finansielle midler til statsbudgettet, og at sådanne overførsler – i form af en overskudsfordeling eller noget tilsvarende – i givet fald skulle være i overensstemmelse med de begrænsninger, traktaten fastlægger, og navnlig med princippet om centralbankers uafhængighed i artikel 130 og med forbuddet mod monetær finansiering i artikel 123, stk. 1.

Hvad angår personaleforhold, udtalte ECB sig om et udkast til en bekendtgørelse vedrørende medarbejdere i Deutsche Bundesbank<sup>34</sup> og om et irsk og et lettisk lovforslag, der omfattede offentligt ansatte, herunder medarbejdere i den nationale centralbank<sup>35</sup>. I overensstemmelse med tidligere udtalelser understregede ECB

vigtigheden af de nationale centralbankers selvbestemmelse, hvilket bl.a. betyder, at en national centralbank ikke må bringes i en situation, hvor regeringen kan påvirke dens personalepolitik. ECB anerkendte de særdeles vanskelige økonomiske forhold og behovet for at stabilisere de offentlige finanser i Irland og Letland, men udtalte samtidig, at et medlemsland ikke må hindre den nationale centralbank i at ansætte og fastholde de kvalificerede medarbejdere, som er nødvendige for uafhængigt at kunne varetage de opgaver, som traktaten og ESCB-statutten fastlægger.

Hvad angår betalings- og afviklingssystemer, blev ECB hørt om flere lovforslag, bl.a. vedrørende betalingsinstitutter, overvågning af betalings- og afviklingssystemer, driftskrav til leverandører af clearingydelse og regler for operatører af clearing- og afviklingssystemer.<sup>36</sup> I forbindelse med et finsk lovforslag til ændring af lovgivningen vedrørende værdipapirmarkeder,<sup>37</sup> navnlig hvad angår udenlandske clearingorganisationers licens og drift, henviste ECB til sin placeringspolitik, der er baseret på, at Eurosystemet i sidste ende altid skal have kontrol over euroen. Både ud fra generelle politiske hensyn og af hensyn til systemiske risici kan Eurosystemet derfor af princip ikke godtage, at infrastrukturer, der er placeret uden for euroområdet, potentielt kan udvikle sig til væsentlige infrastrukturer til håndtering af euroen. ECB gentog denne holdning til sin placeringspolitik i en udtalelse på eget initiativ vedrørende et hollandsk lovforslag om tilsyn med clearing- og afviklingsinstitutioner.<sup>38</sup>

31 CON/2009/4, CON/2009/90, CON/2009/13, CON/2009/89, CON/2009/53, CON/2009/26, CON/2009/40, CON/2009/83, CON/2009/44, CON/2009/67, CON/2009/75, CON/2009/85 og CON/2009/96.

32 CON/2009/4, CON/2009/26, CON/2009/53, CON/2009/83 og CON/2009/85.

33 CON/2009/59 og CON/2009/63.

34 CON/2009/45.

35 CON/2009/15 og CON/2009/47.

36 Se fx CON/2009/9, CON/2009/21, CON/2009/27, CON/2009/36, CON/2009/40, CON/2009/43, CON/2009/46, CON/2009/55, CON/2009/75 og CON/2009/98.

37 CON/2009/66.

38 CON/2009/84.

På pengeseddelområdet blev ECB hørt vedrørende et tjekkisk lovforslag om bl.a. pengesedlers og mønters cirkulation. I sin udtalelse<sup>39</sup> kom ECB med en afklaring vedrørende skjulte gebyrer for accept af kontanter. ECB udtalte, at sedler og mønter, der er defineret som "lovligt betalingsmiddel", skal accepteres til deres fulde pålydende værdi som betaling for varer og tjenester, og at indførelse af et gebyr på brug af kontanter ville stille dette betalingsmiddel ringere end andre.

ECB blev hørt vedrørende Luxembourgs retsgrundlag for udarbejdelse af statistikker og desuden vedrørende den nationale centralbanks rolle i forbindelse med betalingsbalancestatistikken og statistikken over finansielle konti<sup>40</sup> og vedrørende de officielle statistikkers opbygning og funktion i Rumænien<sup>41</sup>. ECB understregede, at de statistiske rammer bør tilstræbe at optimere kvaliteten og tilgængeligheden af officielle statistikker, samtidig med at den nationale centralbanks uafhængighed fastholdes.

I forbindelse med den globale finansielle krise fremsatte ECB ligesom i 2008 en lang række udtalelser<sup>42</sup> vedrørende foreslåede nationale redningspakker i form af statsgarantier til finansielle institutioner, rekapitalisering af banker, særlig støtte til indskudsgarantiordninger og navnlig i 2. halvår, etablering af ordninger vedrørende værdiforringede aktiver (fx i Tyskland og Irland<sup>43</sup>). ECB konkluderede, at de foreslåede nye ordninger eller udvidelsen af tidligere ordninger, som blev indført i 2008, tillod gennemførelsen af den fælles pengepolitik og sikrede de nationale centralbankers uafhængighed. Desuden blev det konkluderet, at ordningerne var i overensstemmelse med forbuddet mod monetær finansiering, navnlig i de tilfælde, hvor de respektive nationale centralbanker blev tildelt en ny rolle i forbindelse med redningsaktionerne.

I slutningen af 2009 blev ECB hørt vedrørende belgiske, franske og ungarske<sup>44</sup> lovforslag<sup>45</sup>, der indeholdt bestemmelser om etablering af nationale udvalg vedrørende finansiell stabilitet og/eller systemisk risiko. ECB bemærkede, at sådanne udvalg kunne forbedre de nati-

onale centralbankers og tilsynsmyndighedernes muligheder for at yde analytisk bistand til ESRB. ECB påpegede også, at det ville være nødvendigt at skabe passende synergier og at undgå, at sådanne nationale udvalg tildeles opgaver og beføjelser, som potentielt kolliderer med ESRBs. Desuden skal de juridiske rammer for udvalgene i passende grad afspejle centralbankernes rolle, og de bør ikke indskrænke de nationale centralbankdirektørers uafhængighed eller i urimelig grad påvirke kvaliteten og uvildigheden af deres bidrag som medlemmer af ESRB. Endelig konkluderede ECB af hensyn til vigtigheden af at sikre et effektivt makrotilsyn på fællesskabsplan, at det ville være nødvendigt at sikre ESRBs mulighed for at udføre sine opgaver uafhængigt og at garantere en pålidelig og effektiv kanal til udsendelse af advarsler og anbefalinger fra ESRB.

Fra 2008 er oplysninger om åbenbare og væsentlige tilfælde af manglende overholdelse af forpligtelsen til at høre ECB om udkast til national lovgivning og fællesskabslovgivning ligeledes medtaget i Årsberetningen. Ved "åbenbare" forstås ECB tilfælde, hvor der ikke kan være nogen juridisk tvivl om, at ECB burde have været hørt, og ved "væsentlige" forstås tilfælde i) hvor ECB, hvis den var blevet hørt, ville være kommet med væsentlige kritiske kommentarer om indholdet

39 CON/2009/52.

40 CON/2009/7

41 CON/2009/42.

42 CON/2009/2, CON/2009/3, CON/2009/6, CON/2009/10, CON/2009/11, CON/2009/12, CON/2009/16, CON/2009/18, CON/2009/19, CON/2009/20, CON/2009/22, CON/2009/24, CON/2009/25, CON/2009/26, CON/2009/28, CON/2009/29, CON/2009/30, CON/2009/31, CON/2009/32, CON/2009/34, CON/2009/39, CON/2009/48, CON/2009/49, CON/2009/51, CON/2009/53, CON/2009/54, CON/2009/56, CON/2009/58, CON/2009/62, CON/2009/65, CON/2009/68, CON/2009/73, CON/2009/78, CON/2009/79, CON/2009/82, CON/2009/83, CON/2009/86, CON/2009/92, CON/2009/93 og CON/2009/99.

43 CON/2009/54 og CON/2009/68.

44 I udtalelsen om det ungarske lovforslag (CON/2010/10) mindede ECB også de ungarske myndigheder om, at de skal høre ECB på et passende tidspunkt i lovgivningsprocessen, så ECB har tid til at se på bestemmelserne i lovforslaget og vedtage sin udtalelse, og så de relevante nationale myndigheder også har mulighed for at tage ECBs udtalelse i betragtning, inden bestemmelserne vedtages.

45 CON/2010/7, CON/2010/3 og CON/2010/10.

af lovforslaget, eller ii) som er af generel betydning for ESCB.

I 2009 registrerede ECB 12 tilfælde af manglende høring vedrørende forslag til national lovgivning, herunder to tilfælde, hvor ECB fremsatte en udtalelse på eget initiativ. Af disse 12 tilfælde, blev nedenstående 11 anset for åbenbare og væsentlige.

Først besluttede ECB at fremsætte en udtalelse på eget initiativ om de finansielle nødforanstaltninger, der blev foreslået i den irske Public Interest Bill 2009,<sup>46</sup> eftersom lovforslaget havde direkte konsekvenser for Central Bank and Financial Services Authority of Ireland og desuden gav anledning til alvorlig bekymring vedrørende centralbankens uafhængighed, navnlig personlig uafhængighed. Dette spørgsmål er af generel betydning for ESCB.

Den anden udtalelse på eget initiativ vedrørte det hollandske lovforslag om indførelse af prudentielt tilsyn med clearing- og afviklingsinstitutioner. ECB var i 2007 blevet hørt om et tidligere udkast, som dog ikke indeholdt bestemmelser vedrørende clearing- og afviklingsinstitutioner etableret i et andet land. Eftersom de nye bestemmelser var væsentlige og bl.a. vedrørte ECBs placeringspolitik, jf. ovenfor, besluttede ECB at komme med en udtalelse på eget initiativ.

Det ungarske lovforslag vedrørende betalings-tjenester og udbydere af disse omhandlede primært gennemførelse af direktiv 2007/64/EF. Det indeholdt dog også bestemmelser vedrørende navnlig Magyar Nemzeti Bank og princippet om centralbankers uafhængighed og var dermed stadig af generel betydning for ESCB. Selv om ECB ikke blev hørt, blev lovforslaget undervejs ændret på de områder, hvor ECB sandsynligvis ville være kommet med kritiske indvendinger. I et andet ungarsk tilfælde blev et lovforslag vedrørende bl.a. Magyar Nemzeti Banks opgaver, det ungarske finanstillens struktur og juridiske status og etablering af et råd vedrørende finansiell stabilitet vedtaget, før ECB havde haft mulighed for at afgive høringssvar.<sup>47</sup>

ECB blev ikke hørt om et slovakisk lovforslag vedrørende valutaforhold, som bl.a. i en begrænset periode indførte et forbud mod alle gebyrer og lignende i forbindelse med kreditinstitutters brug af kontantdepoter. Eftersom lovforslaget rejser spørgsmål vedrørende euromønter i forbindelse med indførelsen af euroen, er det af generel betydning for ESCB.

Endelig blev ECB ikke hørt i seks tilfælde – nemlig af myndighederne i Belgien, Finland, Letland, Sverige, Ungarn og Grækenland – vedrørende medlemslandenes redningspakker i forbindelse med den finansielle krise. ECB betragter sådan kriserelateret lovgivning som værende af generel betydning for ESCB. ECB blev dog hørt om langt de fleste redningspakker, og den manglende høring gjorde sig således kun gældende i relativt få tilfælde, navnlig vedrørende lovgivning, der ændrede eller udvidede eksisterende tiltag, som ECB allerede var blevet hørt om.

### 6.3 FORVALTNING AF EUs LÅNEOPTAGELSES- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

Ifølge artikel 21.2 i ESCB-statutten samt artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 senest ændret ved Rådets forordning (EF) nr. 431/2009 af 18. maj 2009 vil ECB fortsat have ansvaret for forvaltningen af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiell støtte som fastlagt ved ECBs afgørelse ECB/2003/14 af 7. november 2003 ændret ved ECBs afgørelse ECB/2009/17 af 19. juni 2009. I 2009 modtog ECB fem udbetalinger på vegne af EU og overførte de pågældende beløb til låntagerlandene (Rumænien, Ungarn og Letland). For to af lånene forfaldt rentebetalinger, som blev behandlet af ECB. Det samlede udestående lån fra EU under faciliteten for mellemfristet finansiell støtte udgjorde pr. 31. december 2009 9,2 mia. euro.

<sup>46</sup> CON/2009/15

<sup>47</sup> Se CON/2010/10 og fodnote 44.

#### **6.4 EUROSISTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER**

Omfattende tjenesteydelser blev fortsat tilbudt i 2009 under den struktur, der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af Eurosystemets kunders valutareserver i euro. Samtlige tjenesteydelser – der henvender sig til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer – tilbydes på harmoniserede vilkår i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder af centralbanker i Eurosystemet (leverandører af Eurosystemets tjenesteydelser). ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at strukturen fungerer gnidningsløst. Antallet af kunder, der fastholdt en forretningsaftale med Eurosystemet, lå fortsat stabilt i 2009. Med hensyn til selve tjenesteydelserne sås der en betydelig stigning i kundernes samlede beholdninger af kontanter og værdipapirer, i 2. halvår primært på grund af medtagelse i rammerne for investering i tidsbegrænsede, eurodenominerede indskud på basis af hovedstol. Forbedringen af rammerne afspejles i ECBs retningslinje ECB/2006/4 som ændret den 28. maj 2009 (ECB/2009/11).





ECBs nye hovedsæde: simulation af den tidligere Grossmarkthalle med det nye konferencecenter til venstre.

## KAPITEL 3

# FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

# I FINANSIEL STABILITET

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

## I.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

ECB arbejder sammen med ESCBs Banktilsynskomite (BSC) om at sikre den finansielle stabilitet.<sup>1</sup> Nogle af de vigtigste aktiviteter er overvågning af risici vedrørende finansiell stabilitet og vurdering af det finansielle systems modstandsdygtighed over for stød. Bankerne er i fokus, da de fortsat er de vigtigste formidlere af kapital. Eftersom finansielle markeder og andre finansielle institutioner og deres forbindelser til bankerne får større og større betydning, omfatter ESCBs overvågning også sårbarheder i disse dele af det finansielle system.

I begyndelsen af 2009 intensiveredes stressfaktorerne i euroområdet finansielle system som følge af en yderligere forværring af de makrofinansielle forhold samt nedjusterede vækstudsigter. På dette tidspunkt var investorernes tillid til bankernes og andre finansielle institutioners modstandskraft negativt påvirket af stor usikkerhed om den forværrede kredityklus og svækkede udsigter for bankernes indtjening. De ekstraordinære tiltag, som regeringer og centralbanker over hele verden iværksatte fra ultimo 2008, bidrog imidlertid til at afbøde systemiske risici, hvilket førte til en betydelig bedring af de finansielle markeder i kraft af aftagende risikopræmier for de fleste aktivklasser. Bedringen af de finansielle markeder blev yderligere understøttet af tegn på et begyndende opsving fra 2. halvår 2009. Det har alt i alt bidraget til at forbedre udsigterne for finansiell stabilitet i euroområdet siden 2. kvartal 2009, selv om udsigterne fortsat bør vurderes med forsigtighed, som omtalt nedenfor.

Den betydelige opgang på de finansielle markeder medførte også øget indtjening for euroområdets store og komplekse bankkoncerner i 2009. Der

sås en positiv udvikling i bankernes handelsresultater efter de betydelige tab i 2008, og den tilbagevendende udstedelsesaktivitet på kapitalmarkedet hjalp med at holde bankernes nettoindtægter fra gebyrer og provisioner relativt stabile. En anden vigtig faktor, der bidrog til den forbedrede vækst i indtjeningen, var højere nettorenteindtægter, der bl.a. kunne tilskrives den stejle rentekurve, de omfattende køb af offentligt udstedte gældsinstrumenter foretaget af de store og komplekse bankkoncerner i euroområdet samt sidstnævntes øgede udlånsmarginer trods indsnævringen af indlånsmarginerne. Endvidere fortsatte de fleste store og komplekse bankkoncerner deres bestræbelser på at reducere omkostningerne og omstrukturere deres forretningsmodeller. Indtægtsvæksten blev dog samtidig delvis opvejet af øgede hensættelser til tab på udlån, som var betydelige og bredt fundet på tværs af institutionerne. Den forbedrede indtægtsvækst for euroområdets store og komplekse bankkoncerner, en nedgang i vækstraten for aktiver samt øget kapital fra både offentlige og private kilder bidrog til at forbedre medianen for solvensprocenterne til et højere niveau end før krisen. Det bør imidlertid bemærkes, at forskellen mellem de stærkeste og de svageste store og komplekse bankkoncerner er øget.

Centralbankernes og regeringernes ekstraordinære tiltag fra slutningen af 2008 genoprettede tilliden til det finansielle system i euroområdet og verden som helhed og forbedrede systemets modstandskraft. Med undtagelse af den udvidede indskudsgaranti kan eurolandenes tiltag inddeles i tre hovedkategorier: i) garanti af bankernes forpligtelser, ii) kapitaltilførsel og iii) støtteordninger for aktiver. Fra oktober 2008 til november 2009 tilførte eurolandenes regeringer i alt 2,4 billioner euro, svarende til 26 pct. af euroområdets BNP, til det finansielle system

1 Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort "Financial Stability Review", en halvårlig rapport om stabiliteten for euroområdets finansielle system. I 2009 offentliggjorde ECB også årsberetningen om banksektorens stabilitet i EU samt ad hoc-rapporterne "Credit default swaps and counterparty risk" og "EU banks' funding structures and policies". I januar 2010 offentliggjorde ECB strukturelle indikatorer for banksektoren i EU. Disse rapporter, som indeholder de vigtigste resultater af BSCs overvågning af banksektorens struktur og stabilitet, findes på ECBs websted.

i de enkelte lande. Udnyttelsen heraf har generelt været behersket, men har varieret betydeligt mellem de forskellige tiltag og lande. Rekapitalisering har været et forholdsvis udbredt tiltag, mens den faktiske udstedelse af statsgaranterede bankobligationer har været betydeligt mere begrænset end de garantier, regeringerne tilbød. Målt i absolutte tal er omfanget og anvendelsen af statsgarantier dog langt større end omfanget og anvendelsen af kapitaltilførsel. Kun få lande har indført støtteordninger for aktiver. Endvidere synes nogle af de største banker i euroområdet at have fået den største andel af den finansielle støtte. De tre største modtagerinstitutioner har tegnet sig for ca. halvdelen af støtten under hver type tiltag for euroområdet generelt. Hvad angår de enkelte tiltag, repræsenterer de tre største modtagere tilsammen 6-9 pct. af de samlede bankaktiver i euroområdet.

Uanset den forbedrede indtjening for de store og komplekse bankkoncerner i euroområdet i 2009 er udsigterne for banksektorens stabilitet i euroområdet præget af betydelige risici. For det første vil nettooverskuddet for mange banker i euroområdet sandsynligvis også være under pres i nogen tid fremover som følge af den fortsatte kvalitetsforringelse af bankernes udlån og udsigterne til større tab på udlån. Desuden er der grund til forsigtighed med hensyn til varigheden af den seneste stigning i bankernes lønsomhed, da de ekstraordinært gode forhold for investeringsbankaktiviteter sandsynligvis ikke vil vare ved, efterhånden som markedsforholdene begynder at normalisere sig. Samtidig er nettorenteindtægterne sårbare over for en fladere rentekurve.

En yderligere risikofaktor er sammenhængen mellem udsigterne for finansiell stabilitet og de offentlige finansers holdbarhed, der skyldes statslige tiltag til støtte for den finansielle sektor, finanspolitiske stimuli og den svage økonomiske aktivitet. Alt i alt bør tidspunktet for tilbagetrækning af den offentlige støtte vælges med omhu som følge af udfordringerne for euroområdets banksektor i den kommende tid. I deres exitstrategi skal regeringerne således omhyggeligt afveje risikoen ved for tidlig tilbagetrækning mod risikoen ved for sen tilbagetrækning. Hvis støtten trækkes tilbage, før

de vigtigste finansielle institutioner er blevet tilstrækkeligt stærke, er der risiko for, at nogle af dem vil være sårbare over for negative påvirkninger, hvilket muligvis endda kan udløse nye stressfaktorer i det finansielle system. Hvis støtten derimod trækkes tilbage for sent, kan der være risiko for konkurrenceforvridning med deraf følgende "moral hazard" – herunder muligheden for overdreven risikovillighed – og forværring af risiciene for de offentlige finanser. Endelig kan nogle banker, navnlig dem der har modtaget statsstøtte, have behov for en grundlæggende omstrukturering for at kunne bevise deres levedygtighed på langt sigt, når støtten bortfalder. Hos flere af de store banker i euroområdet er denne proces allerede i gang.

Hvad angår andre finansielle institutioner, oplevede forsikringssektoren i euroområdet fortsat udfordringer i 2009. De økonomiske resultater var stadig beherskede, idet præmievæksten i gennemsnit var uændret i 1. halvår 2009, og nogle forsikringselskaber meldte om stærkt faldende præmier. Den vedvarende usikkerhed på aktie- og kreditmarkederne medførte aftagende efterspørgsel efter livsforsikringsprodukter, navnlig unit link-produkter, hvor investeringsrisikoen ligger hos forsikringstageren, og medvirkede til faldet i præmier. På den anden side nød investeringsindtægterne godt af den positive udvikling på kapitalmarkederne efter medio marts 2009. I 1. halvår 2009 var investeringsindtægterne således i gennemsnit højere end året før. De forbedrede investeringsindtægter var dog ikke tilstrækkelige til at undgå en bredt funderet nedgang i lønsomheden. Alligevel oplevede forsikringselskaberne en bedring af deres kapitalforhold i 1. halvår 2009, delvis som følge af den positive udvikling på kapitalmarkederne, og de kunne således genvinde nogle af de urealiserede tab, de havde lidt i 2008. Nogle af risiciene for forsikringselskaberne, især investeringsrisiciene, er aftaget en del, mens andre risici stadig gør sig gældende, især risici i forbindelse med lave statsobligationsrenter og svag økonomisk udvikling. Uanset disse risikoudsigter tyder de foreliggende oplysninger om solvensen hos euroområdets forsikringselskaber på, at de i gennemsnit stadig har en rimelig stødpude.

En væsentlig del af de bredt funderede tab på de fleste investeringsstrategier i hedgefondsektoren i 2008 blev genvundet som følge af det stærke investeringsafkast i 2009. Desuden har hedgefondsektoren tilsyneladende oplevet et aftagende likviditetspres i forbindelse med finansiering og en deraf følgende aftagende risiko for tvungent salg af aktiver. Gode investeringsresultater i gennemsnit har bidraget til gradvis at vende udstrømningen af investeringer, som aftog fra 1. til 2. og 3. kvartal 2009. Foreløbige oplysninger tyder på, at udstrømningen af investeringer i hele sektoren kan være ophørt i 3. kvartal 2009. Opsvinget på de finansielle markeder har også medført en højere gearing, om end det var fra et meget lavt niveau. Gearingsniveauet var dog stadig lavere ultimo 2009 end ultimo 2007.

## 1.2. ORDNINGER VEDRØRENDE FINANSIEL STABILITET

I december 2008 gav Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC) mandat til en arbejdsgruppe, "High-Level Working Group on Cross-Border Financial Stability Arrangements", med deltagelse af ECB, til at kortlægge erfaringerne fra den seneste udvikling i forbindelse med ordninger for finansiell stabilitet i EU. Gruppens rapport fra juli 2009 indeholdt en række anbefalinger vedrørende koordinering af politikker i EU, deling af omkostningerne for de offentlige finanser og samarbejde mellem hjemlandets og værtslandets myndigheder i krisesituationer.<sup>2</sup> Desuden iværksatte Europa-Kommissionen en gennemgang af og fremsatte forslag til forbedring af EU-lovgivningen inden for områder som banktilsyn, krisehåndteringsregimer for banker og indskudsgarantiordninger.

ECB bidrog til Kommissionens offentlige høring i august 2009 om gennemgangen af direktiv 94/19/EF om indskudsgarantiordninger. Eurosystemets holdning bygger på to hovedprincipper. For det første er indskudsgarantiordninger en vigtig del af sikkerhedsnettet, så deres rolle med hensyn til at fremme finansiell stabilitet og offentlighedens tillid til det finansielle system bør derfor styrkes. For det andet medvirker de

til at skabe et indre marked for finansielle tjenesteydelser, herunder fremme af lige konkurrencevilkår for banker, der opererer internationalt. Det kræver større harmonisering af sådanne ordninger i EU.

Den 20. oktober 2009 vedtog Ecofin-Rådet overordnede konklusioner<sup>3</sup> om styrkelsen af EU-ordningerne til sikring af finansiell stabilitet og krisestyring i tilfælde af en finansiell krise i fremtiden. Ecofin-Rådet godkendte også en køreplan med prioriteter for det yderligere arbejde med at styrke finansiell stabilitet samt finansiell regulering og tilsyn i EU. Prioriteterne omfatter indsatser vedrørende: i) rammerne for tilsyn, ii) rammerne for kriseforebyggelse, -styring og -løsning, iii) rammerne for regulering og iv) fremme af de finansielle marketers integritet. Desuden opfordrede Ecofin-Rådet EFC til at arbejde videre med at udvikle praktiske ordninger til yderligere at forbedre den EU-dækkende politiske koordinering af grænseoverskridende kriseforebyggelse, -styring og -løsning og at se nærmere på fordele og ulemper ved ex ante- og ex post-byrdefordeling samt eventuelle principper, kriterier og procedurer, der ville kunne anvendes i en krise, såfremt regeringsstøtte bliver nødvendig.

Den 2. december 2009 tog Ecofin-Rådet disse overordnede konklusioner op igen og noterede sig med tilfredshed den forberedende analyse, som Europa-Kommissionen har foretaget, i sin meddelelse om en EU-ramme for grænseoverskridende krisestyring i banksektoren, der omfatter tre centrale områder, nemlig tidlig indgriben, krisehåndteringsregimer og insolvensbehandling. Endvidere var der i Ecofin-Rådet også enighed om en række retningslinjer for det videre arbejde i Kommissionen inden for de tre områder, og Ecofin-Rådet noterede sig det forberedende arbejde, der indtil nu er udført med hensyn til samarbejde og øget villighed til at dele byrderne ex post, hvor der er behov for det. Ecofin-Rådet opfordrede Europa-Kommissio-

<sup>2</sup> <http://www.consilium.europa.eu> (Rådets websted).

<sup>3</sup> <http://www.consilium.europa.eu> (Rådets websted).

nen, Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser og EFC til at fremlægge konkrete forslag om disse emner i 1. halvår 2010.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Konklusionerne fra Ecofin-Rådets møde den 2. december 2009 findes på Rådets websted (<http://www.consilium.europa.eu>).

## 2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

### 2.1. GENERELLE EMNER

Som følge af forværringen af den finansielle krise i efteråret 2008 blev der i 2009 arbejdet konkret med at identificere mulige forbedringer af de institutionelle tilsynsrammer. På EU-niveau offentliggjorde Larosière-gruppen sin rapport i februar 2009 med forslag til forbedring af ordningerne for finansielt tilsyn i EU. På grundlag af rapporten udsendte Kommissionen i maj 2009 en meddelelse om finansielt tilsyn i EU med konkrete forslag til forbedring af tilsynsordningerne i EU. Forslagene blev generelt støttet af Ecofin-Rådet den 9. juni 2009 og Det Europæiske Råd den 18.-19. juni. Den 23. september fremsatte Europa-Kommissionen forslag til en lovgivningspakke<sup>5</sup> om en ny institutionel tilsynsramme i EU, som bygger på følgende to søjler.<sup>6</sup>

For det første skal der oprettes et europæisk råd for systemiske risici (European Systemic Risk Board, ESRB). Ifølge Kommissionens forslag skal ESRB være ansvarlig for makroprudentielt tilsyn med det finansielle system i EU og vil således bidrage til at forebygge og afbøde systemiske risici (se også boks 8).

For det andet oprettes et europæisk finanstill-system (European System of Financial Supervisors, ESFS). I henhold til Kommissionens forslag skal ESFS være netværk af bestående nationale tilsynsmyndigheder og tre nye europæiske tilsynsmyndigheder (European Supervisory Authorities, ESAer): Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA) og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA). De er resultatet af en omdannelse af de eksisterende tilsynsmyndigheder (der blev oprettet på niveau 3 i Lamfalussy-rammerne for finansiell regulering og tilsyn) til ESAer. De tre ESAer har til opgave: i) at bidrage til fastlæggelsen af fælles standarder af høj kvalitet for regulering og tilsyn, navnlig ved at udarbejde udkast til tekniske standarder, der skal godkendes af Kommissionen for at være juridisk bindende, ii) at bidrage til konsekvent anvendelse

af EU-lovgivningen bl.a. ved at bilægge tvister<sup>7</sup> mellem nationale tilsynsmyndigheder, fremme tilsynskollegiers virkemåde og gribe ind i krisesituationer, iii) at arbejde tæt sammen med ESRB, iv) at gennemføre "peer reviews" af tilsynsmyndighederne for at styrke konsistensen i tilsynsresultaterne og v) at overvåge og vurdere markedsudviklingen. Kommissionen har også foreslået målrettede ændringer af den eksisterende lovgivning om finansielle tjenesteydelser med henblik på at sikre, at de nye tilsynsmyndigheder kan fungere effektivt.<sup>8</sup>

ECB var blevet hørt<sup>9</sup> om Kommissionens forslag, som skal vedtages af både Europa-Parlamentet og Rådet i den fælles beslutningsprocedure. På sit møde den 18.-19. juni 2009 opfordrede Det Europæiske Råd Ecofin-Rådet til at vedtage forslagene hurtigt, så den nye tilsynsstruktur kan være helt på plads i løbet af 2010.

Den 20. oktober 2009 nåede Ecofin-Rådet til bred enighed om de to forslag til lovgivning vedrørende ESRB. Den 2. december nåede Ecofin-Rådet til enighed om et kompromisforslag vedrørende udkastene til forordninger om oprettelse af de tre ESAer, der også indeholder

5 Findes på Europa-Kommissionens websted (<http://ec.europa.eu>).

6 Forslagene vedrørende indførelse af den nye tilsynsramme er beskrevet nærmere i kapitel 4.

7 Resultatet vil være bindende med forbehold af Ecofin-Rådets generelle holdning om, at ESAernes beslutninger ikke bør have nogen betydning for medlemslandenes finanspolitiske ansvar.

8 Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 1998/26/EF, 2002/87/EF, 2003/6/EF, 2003/41/EF, 2003/71/EF, 2004/39/EF, 2004/109/EF, 2005/60/EF, 2006/48/EF, 2006/49/EF og 2009/65/EF for så vidt angår de beføjelser, der er tillagt Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed.

9 Se ECBs udtalelse af 26. oktober 2009 om et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om makrotilsyn på fællesskabsplan af det finansielle system og om oprettelse af et europæisk råd for systemiske risici, og et forslag til Rådets beslutning, der tildeler Den Europæiske Centralbank nærmere opgaver vedrørende funktionen af det europæiske råd for systemiske risici (CON/2009/88); samt ECBs udtalelse af 8. januar 2010 om tre forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordninger om oprettelse af en europæisk banktilsynsmyndighed, en europæisk tilsynsmyndighed for forsikrings- og arbejdsmarkedspensionsordninger og en europæisk værdipapirtilsynsmyndighed (CON/2010/5).

visse bestemmelser af relevans for oprettelsen af ESRB, fx bestemmelser vedrørende indsamling af information fra ESAerne. Rådets formandskab indledte forhandlinger med Europa-Parlamentet med henblik på at nå til enighed i 2010.

## 2.2 BANKVIRKSOMHED

Topmødet for G20-landenes stats- og regeringschefer i London i april 2009 var en milepæl for finansiell regulering og tilsyn, da G20-lederne forpligtede sig til at styrke de lovgivningsmæssige standarder, så snart det økonomiske opsving er sikret. G20-landene nåede således til enighed om at øge bankernes kapitalstødpuder ud over minimumskravet, forbedre kapitalkvaliteten og udarbejde henstillinger om at afbøde procyklalitet<sup>10</sup>. Endvidere aftalte G20-landene at indføre et ikke-risikobaseret kapitalmål

for at mindske gearing samt en global ramme til at fremme øgede likviditetsstødpuder. Endelig besluttede de at finjustere incitamenterne til risikostyring i forbindelse med securitisering.

På baggrund heraf vedtog Baselkomiteen for Banktilsyn, hvor ECB har observatørstatus, en ambitiøs og omfattende plan, der sigter mod yderligere at styrke regulering af og tilsyn med banksektoren. I juli 2009 offentliggjorde Baselkomiteen sine forbedringer til Basel II-kapitaldækningsreglerne. Forbedringerne vedrører øgede kapitalkrav for handelsbeholdningen og gensecuritisationer samt for likviditets- og kreditfaciliteter til ikke-balanceførte enheder. Desuden styrkes standarderne for intern analyse og oplysning af securitiseringsengagementer samt praksis vedrørende aflønning og risikostyring.

<sup>10</sup> Defineret som systemets evne til at forstærke økonomiske udsving.

### Boks 8

#### OPRETTELSE AF EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD OG KONSEKVENSERNE FOR ECB

##### 1. Makrotilsyn og systemiske risici

En række centralbanker over hele verden har en rolle at spille med hensyn til at sikre finansiell stabilitet i deres respektive lande. I EU bidrager ESCB til de kompetente myndigheders tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet. Den finansielle krise har klart understreget behovet for bedre forståelse og overvågning af systemiske risici, navnlig hvad angår indbyrdes afhængighed i det finansielle system. Desuden har den afdækket alvorlige mangler med hensyn til effektiv analyse af de foreliggende oplysninger og kendskab til de vigtigste svage punkter i det finansielle system.

Makrotilsyn fokuserer på det finansielle system som helhed og ikke på de enkelte finansielle institutioner. Makrotilsyn er således meget tæt forbundet med begrebet systemisk risiko, der kan opstå som følge af de finansielle institutioners kollektive adfærd, deres indbyrdes adfærd og forbindelserne mellem finanssektoren og realøkonomien.

##### 2. ESRBs opgaver

I henhold til Kommissionens forslag skal det nye uafhængige organ European Systemic Risk Board (ESRB) være ansvarligt for makrotilsyn med det finansielle system i EU. ESRB får følgende opgaver: i) at fastsætte, indsamle og analysere alle oplysninger af relevans for ESRBs mission, ii) at afdække og prioritere systemiske risici, iii) at udsende advarsler, hvis de systemiske



risici anses for betydelige, iv) at fremsætte anbefalinger med henblik på afhjælpende tiltag og v) at overvåge opfølgningen på advarsler og anbefalinger.

Under udførelsen af sit mandat forventes ESRB at arbejde tæt sammen med Det Europæiske Finanstilsynssystem, ESFS. ESRB vil især forsyne de europæiske tilsynsmyndigheder, ESAerne, med de oplysninger om systemiske risici, som ESAerne skal bruge for at kunne udføre deres opgaver. Til gengæld er ESAerne forpligtet til at arbejde tæt sammen med ESRB især ved at forsyne ESRB med de nødvendige oplysninger og ved at sikre passende opfølgning på ESRBs advarsler og anbefalinger. ESRB forventes også at arbejde sammen med internationale institutioner som IMF og Financial Stability Board samt med relevante organer uden for EU i forbindelse med makrotilsyn.

### 3. ECBs rolle

I henhold til Kommissionens forslag skal ECB varetage sekretariatsfunktionen for ESRB og således yde analytisk, statistisk, administrativ og logistisk støtte til ESRB. I henhold til forslaget vil ESRBs sekretariat først og fremmest have til opgave at forberede ESRBs møder; indsamle og bearbejde oplysninger, der understøtter ESRBs arbejde; forberede de nødvendige analyser med teknisk assistance fra de nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder; støtte ESRB på administrativt niveau i det internationale samarbejde med andre relevante organer om makroprudentielle spørgsmål og endelig at støtte arbejdet i det generelle råd, styringskomiteen og det rådgivende tekniske udvalg.

ESRB vil kunne trække på ekspertise hos de nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder, primært gennem deres deltagelse i det rådgivende tekniske udvalg (Advisory Technical Committee, ATC), der skal oprettes som en del af ESRBs struktur. ATC skal yde rådgivning og bistand vedrørende tekniske forhold i forbindelse med ESRBs arbejde.

I sin udtalelse om disse forslag<sup>1</sup> udtrykte ECB generel støtte til de foreslåede retlige rammer for ESRB og anførte, at ECB var parat til at støtte ESRB og påtage sig sekretariatsfunktionen. Endvidere vil alle EU-centralbankernes makroøkonomiske, finansielle og monetære ekspertise komme ESRB til gode, da medlemmer af ECBs generelle råd også deltager i ESRBs generelle råd. Inddragelsen af ECB og ESCB i ESRB vil ikke røkke ved ESCBs primære formål i henhold til traktatens artikel 127, nemlig at fastholde prisstabilitet..

For at kunne støtte ESRB skal ECB sikre tilstrækkelige menneskelige og økonomiske resurser til at opfylde sin sekretariatsfunktion. Herudover skal ECB forbedre sine nuværende metoder til overvågning og vurdering af risici for finansiell stabilitet. ECB vil desuden yde bistand til ESRB ved at udarbejde og opdatere nye analyseværktøjer og -metoder til afdækning og vurdering af systemiske risici og til at udstede tidlige advarsler.

<sup>1</sup> Der er en mere uddybende gennemgang af udtalelsen (CON/2009/88) i afsnit 6.2 i kapitel 2.

Endelig offentliggjorde Baselkomiteen i december 2009, i overensstemmelse med sit mandat fra G20, høringsmateriale om styrkelse af kapitalkvaliteten samt indførelse af et ikke-risikobaseret gearingsmål som supplement til Basel II-reglerne samt regler for likviditetsrisiko og kontracykliske stødpuder.

I forlængelse af Baselkomiteens arbejde vedtog Europa-Kommissionen i juli 2009 et forslag til ændring af kapitalkravsdirektivet.<sup>11</sup> ECB blev hørt om dette forslag og udsendte en udtalelse om det den 12. november 2009.<sup>12</sup> I sin juridiske udtalelse udtrykte ECB generelt støtte til de foreslåede ændringer og foreslog, at kravene i direktivforslaget i endnu højere grad skulle tilnærmes kravene i de reviderede Basel II-regler for markedsrisiko med henblik på at sikre lige internationale konkurrencevilkår på dette område. Derudover foreslog ECB at inkorporere Financial Stability Boards retningslinjer<sup>13</sup> i bestemmelserne vedrørende aflønning. Endelig anbefalede ECB at anvende aflønningsbestemmelserne på bankkoncernniveau for at sikre konsistent behandling af de medarbejdere i EU-banker, som tager risiko.

### 2.3 VÆRDIPAPIRER

Den finansielle krise har skabt bekymring med hensyn til pålideligheden og gennemsigtigheden af kreditvurderingsbureauernes ratings og mulige interessekonflikter, som deres virksomhed kan give anledning til. G20-landene aftalte derfor i april 2009 at udvide den lovmæssige overvågning og registrering til at omfatte kreditvurderingsbureauer, som skal overholde "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies of the International Organization of Securities Commissions". På EU-plan vedtog Europa-Parlamentet og Rådet den 23. april 2009 en forordning om kreditvurderingsbureauer,<sup>14</sup> som fastslår, at alle kreditvurderingsbureauer skal være registreret hos det relevante medlemslands kompetente myndigheder, som også fører tilsyn med kreditvurderingsbureauet. Ved forordningen indføres desuden krav vedrørende interessekonflikter. Derved sikres kvaliteten

af ratings, og gennemsigtigheden øges for brugerne af ratings. I sin udtalelse fra april 2009<sup>15</sup> hilste ECB generelt forordningen velkommen og anførte som en overordnet kommentar, at der var behov for yderligere afklaring af forordningens nøjagtige omfang og lovgivningsmæssige formål.

G20-landene blev også enige om, at hedgefonde skulle underlægges obligatorisk registrering og oplysningskrav. Med dette formål for øje fremsatte Kommissionen i april 2009 et forslag til et direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde, herunder forvaltere af hedgefonde. Ifølge direktivforslaget skal forvaltere af alternative investeringsfonde over en vis størrelse være autoriserede og underlagt løbende tilsyn. Desuden skal de overholde et sæt lovmæssige standarder, der fremgår af direktivforslaget. Kun når disse betingelser er opfyldt, kan forvaltere af alternative investeringsfonde markedsføre fonde over for professionelle investorer i hele EU. I sin udtalelse om direktivforslaget<sup>16</sup> støttede ECB etableringen af harmoniserede rammer for forvaltere af alternative investeringsfonde i EU, men understregede samtidig vigtigheden af en internationalt koordineret ramme. I udtalelsen foreslog ECB også at tilpasse visse bestemmelser, så de bedre afspejler forskellene mellem de fonde, der er omfattet af direktivforslaget. Endvidere foreslog ECB, at det i forbindelse med

11 Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker.

12 Udtalelse fra Den Europæiske Centralbank af 12. november 2009 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker (CON/2009/94).

13 Se "Principles for Sound Compensation Practices" og de dermed forbundne "Implementation Standards", Financial Stability Board, henholdsvis april og september 2009.

14 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1060/2009 af 16. september 2009 om kreditvurderingsbureauer, EUT L 302, 17.11.2009, s.1.

15 Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 21. april 2009 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om kreditvurderingsbureauer (CON/2009/38).

16 Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 16. oktober 2009 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde (CON/2009/81).

gennemførelsestiltagene bør overvejes nøjere at indføre krav om indberetning til de kompetente myndigheder samt grænseværdier for gearing, som tager højde for hedgefondenes fulde risiko-profil, samtidig med at de ikke udgør en uforholdsmæssig hindring for deres investerings-fleksibilitet.

## 2.4 REGNSKABSPRINCIPPER

Med hensyn til regnskabsprincipper vedrørte den vigtigste udvikling i 2009 dels international konvergens i regnskabsstandarder, dels forbedringer til afhjælpning af svagheder, der var blevet konstateret i kølvandet på den finansielle krise. Inden for disse områder blev der truffet foranstaltninger med henblik på at nå et godt stykke videre mod et sæt fælles harmoniserede standarder.

Som reaktion på de regnskabsmæssige problemer, som finanskrisen medførte, nedsatte International Accounting Standards Board (IASB) og det amerikanske Financial Accounting Standards Board (FASB) en rådgivende gruppe om den finansielle krise (Financial Crisis Advisory Group) i december 2008. ECB bidrog til gruppens arbejde i 2009. Gruppen rådgiver IASB og FASB om konsekvenserne, med hensyn til udarbejdelse af standarder, af den globale finansielle krise og eventuelle ændringer af de globale lovgivningsmæssige rammer.

I april 2009 ændrede FASB regnskabsreglerne for ikke-midlertidig værdiforringelse af gælds-instrumenter, således at kun kreditrelaterede værditab indregnes i resultatet. Det står i modsætning til fremgangsmåden i henhold til International Financial Reporting Standards (IFRS), hvilket betyder, at amerikanske banker og EU-banker skal redegøre for disse tab på forskellig måde i deres nettoindtægter. ECB og Kommissionen gav udtryk for bekymring over, at disse forskelle hindrede lige konkurrencevilkår, og opfordrede IASB til at løse problemet inden udgangen af 2009.

I marts 2009 udsendte IASB et "exposure draft" om ophør af indregning, med ændringsforslag til IAS 39 og IFRS 7,<sup>17</sup> som vil få væsentlig betydning for den regnskabsmæssige behandling af genkøbsforretninger (repoer). Da dette er et meget vigtigt marked for centralbanker og banksektoren, understregede Eurosystemet, at ændringerne ville give anledning til problemer med hensyn til lige konkurrencevilkår mellem banker i EU og USA, og at de kunne indvirke negativt på bankernes forretningsmodeller og det europæiske repomarked. IASB blev således opfordret til at tage ændringsforslagene vedrørende repoer op til fornyet overvejelse.

Eurosystemet kommenterede også IASBs "exposure draft" om klassificering og måling af finansielle instrumenter. Eurosystemet nævnte bl.a., at IASB burde lægge mere vægt på de enkelte institutioners forretningsmodeller for at give mulighed for at omklassificere finansielle instrumenter i særlige tilfælde og at forstærke samarbejdet med FASB med henblik på konsistent behandling.

Desuden iværksatte IASB en offentlig høring af et "exposure draft" om nedskrivninger med henblik på at gennemføre G20-landenes anbefaling om, at udstederne af regnskabsstandarder skal forbedre regnskabsreglerne for indregning af hensættelser til tab på udlån ved at indføre krav om flere kreditoplysninger.

En anden vigtig udvikling var, at IASB, i Financial Stability Board-regi, indledte en dialog med tilsynsmyndigheder, herunder ECB, om spørgsmål vedrørende finansielle institutioners regnskabsaflæggelse. Det var et direkte tiltag for at imødekomme G20-landenes opfordring til IASB om at inddrage interessenterne.

I april 2009 nedsatte Baselkomiteen en arbejdsgruppe på højt plan vedrørende de regnskabsmæssige anbefalinger fra G20. ECB deltager i gruppen, som i august 2009 udsendte retningslinjer for opdatering af regnskabsstandarder for finansielle instrumenter for at bistå IASB med

<sup>17</sup> Findes på IASBs websted (<http://www.iasb.org>).

at behandle spørgsmål vedrørende hensættelser, måling til dagsværdi og oplysninger i forbindelse hermed.

### 3 FINANSIEL INTEGRATION

Eurosystemet bidrager til at øge den finansielle integration gennem i) oplysning om og overvågning af den finansielle integration, ii) katalysering af aktiviteter i den private sektor ved at fremme kollektiv handling, iii) rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og direkte regelfastsættelse samt iv) levering af centralbanktydelser, der også fremmer finansiell integration.

#### OPLYSNING OM OG OVERVÅGNING AF FINANSIEL INTEGRATION

I april 2009 udgav ECB den tredje årlige udgave af "Financial integration in Europe". Det vigtigste formål med rapporten er at bidrage til at fremme finansiell integration i Europa og oplyse offentligheden om Eurosystemets rolle i arbejdet med at støtte denne proces. Rapporten indeholder en beskrivelse af status for integrationen og udgør derfor et empirisk grundlag for politiktiltag til yderligere fremme af finansiell integration. I rapporten beskrives først ECBs vurdering af status for finansiell integration baseret på et sæt indikatorer, som også offentliggøres halvårligt på ECBs websted. I 2009 blev sættet udvidet med indikatorer for finansiell udvikling. Rapporten indeholder også en dybtgående analyse af tre udvalgte emner: i) den finansielle krises indvirkning på den finansielle integration i euroområdet, ii) institutionelle investorer og finansiell integration og iii) finansiering af små og mellemstore virksomheder og unge innovative virksomheder i Europa. Endelig giver rapporten en oversigt over Eurosystemets bidrag til øget integration og udvikling af de finansielle markeder i Europa.

ECB og Center for Financial Studies ved universitetet i Frankfurt videreførte deres samarbejde i forskningsnetværket vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa med deltagelse af akademikere, markedsdeltagere og politiske beslutningstagere. Netværkets 12. konference, "Learning from the crisis: Financial stability, macroeconomic policy and international institutions", blev afholdt af Einaudi-instituttet for økonomi og finansiering i Rom den 12.-13. november 2009. Som i tidligere år tildelte

ECB fem "Lamfalussy-stipendier" til unge forskere inden for rammerne af netværket. Netværkets aktuelle prioritetsområder er: i) det finansielle system som forvalter, fordeler og skaber af risiko, ii) integration og udvikling af detailtjenesteydelser og fremme af innovative virksomheder og iii) modernisering og ledelse i den finansielle sektor samt integration af det europæiske finansielle system i de globale kapitalmarkeder.

#### KATALYSATOR FOR AKTIVITETER I DEN PRIVATE SEKTOR

Eurosystemet fortsatte med at støtte SEPA-initiativet vedrørende det fælles eurobetalingsområde (Single Euro Payments Area), som giver enkeltpersoner, virksomheder og offentlige forvaltninger mulighed for at foretage kontantløse betalinger i euro fra en enkelt konto overalt i SEPA ved hjælp af et enkelt sæt betalingsinstrumenter lige så let, effektivt og sikkert som ved nationale betalinger. SEPA's direkte debiteringsfacilitet blev lanceret planmæssigt i november 2009, hvor over 2.500 banker tilbød denne første fælleseuropæiske direkte debiteringstjeneste. Det var den anden milepæl efter lanceringen af kreditoverførselsfaciliteten i januar 2008. I deres fælles udtalelse<sup>18</sup> præsenterede Europa-Kommissionen og ECB den direkte debiteringsfacilitets struktur nærmere over for sektoren. Eurosystemet overvåger migreringen til SEPA-betalingsinstrumenter på grundlag af SEPA-indikatorer<sup>19</sup>. SEPA-kreditoverførselsfaciliteten tegnede sig for 6,2 pct. af de samlede kreditoverførsler i euro i januar 2010, hvilket tyder på, at faciliteten nu ikke blot bruges til grænseoverskridende betalinger<sup>20</sup>, men også til indenlandske transaktioner.

Indførelsen af SEPA-faciliteterne for kreditoverførsel og direkte debitering kan danne grundlag for yderligere innovationer. Der arbejdes i øjeblikket på at udvikle en elektronisk beta-

18 Offentliggjort på ECBs websted den 24. marts 2009.

19 Findes på ECBs websted.

20 Grænseoverskridende betalinger skønnes at udgøre 2-3 pct. af de samlede betalinger.

lingsløsning for hele Europa<sup>21</sup> samt løsninger for mobilbetalinger og elektronisk fakturering. Eurosystemet har holdt to møder med markedsdeltagere for at drøfte status for initiativerne vedrørende elektroniske SEPA-betalingsløsninger og vil fortsat følge med i dette arbejde.

SEPA-rammerne for kortbetalinger, der blev lanceret i 2008, kom også et stykke videre i 2009. Eurosystemet forventer, at der vil blive indført mindst én ny europæisk kortordning, som opfylder Eurosystemets og de andre interessenters krav, og der er allerede iværksat flere markedsinitiativer. Overgangen til chipkort med pin-kode og kontantautomater samt kortterminaler i butikkerne – der alle opfylder EMV-standarden – kom et godt stykke videre.<sup>22</sup> SEPA-rammerne for kort forventes at medføre flere valgmuligheder og øget effektivitet, men der er stadig behov for en yderligere indsats for at fremme dem. I maj 2009 holdt Eurosystemet et møde med interessenterne om en SEPA-certificeringsordning for kort og terminaler med sigte på en fælles evaluerings- og certificeringsproces for fabrikanter af kort og terminaler.

Eurosystemet anførte i sin sjette statusrapport om SEPA, at der stadig var behov for forbedringer af de overordnede SEPA-rammer, navnlig hvad angår inddragelse af interessenter, gennemsigtighed og migreringsprocessen. Eurosystemet og Kommissionen ser i øjeblikket på, hvordan styringen af SEPA kan forbedres.

I december 2009 bekræftede Ecofin-Rådet betydningen af at indføre endelige tidsfrister for migrering til SEPA-faciliteterne for direkte debitering og kreditoverførsel med henblik på at skabe klarhed og give markedet incitament til at tage SEPA-instrumenterne til sig og at eliminere omkostningerne ved at bruge ældre produkter og SEPA-produkter samtidig. Ecofin-Rådet opfordrede derfor Kommissionen og ECB, i tæt samarbejde med alle involverede parter, til at foretage en grundig vurdering af, hvorvidt der er behov for bindende tidsfrister for indførelse af SEPA-faciliteterne for direkte debitering og kreditoverførsel, samt til at fremsætte

et sådant lovforslag, hvis der skønnes at være behov for det.

Markedet for kortfristede værdipapirer i Europa er generelt indenlandsk baseret. STEP-initiativet er iværksat af markedsdeltagere under European Banking Federation og ACI – sammenlutningen af finansielle markeder – og styres af STEP-markedskomiteen. STEP-initiativet har siden 2001 fremmet integrationen af markedet for kortfristede værdipapirer gennem et sæt fælles markedsstandarder og en fælles praksis, og Eurosystemet har støttet initiativet fra begyndelsen.

Siden den vellykkede lancering af STEP-markedet i juni 2006 har Eurosystemet støttet initiativet på to måder. For det første udarbejder ECB statistik om STEP-markedet, herunder om månedlige udeståender, daglige renter og spænd på nye udstedelser. Siden ultimo november 2009 har ECB også offentliggjort daglige statistikker om aggregerede udeståender og nyudstedelser fordelt efter sektor, løbetid, rating og valuta. For det andet vil Eurosystemet fortsat bistå STEP-sekretariatet med mærkning af STEP-papirer indtil juni 2010. I sidste ende ligger ansvaret for at udstede og tilbagekalde STEP-mærker hos STEP-sekretariatet.

Uanset de ugunstige markedsforhold steg det samlede udestående af STEP-gældsinstrumenter med 6,4 pct. år-til-år i 3. kvartal 2009 til 404,8 mia. euro i december 2009. Stigningen kunne delvis tilskrives Styrelsesrådets beslutning i oktober 2008 om at udvide listen over belånbare aktiver, der kan stilles som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer. Det omfatter bl.a. STEP-mærkede instrumenter udstedt af banker. Der var 149 aktive STEP-mærkningsprogrammer i december 2009. STEP-mærket blev indført i 2006.

21 En elektronisk betaling (eller e-betaling) er baseret på netbankbetaling med den ekstra mulighed, at sælgeren modtager en bekræftelse på betalingen i realtid, så varerne kan frigives med det samme.

22 Yderligere oplysninger findes på SEPA-siderne på ECBs websted.

Med det formål at øge gennemsigtigheden vedrørende asset-backed securities iværksatte Eurosystemet, i samarbejde med kreditvurderingsbureauer, udstedere og investorer, et projekt for udarbejdelse af statistik på lånniveau over de aktiver, der ligger bag instrumenterne. Et velfungerende marked for securitisation, understøttet af standardisering og øget gennemsigtighed, bidrager til at gøre det europæiske finansielle system komplet og fremmer integration, da instrumenterne bliver mere sammenlignelige på tværs af landegrænserne.

#### **RÅDGIVNING OM LOVGIVNINGS- OG TILSYNSMÆSSIGE RAMMER FOR DET FINANSIELLE SYSTEM OG DIREKTE REGELFASTSÆTTELSE**

I 2009 fokuserede Eurosystemets rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer navnlig på at følge op på Larosière-gruppens rapport om nye institutionelle tilsynsrammer i EU (se afsnit 2.1. i dette kapitel). Som led i sin traktatfæstede rådgivende rolle yder ECB løbende rådgivning om initiativer af direkte eller indirekte relevans for finansiell integration (se afsnit 2 i dette kapitel og afsnit 6.2 i kapitel 2).

ECB ydede rådgivning om integration af værdipapirafviklings- og betalingsystemer. ECB var fortsat kraftigt involveret i arbejdet med adfærdskodeksen for clearing og afvikling, som sigter mod at fremme konkurrence på grundlag af gennemsigtige priser, adgang og fælles standarder samt opdeling af serviceydelser og regnskabsmæssig adskillelse. ECB udførte desuden en analyse af værdipapircentralers brug af priseksempler med henblik på bedre sammenlignelighed mellem priser.

ECB deltog fortsat i Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II (CESAME II), som står for fjernelsen af "Giovannini-barriererne" (opkaldt efter den gruppe, der definerede dem i 2001) for effektiv clearing og afvikling, som skyldes forskelle i tekniske standarder og forretningspraksis. Arbejdet er tæt forbundet med gennemførelsen af Target2-Securities (T2S) og har til formål at fremme harmonisering på efterhandelsområdet.

Eftersom harmonisering af de lovgivningsmæssige rammer i EU danner grundlag for SEPA, har Eurosystemet aktivt interesseret sig for EU-lovgivning på dette område. I november 2009 var betalingstjenestedirektivet<sup>23</sup> blevet implementeret i national lovgivning og var trådt i kraft i de fleste medlemslande. ECB deltog som observatør i Kommissionens arbejdsgruppe om gennemførelse, hvor de nationale centralbanker også var repræsenteret sammen med deres respektive regeringsrepræsentanter. Endvidere var ECB involveret i og blev hørt om Kommissionens gennemgang af forordning (EF) nr. 2560/2001 (nu forordning (EF) nr. 924/2009 om grænseoverskridende betalinger i Fællesskabet). Hvad angår grænseoverskridende direkte debitering, fremgår det af den reviderede forordning, at alle banker, som tilbyder direkte debitering i euro på nationalt plan, også skal kunne modtage og behandle instruktioner om direkte debitering i euro på tværs af landegrænser fra udgangen af november 2010. Forordningen indeholder også regler om midlertidige ordninger for grænseoverskridende og nationale interbankgebyrer for direkte debitering i SEPA, som anført i ECBs og Kommissionens fælles pressemeddelelser.<sup>24</sup> Endelig har ECB været inddraget i og er blevet hørt om gennemgangen af e-pengedirektivet.

I december 2008 forelagde to forskergrupper – Study Group on a European Civil Code og Research Group on EC Private Law – den endelige version af et udkast til en fælles referenceramme for Kommissionen med et sæt modelregler for vigtige civilretlige områder. ECB har bidraget til arbejdet i European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG) vedrørende spørgsmål inden for området, som er af særlig relevans for sektoren for finansielle tjenesteydelser.<sup>25</sup> ECB var også involveret i EFMLGs

23 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/64/EF af 13. november 2007 om betalingstjenester i det indre marked og om ændring af direktiv 97/7/EF, 2002/65/EF, 2005/60/EF og 2006/48/EF og om ophævelse af direktiv 97/5/EF.

24 De to fælles pressemeddelelser af 4. september 2008 og 24. marts 2009 afklarede de europæiske myndigheders forventninger med hensyn til interbankgebyrer for direkte debitering i SEPA på mellemlangt og langt sigt.

25 EFMLGs position paper udkom i september 2009 og findes på EFMLGs websted (<http://www.efmlg.org>).

dialog med førende brancheorganisationer, der støtter standarder for markedsdokumentation. Formålet var at drøfte, hvilke erfaringer der kunne drages af den seneste uro på markedet i forbindelse med generelt anvendte bestemmelser i dokumentation vedrørende finansielle transaktioner, samt at se nærmere på forskellene mellem masteraftaler og iværksætte en harmoniseringsproces inden for standard markedsdokumentation.

#### **LEVERING AF CENTRALBANKYDELSER, DER FREMMER FINANSIEL INTEGRATION**

Target2, som er anden generation af Eurosystemets system for store betalinger, er den første markedsinfrastruktur, som er fuldstændig integreret og harmoniseret på europæisk plan. Target2 giver institutter med aktiviteter i flere europæiske lande mulighed for at rationalisere deres back office-funktioner og konsolidere deres likviditetsstyring i euro. Eurosystemet arbejder løbende på at forbedre Target2 for bedre at kunne opfylde brugernes behov og lancerede således to nye versioner af systemet i løbet af 2009.

T2S – Eurosystemets planlagte platform for central, tværnational og neutral afvikling af værdipapirtransaktioner – kommer til at spille en vigtig rolle i harmoniseringen og integrationen af efterhandelsområdet i Europa. T2S vil eliminere mange af "Giovannini-barriererne" for grænseoverskridende clearing og afvikling ved at fungere som en fælles it-plattform med fælles grænseflader og som en fælles protokol for udveksling af meddelelser, idet T2S indfører et harmoniseret tidsskema for alle tilsluttede markeder og udvider den fælles harmoniserede afviklingsmodel, der indebærer levering mod betaling (delivery versus payment, DvP) i centralbankpenge, til at omfatte alle nationale og grænseoverskridende transaktioner. I 2009 udarbejdede flere T2S-ekspertgrupper standarder for harmonisering af instruktioner og processer. Efterhånden som arbejdet med gennemførelsen af T2S er skredet frem, er der jævnlige blevet identificeret områder, hvor der er behov for harmonisering. Dette er enten sket direkte

inden for projektets rammer eller ved at henviser opgaven til Kommissionens CESAME II-gruppe (se også afsnit 2.2 i kapitel 2).

Hvad angår forvaltning af sikkerhedsstillelse, fortsatte arbejdet i 2009 med at etablere en fælles platform (CCBM2) for de nationale centralbanker i euroområdet med henblik på at konsolidere Eurosystemets interne systemer, så de bliver mere effektive, samt at forbedre modparternes likviditetsstyring og forvaltning af sikkerhedsstillelse (se afsnit 2.3 i kapitel 2).



## 4 OVERVÅGNING AF BETALINGSSYSTEMER OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR

Betalningssystemer og systemer til clearing og afvikling af værdipapirer er grundlæggende infrastruktur, der er nødvendig for at sikre, at markedsøkonomierne fungerer tilfredsstillende. De er helt afgørende for at sikre effektive betalingsstrømme for varer, tjenesteydelser og finansielle aktiver, og det er meget vigtigt, at de fungerer gnidningsløst, med henblik på centralbankens pengepolitik samt opretholdelsen af stabiliteten af og tilliden til euroen, det finansielle system og økonomien som helhed. Det er en central opgave for Eurosystemet at fremme betalningssystemernes smidige funktion. Eurosystemet går til opgaven fra tre vinkler: Det påtager sig en operationel rolle, overvåger systemerne og fungerer som katalysator.

Gennem sin overvågning ønsker Eurosystemet at sikre effektiviteten og sikkerheden i betalings- og værdipapirafviklingssystemerne og for de centrale modparter, der anvender euro, ved at overvåge dem, vurdere dem og om nødvendigt iværksætte ændringer.

Som de fleste andre overvågningsmyndigheder fokuserer Eurosystemet både på det enkelte betalings- og værdipapirafviklingssystem og på markedsinfrastrukturen som helhed – eftersom systemerne er indbyrdes afhængige.

Betalingsinstrumenter er også omfattet af Eurosystemets overvågning, der især fokuserer på sikkerhed og effektivitet. Som følge af oprettelsen af SEPA samt den øgede harmonisering af lovgivningen i Europa er detailbetalingsområdet hastigt ved at ændre sig, hvilket øger behovet for en ensartet tilgang til overvågningen af betalingsinstrumenter. Eurosystemet har derfor udarbejdet "Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments", der blev offentliggjort i februar 2009. Standarderne skaber et fælles grundlag, som overvågningen kan tage afsæt fra i vurderingen af alle betalingsinstrumenters rammer.

For at give et samlet overblik over de metoder, politikker og instrumenter, som Eurosystemet anvender i sin overvågning, udsendte Eurosystemet i februar 2009 "Eurosystem oversight policy

framework", der udgør et centralt referencepunkt vedrørende overvågningsspørgsmål for systemer, markedsdeltagere og andre interesserede parter samt for Eurosystemet selv.

### 4.1 SYSTEMER FOR STORE BETALINGER OG INFRASTRUKTURUDBYDERE

Systemer for store betalinger er kernen i euroområdet markedsinfrastruktur og spiller en vigtig rolle for den finansielle sektors og den samlede økonomis stabilitet og effektivitet. Eurosystemet anvender veldefinerede rammer for overvågning af alle systemer for store betalinger, der afvikler i euro, både Eurosystemets egne systemer og private systemer. De bygger på de internationalt anerkendte Core Principles for systemisk vigtige betalinger, som blev fastlagt af komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og tiltrådt af Styrelsesrådet i 2001. Core Principles suppleres af et sæt forventninger til forretningsvidereførelse af systemisk vigtige betalningssystemer, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2006, og som skulle gennemføres af branchen senest i juni 2009. I 2. halvår 2009 begyndte Eurosystemet at vurdere de systemisk vigtige betalningssystemers overholdelse heraf.

Samlet set var driften og leveringen af tjenesteydelser hos de centrale betalingsinfrastrukturer til afvikling af transaktioner i euro (Target2, Euro 1 og Continuous Linked Settlement) og infrastrukturudbydere (fx SWIFT) stabil og robust i 2009, hvor de finansielle markeder var kendetegnet ved gradvis aftagende spændinger.

#### TARGET2

Primo 2009 afsluttede Eurosystemets Target2-overvågere deres omfattende vurdering (som var blevet iværksat i slutningen af 2006) af designet på Target2 i forhold til Core Principles. På grundlag af vurderingen, der blev offentliggjort i maj 2009, konkluderede Styrelsesrådet, at der var overensstemmelse med alle relevante Core Principles.

Efter at fristen for de systemisk vigtige betalingsystemers efterlevelse af forventningerne til forretningsvidereførelse var udløbet i juni 2009, påbegyndtes en vurdering af Target2 i forhold til disse i 2. halvår 2009. Resultaterne af vurderingen ventes offentliggjort i løbet af 2010.

Inden den nye Target2-software blev lanceret den 23. november 2009, gennemførte overvågerne også en vurdering af den nye funktionalitet i forhold til de relevante Core Principles. Konklusionen var, at den nye version alt i alt ville have en positiv indvirkning på styringen af Target2-deltagernes likviditets- og kreditrisici.

## EURO 1

Euro 1 er et system for store betalinger til afvikling af grænseoverskridende og indenlandske transaktioner i euro mellem bankerne i EU. Det drives af en clearingvirksomhed under Euro Banking Association, EBA Clearing. Euro 1 er baseret på multilateral netting. Euro 1-deltagernes positioner ultimo dagen afvikles i sidste ende i centralbankpenge via Target2-systemet med ECB som afviklingsagent.

Der blev i 2009 ikke foretaget nogen ændringer af Euro 1, som kunne påvirke systemets risikosituation og dermed krævede en overvågningsmæssig vurdering. Systemdriften forløb uden problemer året igennem.

I 2. halvår 2009 blev Euro 1 vurderet i forhold til forventningerne til forretningsvidereførelse af systemisk vigtige betalingsystemer. Vurderingen er stadig i gang, og resultaterne ventes offentliggjort i løbet af 2010.

## CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

CLS-systemet (Continuous Linked Settlement) blev lanceret i september 2002 og drives af CLS Bank International (CLS Bank). Systemet tilbyder en ydelse i flere valutaer til samtidig afvikling, dvs. PvP (payment-versus-payment), af betalingsinstrukser vedrørende valutatransaktioner. Gennem PvP-systemet eliminerer CLS

stort set kreditrisikoen i forbindelse med valutaafvikling. CLS afvikler i 17 af de mest handlede valutaer, herunder euroen, den amerikanske dollar, den japanske yen, det britiske pund og schweizerfrancen.

Eftersom CLS Bank er hjemmehørende i USA, har Federal Reserve hovedansvaret for at overvåge CLS i henhold til samarbejdet om overvågning, der omfatter G10-landenes centralbanker og de centralbanker, hvis valutaer afvikles i CLS. Samarbejdet er fastlagt i en protokol, som de deltagende centralbanker udarbejdede i november 2008.<sup>26</sup> ECB deltager (i tæt samarbejde med euroområdet centralbanker) i denne overvågning og har hovedansvaret for overvågningen af afviklingen af euro i CLS.

I 2009 havde overvågningen af CLS navnlig fokus på at gennemgå nye tjenesteydelser, initiativer og regelændringer, som CLS Bank havde indført. Der var bl.a. tale om et forslag om en ny aggregeringstjeneste, der skal sikre en mere effektiv og sikker håndtering af valutatransaktioner, hvor antallet er stort, men værdien lille, forslag til en ny prispolitik samt ændringer i CLS' regler og medlems håndbog på baggrund af erfaringerne efter Lehman Brothers' konkurs.

## SWIFT

SWIFT er vigtigt ud fra hensynet til finansiell stabilitet, da det udbyder sikker udveksling af meddelelser til den finansielle sektor i over 210 lande. SWIFT er et andelsselskab, der er hjemmehørende i Belgien. ECB deltager sammen med de øvrige G10-centralbanker i samarbejdet om overvågning af SWIFT med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig. I overvågningen af SWIFT fokuseres der på robusthed over for kriser, driftssikkerhed, infrastrukturens sikkerhed, forretningsvidereførelse, interne risikostyrings-

<sup>26</sup> "Protocol for the Cooperative Oversight Arrangement of CLS". Protokollen er tilgængelig på Federal Reserve Systems Board of Governors' websted (<http://www.federalreserve.gov>).

processer og større projekter. Centralbankernes overvågning skal sikre, at 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.

I 2009 var der i overvågningen af SWIFT særlig opmærksomhed på:

- i) gennemførelsen af "distributed architecture"-programmet, hvis sigte er et teknisk nydesign af SWIFT, samt overvågning af fremskridt med hensyn til, om systemet var klar til idriftsættelse og overflytning af kunder, samt etableringen af et nyt kommando- og kontrolcenter for Asien og Stillehavsområdet;
- ii) udviklingen af de SWIFT-opkoblinger, kunderne tilbydes;
- iii) overvågning af nye projekter, der potentielt kan påvirke fortroligheden, integriteten og tilgængeligheden af SWIFTs centrale tjenester og
- iv) en risikobaseret vurdering af SWIFTs cyberforsvar med fokus på organisatorisk og driftsmæssig sikkerhedspraksis.

I 2009 annoncerede SWIFT et internt initiativ ved navn Lean@SWIFT, der skal mindske driftsomkostningerne i organisationen ved at strømline visse processer. Overvågerne følger nøje SWIFTs aktioner i denne henseende for at sikre, at SWIFT-tjenesternes fortsatte robusthed og tilgængelighed tilgodeses.

#### **4.2 DETAILBETALINGSSYSTEMER OG -INSTRUMENTER**

Eurosystemets overvågning omfatter også detailbetalingssystemer og betalingsinstrumenter. I 2009 stod ECB fortsat i spidsen for overvågningen af STEP2. STEP2 er et betalingssystem til grænseoverskridende – og i stigende

grad også indenlandske – detailbetalinger i euro, der drives af EBA Clearing.

Den 2. november 2009 lancerede EBA Clearing to nye STEP2-tjenester (Core og B2B), der understøtter direkte debitering i SEPA. Begge anses for at være i overensstemmelse med de respektive European Payments Council-regelsæt, og deres indførelse ændrede ikke noget ved STEP2s overholdelse af de relevante standarder for overvågning.

I 2009 fortsatte Eurosystemet med sin vurdering af betalingskortsystemer i euroområdet set i henhold til de overvågningsstandarder på området, som blev vedtaget i januar 2008. Vurderingen omfatter 26 systemer, hvoraf de fire er internationale. Visse betalingskortsystemer er undtaget fra overvågningsstandarderne. De internationale systemer vurderes af vurderingsgrupper, der består af en centralbank med hovedansvar for overvågningen og andre frivillige centralbanker.

Inden for Eurosystemet har ECB som hovedansvarlig for overvågning af VISA Europe, Diners/Discover og American Express underskrevet aftaler (Memoranda of Understanding) med disse kortudbydere, mens Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique har underskrevet en lignende aftale med MasterCard Europe, hvor den har hovedansvaret.

Vurderingen af nationale og internationale betalingskortsystemer underlægges ekstern vurdering – peer review – for at sikre en ensartet anvendelse af overvågningsstandarderne. Processen indledes primo 2010. Det forventes, at en rapport med hovedkonklusionerne af vurderingen på overordnet niveau offentliggøres omkring årsskiftet 2010/11.

På grundlag af "Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments" har Eurosystemet udarbejdet udkast til overvågningsrammer for kreditoverførselssystemer og systemer til direkte debitering og opfordrede alle interesserede parter til at komme med deres kommentarer inden november 2009. Når

der er taget stilling til de modtagne kommentarer, lægges der sidste hånd på overvågningsrammerne i 2010.

### 4.3 CLEARING OG AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRER OG DERIVATER

Eurosystemet har en særlig interesse i den smidige funktion af systemer til clearing og afvikling af værdipapirer, da fejl i clearing, afviklingen og opbevaringen af sikkerhed kan true pengepolitikens gennemførelse, betalingsystemernes smidige funktion og den finansielle stabilitet.

I sin rolle som bruger af værdipapirafviklings-systemer vurderer Eurosystemet, om systemerne i euroområdet og links mellem disse systemer overholder Eurosystemets brugerstandarder.<sup>27</sup> Værdipapirafviklingssystemer og links mellem disse systemer kan godkendes til Eurosystemets kreditoperationer, hvis de opfylder brugerstandarderne, der også danner grundlag for Eurosystemets vurdering af nye værdipapirafviklingssystemer og links samt væsentlige opdateringer af allerede godkendte systemer.

I august 2009 afsluttede Eurosystemet sin omfattende vurdering af alle værdipapirafviklingssystemer og direkte og relayed links. Det blev bekræftet, at systemernes og de direkte og indirekte links' overholdelse af standarderne generelt er høj, og at der fortsat arbejdes på yderligere forbedringer, hvor det er nødvendigt. Et nyt relayed link og det underliggende direkte link blev desuden vurderet og fundet i overensstemmelse med Eurosystemets brugerstandarder.

#### ESCB-CESR's ANBEFALINGER TIL VÆRDIPAPIRCLEARING OG -AFVIKLING I DEN EUROPÆISKE UNION

I juni 2009 offentliggjorde ESCB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) et sæt anbefalinger for værdipapirafviklingssystemer og centrale modparter i EU ("Recommendations for securities settle-

ment systems and recommendations for central counterparties in the European Union")<sup>28</sup>, som skal øge sikkerheden, robustheden og effektiviteten i forbindelse med værdipapirclearing og -afvikling og brug af centrale modparter i EU. De bygger på og er mindst lige så stramme som de anbefalinger for værdipapirafviklingssystemer og for centrale modparter, som CPSS og det tekniske udvalg i den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO) har udarbejdet.

Vedtagelsen og offentliggørelse af de endelige anbefalinger fra ESCB-CESR er et vigtigt skridt i retning af at nå frem til et sæt minimumskrav, der skal sikre efterhandelsinfrastrukturens sikkerhed og robusthed i EU. Anbefalingerne er rettet mod myndigheder og overvågere, der skal bruge dem i forbindelse med regulering og skal søge at opnå en ensartet gennemførelse og lige vilkår for alle værdipapirafviklingssystemer og centrale modparter i EU. Det forventes, at værdipapirafviklingssystemerne og de centrale modparter offentliggør deres svar på centrale spørgsmål i ESCB-CESR's rapport, og at de inden udgangen af 2011 er blevet vurderet i forhold til disse anbefalinger.

Europa-Kommissionen, Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) og relevante markedsdeltagere og foreninger blev hørt i hele processen med udarbejdelse af anbefalingerne, og alle interesserede parter blev bedt om at fremsætte kommentarer i to offentlige høringer. Gennemgangen tog højde for hele den seneste tilsyns- og lovgivningsmæssige udvikling og alle andre initiativer, der havde fundet sted, siden det indledende arbejde, der begyndte i 2001, blev sat på hold i 2005. Det voksende omfang af eksposeringer i OTC-derivater udgør en risiko for den finansielle stabilitet, og derfor blev risici i forbindelse med OTC-derivater også inddraget ved gennemgangen og færdiggørelsen af anbefalingerne til centrale modparter.

<sup>27</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

<sup>28</sup> Findes på ECBs websted.

## MARKEDSINFRASTRUKTURER FOR OTC-DERIVATER

Udviklingen af passende markedsinfrastrukturer på OTC-derivatmarkederne har høj prioritet i relation til at forbedre markedernes gennemsigtighed og robusthed. I første omgang blev der fokuseret på credit default swaps, som havde givet direkte anledning til politisk bekymring under den finansielle krise, men siden hen er fokus blevet rettet mere mod OTC-derivater generelt.

Et af de store indsatsområder har været at fremme brugen af centrale modparter ved afvikling af OTC-derivater. Foranlediget af kraftig støtte fra den offentlige sektor i EU og tilsvarende initiativer i branchen blev der i juli 2009 etableret to centrale modparter til afvikling af credit default swaps i EU, nemlig Eurex Credit Clear (i euroområdet) og ICE Clear Europe (i Storbritannien). Styrelsesrådet hilste dette velkommen i sin beslutning af 16. juli 2009. Samtidig understregede Styrelsesrådet, at det lagde særlig vægt på brugen af euroområdets infrastrukturer til afvikling af credit default swaps i euro, og at det ville overvåge denne afvikling nøje. Vigtigheden af at have infrastrukturer til OTC-derivater på plads i euroområdet blev også for nylig understreget i en analyse-rapport fra Eurosystemet, der fremhævede de særlige systemiske risici ved OTC-derivatmarkederne for euroområdet, eftersom euroen er en vigtig valuta i forbindelse med OTC-derivatkontrakter.<sup>29</sup>

I lyset af den voksende rolle, som centrale modparter og andre markedsinfrastrukturer, fx handelsregistre, spiller på OTC-derivatmarkederne, er der behov for passende lovgivningsmæssige rammer og overvågningsrammer, der kan sikre, at disse enheder fungerer sikkert og effektivt. Derfor tog ESCB-CESRs anbefalinger for værdipapirafviklingsystemer og centrale modparter, der blev offentliggjort i juni 2009, se foregående afsnit, højde for en række specifikke risici i forbindelse med clearing af OTC-derivater. Arbejdet med at sikre en ensartet fortolkning og gennemførelse af de relevante overvågningsstandarder for centrale modparter, særligt med hensyn til OTC-derivater, er nu også i gang

på internationalt plan. En gennemgang af CPSS-IOSCOs anbefalinger for centrale modparter fra 2004 med hensyn til OTC-derivater blev sat i værk i juli 2009<sup>30</sup> og vil også omfatte overvejelser vedrørende handelsregistre. Etableringen af OTC Derivatives Regulators' Forum betyder desuden, at der nu findes et forum for løbende global koordinering og informationsudveksling mellem de myndigheder, der har ansvaret for eller en interesse i infrastrukturen for OTC-derivater.<sup>31</sup>

I princippet bør markederne for OTC-derivater opfylde samme standarder, hvad angår gennemsigtighed, effektivitet og sikkerhed, som dem, der findes passende på markederne for andre finansielle produkter, men samtidig skal de afspejle produkternes særlige egenskaber.

Den 20. oktober 2009 skitserede Europa-Kommissionen sine forslag til fremtidige tiltag i relation til markederne for OTC-derivater.<sup>32</sup> Eurosystemet bidrog til udviklingen af denne køreplan i forbindelse med Europa-Kommissionens høring i juli 2009 om mulige tiltag til forbedring af robustheden på OTC-derivatmarkederne<sup>33</sup> og vil fortsat komme med råd og input vedrørende udviklingen af de påtænkte lovgivningstiltag.

## OVERVÅGNING AF TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) er en infrastruktur, der skal sikre en fælles, tværnational pulje af værdipapirer og en central, neutral afviklingsproces, hvorved Lissabonstrategien styrkes. Ecofin-Rådet understregede i 2007, at tilsynet med værdipapircentraler fortsat skulle være sikkert og

29 Rapporten "OTC derivatives and post-trading infrastructures" blev offentliggjort på ECBs websted i september 2009.

30 Nærmere oplysninger findes i BIS' pressemeddelelse af 20. juli 2009 (<http://www.bis.org>).

31 Forummet er nærmere beskrevet i en pressemeddelelse af 24. september 2009 fra Federal Reserve Bank of New York (<http://www.newyorkfed.org>).

32 Meddelelsen "Sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder – fremtidige politiktiltag" findes på Europa-Kommissionens websted (<http://ec.europa.eu>).

33 Eurosystemets bidrag blev offentliggjort på ECBs websted den 4. september 2009.

effektivt, og at betydningen af T2S derfor skulle analyseres med dette for øje.

Der er allerede udsendt information om en række centrale elementer i T2S' design og drifts-/lovgivningsmæssige rammer, og derfor afholdt Eurosystemet den 18. juni og 26. august 2009 workshopper med relevante centralbanker og tilsynsmyndigheder for at undersøge, hvor kritisk T2S er for de centralbanker og værdipapircentraler, der vil benytte systemet. Eftersom T2S udbyder grænseoverskridende tjenester til værdipapircentraler og centralbanker både i og uden for euroområdet, har en lang række tilsynsmyndigheder og overvågere en interesse i at modtage information fra T2S, så de kan udføre deres respektive lovbestemte opgaver. Hidtil har alle kompetente myndigheder støttet ideen om at etablere samlede rammer for T2S-tjenester. De samlede rammer, der er tale om, påvirker ikke de enkelte myndigheders lovmæssige beføjelser i forhold til indenlandske systemer underlagt nationale regler eller håndhævelsen af disse beføjelser. T2S-interessenter informeres, så snart de fælles rammer er blevet aftalt. Alle kompetente myndigheder fandt, at der i udviklingsfasen var behov for en foreløbig gennemgang af T2S-designet fra et tilsynsmæssigt perspektiv.

#### 4.4 ANDRE AKTIVITETER

I november 2009 udsendte Eurosystemet sin første overvågningsrapport.<sup>34</sup> Med denne nye publikation forsøger Eurosystemet at informere offentlige myndigheder og udbydere af markedsinfrastruktur samt deltagere og den brede offentlighed om, hvordan Eurosystemet varetager sine overvågningsopgaver, og hvordan det vurderer sikkerheden og robustheden af betalings-, clearing- og afviklingsinfrastrukturer i euroområdet.

Overvågningsrapporten indeholdt bl.a. en oversigt over de institutionelle rammer, overvågningsstandarder og -krav foruden de samarbejdsordninger og praktiske foranstaltninger i relation til systemovervågning, der danner

grundlag for Eurosystemets overvågning. Desuden indeholdt rapporten oplysninger om Eurosystemets overvågningsaktiviteter i 2008 samt den væsentligste udvikling i 2009. Endelig gav rapporten en oversigt over Eurosystemets fremtidige prioriteter på området.

ECB offentliggjorde en ordliste vedrørende betalings-, clearing- og afviklingssystemer ("Glossary of terms relating to payment, clearing and settlement systems"). Begreberne defineres på en brugervenlig måde, så de bliver lettere at forstå for markedsdeltagerne og offentligheden. Ordlisten skal sikre en ensartet brug af terminologi i publikationer, der udgives inden for ESCB, og kan også bruges af andre EU-institutioner som reference. Ordlisten blev udarbejdet af en gruppe eksperter og var i offentlig høring i tre måneder. Alle modtagne kommentarer blev offentliggjort på ECBs websted.

I 2009 gennemførte Hongkongs monetære myndighed en vurdering af Euro CHATS-systemet. Det samlede resultat var positivt, idet Euro CHATS viste en høj grad af overensstemmelse med alle relevante Core Principles. Eurosystemet har en interesse i, at afviklingsprocedurerne i offshoresystemer, der håndterer euroen, herunder Euro CHATS, er sikre. I henhold til principperne for fælles international overvågning hørte Hongkongs monetære myndighed ECB i forbindelse med vurderingen af Euro CHATS og udvekslede også information med ECB, og ECB kommenterede rapporten fra Hongkongs monetære myndighed.

Endelig udsender ECB årligt statistikker over betalinger og værdipapirhandel samt clearing og afvikling af værdipapirer. Dataene vises på landebasis. Fra 2007 er de udelukkende tilgængelige i elektronisk format via Statistical Data Warehouse på ECBs websted. Data for 2008 blev offentliggjort den 11. september 2009.

34 "Eurosystem oversight report 2009", november 2009.



Et kig ind i den tidligere Grossmarkthalle, der nu er fredet (februar 2008). Arkitekten Martin Elsaessers gamle torvehal havde ved opførelsen i 1928 et større frit spænd end nogen anden bygning i armeret beton.

## KAPITEL 4

# EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER



## I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I 2009 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet (se kapitel 5), Eurogruppen, Ecofin-Rådet og Europa-Kommissionen. Formanden for ECB deltog jævnligt i Eurogruppens og Ecofin-Rådets møder, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev drøftet. Endvidere blev formanden for ECB inviteret til at deltage i Det Europæiske Råds møder, når spørgsmål vedrørende den økonomiske og finansielle krise blev drøftet. Formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende.

### I.1 POLITIKSPØRGSMÅL

#### EU's POLITISKE REAKTION PÅ DEN FINANSIELLE KRISE

Den økonomiske og finansielle krise dominerede fortsat den politiske dagsorden i Europa i 2009. EUs organer og medlemslande fortsatte med at gennemføre den europæiske genopretningsplan, som Det Europæiske Råd vedtog i december 2008. ECB bidrog til udarbejdelsen af forskellige støttetiltag til den finansielle sektor, fx i form af anbefalinger vedrørende statsgarantier for bankgæld, prissætning ved rekapitaliseringer samt overordnede principper for støtteprogrammer for bankernes aktiver.

Som en mere langsigtet og strukturel reaktion på krisen fremlagde gruppen på højt plan om finansielt tilsyn i EU, under ledelse af Jacques de Larosière, sin rapport den 25. februar 2009 med forslag og anbefalinger til en ny lovgivningsmæssig dagsorden, øget koordineret overvågning og effektive procedurer til krisestyring.

Rapportens anbefalinger og Europa-Kommissionens meddelelse af 27. maj 2009 om finansielt tilsyn i Europa samt konklusionerne fra mødet i Ecofin-Rådet den 9. juni 2009 blev drøftet af Det Europæiske Råd. På mødet den 18.-19. juni 2009 nåede Det Europæiske Råd til enighed om en række spørgsmål vedrørende oprettelsen af en ny finansiell tilsynsarkitektur. Nær-

mere bestemt udtrykte Det Europæiske Råd sin støtte til oprettelsen af et europæisk udvalg for systemiske risici (ESRB), som skal overvåge og vurdere potentielle trusler mod den finansielle stabilitet og om nødvendigt udstede risikoadvarsler og anbefalinger om foranstaltninger og overvåge gennemførelsen heraf. Konklusionerne fra Ecofin-Rådets møde den 9. juni 2009 fastslog, at ECB bør yde analytisk, statistisk, administrativ og logistisk støtte til ESRB, bl.a. ved at trække på teknisk rådgivning fra de nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder. For at sikre ansvarlighed skal ESRB rapportere til EU-Rådet og Europa-Parlamentet mindst to gange årligt og oftere, hvis det er nødvendigt.

Det Europæiske Råd anbefalede også at oprette et europæisk finanstillsynssystem (ESFS) med det formål at opgradere kvaliteten af og konsistensen i det nationale tilsyn og styrke det overordnede tilsyn med grænseoverskridende koncerner ved etablering af tilsynskollegier samt fastlæggelse af et fælles europæisk regelsæt for alle finansielle institutioner i det indre marked. Det Europæiske Råd konkluderede også, at ESFS skal have bindende og forholdsmæssigt afpassede beslutningsbeføjelser med hensyn til, om tilsynsmyndighederne overholder det fælles europæiske regelsæt og de relevante bestemmelser i EUs lovgivning, samt hvis der er uoverensstemmelser mellem tilsynsmyndighederne i hjemlandet og værtslandet, bl.a. inden for tilsynskollegier. Samtidig bør ESFS' beslutninger ikke på nogen måde indvirke på medlemsstaternes finanspolitiske ansvar.

Under hensyn til Det Europæiske Råds konklusioner vedtog Europa-Kommissionen den 23. september 2009 en pakke lovforslag for at styrke det finansielle tilsyn i EU, som nu drøftes af Europa-Parlamentet og Det Europæiske Råd. På mødet den 20. oktober 2009 opnåede Ecofin-Rådet bred enighed om indholdet af forslagene om oprettelse af ESRB. ECB blev hørt om forslagene og vedtog den 26. oktober 2009 en udtalelse om de foreslåede retsakter vedrørende oprettelsen af ESRB.<sup>1</sup> Ecofin-Rådet opnåede

<sup>1</sup> CON/2009/88.

generel enighed om forslagene til forordning om oprettelse af nye europæiske tilsynsmyndigheder på mikroplan den 2. december 2009. ECB vedtog en udtalelse om disse forslag den 8. januar 2010.<sup>2</sup> Boks 8 indeholder en mere tilbunds gående gennemgang af lovforslagene, det institutionelle grundlag for ESRB og ECBs rolle i de nye tilsynsmæssige rammer.

Endelig besluttede Ecofin-Rådet den 18. maj 2009 at fordoble midlerne til faciliteten for mellemfristet finansiel støtte til medlemslandenes betalingsbalancer til 50 mia. euro. Midlerne var i forvejen blevet forhøjet fra 12 mia. euro til 25 mia. euro i 2008.

#### STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I april 2009 fastslog Ecofin-Rådet, at fire eurolande, Irland, Grækenland, Spanien og Frankrig, samt et land uden for euroområdet, nemlig Storbritannien, har uforholdsmæssigt store underskud, og henstillede, at disse blev nedbragt. I juli fastslog Rådet, at Malta samt fire lande uden for euroområdet, Letland, Litauen, Polen og Rumænien, har uforholdsmæssigt store underskud, og henstillede, at disse blev nedbragt. I december fandt Ecofin-Rådet, at yderligere otte eurolande, nemlig Belgien, Tyskland, Italien, Holland, Østrig, Portugal, Slovenien og Slovakiet, samt et land uden for euroområdet, nemlig Tjekkiet, havde uforholdsmæssigt store underskud, og henstillede, at disse blev nedbragt. Ultimo 2009 havde i alt 20 EU-lande uforholdsmæssigt store underskud, hvoraf de 13 er eurolande.

Hvad angår de igangværende procedurer i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, vurderede Ecofin-Rådet i juli, at Ungarn har truffet virkningsfulde foranstaltninger til nedbringelse af sit uforholdsmæssigt store underskud, i overensstemmelse med de tidligere henstillinger. I erkendelsen af, at der var indtruffet uforudsete ugunstige økonomiske begivenheder med stor negativ budgetvirkning efter vedtagelsen af henstillingen, besluttede Rådet at vedtage en revideret henstilling i henhold til artikel 104, stk. 7, i traktaten om oprettelse af Det Europæ-

iske Fællesskab,<sup>3</sup> hvorved den oprindelige tidsfrist for korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud blev forlænget med to år. Rådet traf tilsvarende beslutninger i december 2009 med hensyn til den igangværende budgetunderskudsprocedure for Irland, Spanien, Frankrig og Storbritannien. For disse lande blev den oprindelige tidsfrist for korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud forlænget med et år. Samtidig besluttede Ecofin-Rådet, at Grækenland ikke havde truffet tilstrækkeligt virkningsfulde foranstaltninger som reaktion på Rådets henstilling fra april 2009 i henhold til artikel 104, stk. 8, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab.<sup>4</sup>

I de finanspolitiske strategier, som euroområdet finansministre vedtog i foråret 2009, blev det fastslået, at stabilitets- og vækstpagten udgør en passende ramme for gennemførelse og koordinering af budgetpolitikkerne. Regeringerne forpligtede sig til at indføre robuste finanspolitiske exitstrategier på mellemlangt sigt, der vil medføre en rettidig korrektion af de uforholdsmæssigt store underskud.

I oktober 2009 udsendte Ecofin-Rådet sine konklusioner om de finanspolitiske exitstrategier. I forventning om, at et større og selv bærende opsving er undervejs, opfordrede det alle medlemslandene til at iværksætte deres budgetkonsolidering senest i 2011 og fastslog, at en række lande vil være nødt til at begynde tidligere. Endvidere fandt Ecofin-Rådet, at den strukturelle budgetkonsolidering i de fleste medlemslande skulle ligge et godt stykke over benchmarket på 0,5 pct. af BNP om året. Ecofin-Rådet opfordrede også til, at de finanspolitiske exitstrategier forstærkes af foranstaltninger til styrkelse af de nationale budgetrammer og støtte af holdbarheden på langt sigt, samt at de koordineres landene imellem inden for rammerne af pagten.

2 CON/2010/5.

3 Nu artikel 126, stk. 7, i traktaten

4 Nu artikel 126, stk. 8, i traktaten. Nærmere oplysninger findes i afsnit 2.5 i kapitel 1.

I juli 2009 offentliggjorde Eurostat en beslutning om den statistiske indberetning af regeringsindgreb til støtte for de finansielle institutioner og finansielle markeder under den finansielle krise, ledsaget af en teknisk vejledning. Som følge af denne beslutning vil oplysninger om sådanne indgrebs indvirkning på det offentlige underskud og den offentlige gæld samt på eventualforpligtelser nu blive registreret og offentliggjort regelmæssigt af Eurostat inden for rammerne af budgetunderskudsproceduren.

I november 2009 udsendte Ecofin-Rådet sine konklusioner om Europa-Kommissionens holdbarhedsrapport 2009, som vurderede holdbarheden af de offentlige finanser i EU-landene. Ifølge rapporten er 13 medlemslande i en høj risikogruppe med hensyn til de offentlige finansers holdbarhed (Irland, Grækenland, Spanien, Cypern, Malta, Holland, Slovenien og Slovakiet i euroområdet samt Tjekkiet, Letland, Litauen, Rumænien og Storbritannien uden for euroområdet), mens ni lande vurderes at være i en midelhøj risikogruppe (Belgien, Tyskland, Frankrig, Italien, Luxembourg, Østrig og Portugal i euroområdet samt Ungarn og Polen uden for euroområdet). Finland er det eneste euroland, som vurderes at have en lav risiko med hensyn til de offentlige finansers holdbarhed. Set i forhold til holdbarhedsrapporten 2006 er 10 lande rykket op i en højere risikogruppe (Irland, Spanien, Letland, Litauen, Malta, Holland, Østrig, Polen, Slovakiet og Storbritannien), hvilket hovedsagelig kan tilskrives forringelsen af deres budgetstillinger. Selv om der hersker større usikkerhed end normalt med hensyn til de strukturelle budgetstillinger og budgetfremskrivningerne på langt sigt som følge af den økonomiske og finansielle krise, konkluderede Ecofin-Rådet, at den kriserelaterede forringelse af de offentlige finanser bidrager "betydeligt til at udfordre de offentlige finansers holdbarhed". Rådet opfordrede derfor til, at der tages fat på at løse disse problemer ved målrettet at følge den trestrengede strategi, som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Stockholm i 2001, herunder at i) reducere underskud og gæld, ii) øge beskæftigelsen og iii) reformere de sociale sikringssystemer.

## **FRA LISSABONSTRATEGIEN TIL EU 2020-STRATEGIEN**

Lissabonstrategien – EUs omfattende program for økonomisk, social og miljømæssig reform – gik i 2009 ind i sit andet år af den treårige politiske periode 2008-10.

Det Europæiske Råd bekræftede i foråret 2009 de eksisterende integrerede retningslinjer og godkendte de opdaterede landespecifikke henstillinger om medlemslandenes økonomiske politikker og beskæftigelsespolitikker. Det opfordrede til en hurtig gennemførelse af disse henstillinger og understregede, at strukturelle reformer vil kunne bidrage til at overvinde virkningerne af den økonomiske krise.

I oktober 2009 indsendte medlemslandene deres rapporter om gennemførelsen af deres nationale reformprogrammer. Rapporterne viser medlemslandenes fremskridt med gennemførelsen af deres strukturelle reformstrategier. Strategierne omfatter foranstaltninger til sikring af de offentlige finansers holdbarhed og kvalitet, forbedring af de lovgivningsmæssige rammer for virksomhederne, investering i forskning, udvikling og innovation, øgning af erhvervsfrekvensen samt styrkelse af arbejdsmarkedets fleksibilitet. I december 2009 vedtog Ecofin-Rådet konklusioner om EU 2020-strategien, som er efterfølger til Lissabonstrategien, og opfordrede til, at der udarbejdes effektive ordninger til overvågning af de strukturelle reformer både på nationalt plan og i EU under anvendelse af alle til rådighed værende traktatfæstede instrumenter, og opfordrede Europa-Kommissionen til at fremlægge konkrete forslag før vedtagelsen af en ny strategi. På baggrund heraf iværksatte Kommissionen en offentlig høring i november 2009, før konkrete forslag til den nye EU 2020-strategi vil blive formuleret primo 2010.

Eurosystemet har gentagne gange understreget vigtigheden af at gennemføre strukturelle reformer, der har som mål at styrke væksten og beskæftigelsen, bevare sunde og holdbare budgetstillinger og forbedre effektiviteten af de offentlige udgifter og indtægter. Navnlig eurolandene bør fortsætte med at gennemføre omfat-

tende reformtiltag, som har til formål at sikre, at ØMUen kan fungere smidigt, og at undgå ubalancer. ECB har bidraget aktivt til drøftelserne om EU 2020-strategien og vil fortsætte hermed i 2010.

## ANDRE EU-POLITIKKER

Hvad angår energi og klimaændringer, fortsatte ECB med at overvåge udviklingen i EU som følge af disse faktorerens indvirkning på økonomien som helhed og prisudviklingen i særdeleshed.

## 1.2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

I juni 2009 valgte EUs borgere et nyt Europa-Parlament, som holdt sit konstituerende møde den 14. juli 2009. Den 1. december 2009, ved Lissabontraktatens ikrafttrædelse, blev den første permanente formand for Det Europæiske Råd, Herman van Rompuy, og Unionens nye højststående repræsentant for udenrigsanliggender og sikkerhedspolitik, Catherine Ashton, udnævnt. En ny Europa-Kommission blev også udpeget under formandskab af José Manuel Barroso, som blev udnævnt af stats- og regeringscheferne for anden gang. Efter Europa-Parlamentets godkendelse tiltrådte den nye Kommission den 10. februar 2010. Kommissionens embedsperiode udløber den 31. oktober 2014.

## LISSABONTRAKTATEN

Efter at de sidste medlemslande havde ratificeret Lissabontraktaten i 2009, trådte den i kraft den 1. december 2009. ECB glæder sig over den vellykkede afslutning af ratificeringsprocessen.

Lissabontraktaten indeholder ingen grundlæggende ændringer til de eksisterende bestemmelser i traktaten vedrørende ØMUen. Hvad angår de ændringer, som især er relevante for ESCB/Eurosystemet, forstærker Lissabontraktaten Eurosystemets mandat ved at gøre dets primære mål, at fastholde prisstabilitet, til et mål for EU som helhed.

Endvidere har ECB, som tidligere havde status som et sui generis-fællesskabsorgan, nu fået status som en unionsinstitution. Denne bestemmelse blev indføjet for at styrke gennemsigtheden af EUs institutionelle rammer, men har ingen operationel konsekvens eller betydning for ECB eller ESCB/Eurosystemet. Først og fremmest bevarer ECB alle sine institutionelle karakteristika, herunder sin uafhængighed, sine lovgivningsmæssige beføjelser og sin status som juridisk person. Lissabontraktaten styrker ECBs uafhængighed ved udtrykkeligt at forankre dens finansielle uafhængighed i den primære ret.

Endvidere nævnes begreberne "euro", "Eurosystemet" og "Eurogruppen" nu for første gang formelt i EUs primære ret.<sup>5</sup> ESCB-statutten er også blevet tilsvarende tilpasset. En anden ændring vedrører udpegelsen af medlemmerne af ECBs direktion, som efter den nye traktats ikrafttrædelse udpeges af Det Europæiske Råd ved kvalificeret flertal, hvilket betyder, at udnævnelsesproceduren nu er den samme som for andre vigtige politiske stillinger i EU, fx formanden for Det Europæiske Råd. Kun repræsentanter for eurolandene kan afgive deres stemme ved disse udnævnelser.

## 1.3 UDVIKLINGEN I OG FORHOLDET TIL EU-KANDIDATLANDENE

ECB fortsatte sin policy-orienterede dialog med centralbankerne i EU-kandidatlandene på bilaterale møder og inden for EUs overordnede institutionelle rammer for udvidelsesprocessen.

Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien blev indledt i oktober 2005. Forhandlingerne om de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret blev indledt i juni 2006 og fortsatte i 2009. Ultimo året var der indledt forhandling

<sup>5</sup> Yderligere oplysninger om de institutionelle ændringer, som er blevet indført med Lissabontraktaten, findes i artiklen "The ECB's relations with European Union institutions and bodies: trends and prospects" i Månedsoversigten for januar 2010.

om 28 kapitler, og 15 var midlertidigt lukket. ECB havde fortsat frugtbare bilaterale forbindelser med den kroatiske centralbank Hrvatska narodna banka, fx inden for rammerne af policy-orienterede dialoger på højt plan.

Efter at have indledt tiltrædelsesforhandlingerne med Tyrkiet i oktober 2005 indledte Europa-Kommissionen forhandlinger om de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret i juni 2006, og et kapitel blev midlertidigt lukket i samme måned. I december 2006 besluttede Det Europæiske Råd som følge af manglende fremgang med hensyn til at udvide toldunionen til EU-landene at indstille forhandlingerne om 8 ud af de 35 kapitler og ikke at lukke flere kapitler midlertidigt. Ultimo 2009 var der indledt forhandling om 12 kapitler, og et kapitel var midlertidigt lukket. ECB fortsatte den mangeårige policy-orienterede dialog på højt plan med den tyrkiske centralbank.

Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien blev kandidatland i 2005. I oktober 2009 henstillede Europa-Kommissionen, at tiltrædelsesforhandlingerne blev indledt, men Det Europæiske Råd har afvist at tage dette spørgsmål op til fornyet overvejelse før marts 2010. Kontakten mellem ECB og National Bank of the Republic of Macedonia på personaleplan var fortsat intensiv.

ECB var i oktober 2009 vært ved en regional økonomisk konference om "emerging Europe", som fokuserede på den globale økonomiske og finansielle krises indvirkning på lande uden for EU. Trods de store forskelle i regionen blev visse fælles tendenser identificeret. Regionen er generelt meget påvirket af krisen, men lande med store interne og eksterne sårbarheder er særlig hårdt ramt. Det har indtil nu været muligt at undgå en systemisk krise, men som følge af de fortsatte sårbarheder og risici er der i de fleste lande et stærkt behov for strukturelle reformer.

## 2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

### 2.1 VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

#### OVERVÅGNING AF DE MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Som følge af den omfattende økonomiske og finansielle integration har de globale økonomiske forhold fået meget stor betydning for gennemførelsen af de økonomiske politikker i euroområdet. Derfor overvåger og analyserer Eurosystemet nøje de makroøkonomiske politikker og den underliggende udvikling i lande uden for euroområdet. ECB spiller også en vigtig rolle i den internationale multilaterale overvågning af makroøkonomiske politikker, som hovedsagelig finder sted på møder i internationale organisationer som fx Den Internationale Betalingsbank (BIS), Den Internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) samt i fora som fx møderne blandt G7- og i stigende grad G20-landenes finansministre og centralbankchefer.

De internationale økonomiske forhold i 2009 var præget af en gradvis stabilisering af den globale økonomiske aktivitet. Der blev i nogen grad rettet op på de store eksterne ubalancer – der betragtes som et symptom på voksende systemiske risici i den globale økonomi – i årets løb, selv om de fortsat er betydelige, og udviklingen synes i udstrakt grad at være baseret på midlertidige faktorer. USAs underskud på betalingsbalancens løbende poster mindskedes fra 4,9 pct. af BNP i 2008 til 2,9 pct. af BNP i 2009, hvilket svarer til det halve af niveauet i 2006 (året med de største ubalancer i absolutte tal), mens Japans overskud lå tæt på 3,0 pct. af BNP i begge år. Kinas overskud på varehandlen begyndte også at falde og faldt fra ca. 10,0 pct. af BNP i 2006 til mindre end 6,0 pct. i 2009. Som i de senere år var euroområdets løbende poster tæt på balance i 2009.

Afviklingen af de globale ubalancer afspejlede dog i det store og hele cykliske og midlertidige faktorer forbundet med krisen, såsom en global nedgang i anvendelsen af fremmedfinansiering, et fald i den private efterspørgsel, lavere oliepri-

ser og justeringer af priserne på finansielle aktiver, frem for strukturelle faktorer.

Hvad angår de strukturelle faktorer i forbindelse med de globale ubalancer, var de amerikanske husholdningers nettolåntagning en af de vigtigste faktorer bag det voksende underskud på USAs betalingsbalancens løbende poster i årene forud for krisen. Fra begyndelsen af 2000 og frem til sommeren 2007 dækkede indstrømningen af porteføljeinvesteringer – hovedsagelig fra investorer i den private sektor – fuldt ud USAs handelsunderskud. Indstrømningen af porteføljeinvesteringer, især i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor, steg kraftigt i kølvandet på den intensiverede krise ultimo 2008, hvorefter den begyndte at aftage fra marts 2009, i takt med at den globale risikovilighed vendte tilbage. De amerikanske husholdningers nettolåntagning faldt betydeligt mellem juli 2007 og august 2009. Samtidig bidrog det begrænsede sociale sikkerhedsnet og den manglende finansielle udvikling i vækstøkonomierne i Asien fortsat til, at den betydelige opsparing blev kanaliseret til udlandet, mens disse lande fortsat var stærkt eksportorienteret.

På trods af de opmuntrende tegn på stabilisering og opsving modtog en række lande fortsat bistand fra IMF i 2009 (se afsnittet nedenfor om den internationale finansielle struktur). Nogle af de vigtigste centralbanker ydede fortsat likviditetsstøtte til centralbanker i andre lande for at fremme pengemarkedernes funktion i vækstøkonomierne. Denne bistand omfattede udvidede likviditetsskabende swapfaciliteter i centralbankerne i fire store og systemisk vigtige økonomier.

Eurosystemet har ved flere lejligheder i 2009 understreget, hvilke risici og forvriddinger fornyede globale ubalancer vil medføre, og udtrykt sin støtte til en udligning af de globale efterspørgselsmønstre. Navnlig har Eurosystemet gentagne gange opfordret til, at der gennemføres politikker med sigte på at øge den private og offentlige opsparing i lande med underskud på betalingsbalancens løbende poster, at gennemføre yderligere strukturelle reformer i modne

økonomier med et forholdsvis lavt vækstpotentiale, at træffe foranstaltninger til stimulering af den indenlandske efterspørgsel i vækstøkonomierne, at sikre en forbedret kapitalfordeling i disse lande og at skabe bedre forståelse for risici generelt set. I forbindelse med de aktuelle overvejelser med hensyn til, hvordan den internationale finansielle struktur kan forbedres (se nedenfor), har Eurosystemet understreget, at en sådan forbedring ikke kun bør bidrage til at skabe disciplin på de finansielle markeder, men også øge disciplinen i de makroøkonomiske politiske beslutninger. En styrket multilateral økonomisk overvågningsramme bør kunne sikre, at de økonomiske politikker, navnlig i systemisk vigtige lande, er stabilitetsorienterede og holdbare. G20-landene støttede også en genopretning af balancen i den globale økonomi, som det fremgår af Pittsburgh-kommunikéet om en ramme for en stærk, holdbar og afbalanceret vækst.

Endelig er euroområdet selv underlagt international politikovervågning. I 2009 foretog IMF sin regelmæssige gennemgang af eurorådets monetære, finansielle og økonomiske politikker som supplement til gennemgangen af de enkelte eurolande. IMF's artikel IV-konsultationer dannede grundlag for nyttige drøftelser mellem IMF og ECB, formandskabet for Eurogruppen og Europa-Kommissionen. Efter disse drøftelser udarbejdede IMF en rapport med en vurdering af eurorådets politikker.<sup>6</sup>

### **DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR**

Den globale finansielle krise har ført til en omfattende debat om det internationale monetære og finansielle systems struktur og funktion. Efter det første topmøde om de finansielle markeder og verdensøkonomien i Washington D.C. i november 2008 mødtes G20-lederne i London i april 2009 til deres andet møde. De gentog her deres tidligere opfordring til at træffe foranstaltninger på områderne finansiell regulering og makroøkonomiske politikker og understregede deres forpligtelse til at sikre åbne markeder og fri handel. G20-landenes ledere indgik også en aftale om at oprette et nyt Udvalg for Finansiell

Stabilitet (FSB) med et styrket mandat og udvidet medlemskab som efterfølger til Forum for Finansiell Stabilitet (FSF). Endvidere enedes de om at ændre den finansielle lovgivningsramme for at tage højde for den konjunkturførstærkende effekt af kapitalkrav og makroprudentielle risici og for at udvide den finansielle lovgivning til alle systemisk vigtige finansielle institutioner, instrumenter og markeder. De blev også enige om en række foranstaltninger til finansiering og reformering af de internationale finansielle institutioner. På topmødet i Pittsburgh i september 2009 gjorde G20-lederne status med hensyn til opfyldelsen af tidligere aftaler og bekræftede deres fortsatte støtte til internationalt samarbejde om at løse de globale politiske udfordringer. Som en understregning af G20s rolle i arbejdet med at imødegå den globale finansielle krise har G20-lederne udpeget G20 som "det vigtigste forum for vores internationale økonomiske samarbejde". G20 indførte også en "ramme for stærk, holdbar og afbalanceret vækst", som har til formål at fremme overgangen fra kriserelaterede foranstaltninger til en stærk, holdbar og afbalanceret global vækst samt at løse problemerne med de globale ubalancer, der har bidraget til den finansielle krise. Rammen omfatter en proces med gensidig vurdering af, hvordan nationale og regionale politikker samt de politiske rammer i G20-landene passer sammen, og om de er i overensstemmelse med målet om en stærk, holdbar og afbalanceret vækst. Hvad angår finansiell lovgivning, fastlagde G20 fire prioriterede områder for det videre arbejde, med særlige opgaver og tidsfrister under hver post: i) opbygning af kapital af høj kvalitet og mindselse af den konjunkturførstærkende effekt, ii) reformering af aflønningspraksis for at støtte den finansielle stabilitet, iii) forbedring af markederne for OTC-derivater og iv) sikring af konsistens i grænseoverskridende beslutninger og styrkelse af tilsynet med systemisk vigtige finansielle institutioner.

<sup>6</sup> "Euro area policies: 2009 Article IV consultation – staff report", IMF, august 2009.

Da IMF's udlånsaktiviteter er steget betydeligt, efter at den finansielle krise satte ind, er diskussionen om størrelsen af IMF's resurser taget til. På topmødet i London den 2. april 2009 enedes G20 om at øge de resurser, som står til rådighed for de internationale finansielle institutioner, med i alt 1,1 billioner dollar via en række foranstaltninger, herunder en forpligtelse til at tredoble IMF's resurser fra 250 mia. dollar før krisen til 750 mia. dollar og støtte til en ny tildeling af SDR svarende til 250 mia. dollar. G20 opfordrede også til hurtig ratificering af den fjerde ændring af IMF's vedtægter og kvote- og stemmereformen, som blev vedtaget i 2008.

I efteråret 2009 havde de bilaterale løfter over for IMF fra en række medlemslande, herunder ca. 175 mia. dollar fra EU-landene,<sup>7</sup> nået målet på 500 mia. dollar i form af låneaftaler, køb af IMF-gældsbeviser eller direkte løfter om deltagelse i udvidede og reformerede NAB-ordninger.<sup>8</sup> Medlemmerne af IMF understregede, at IMF er og fortsat skal være en kvotebaseret institution, men enedes også om, at størrelsen af Fondens midler samt sammensætningen heraf, dvs. balancen mellem kvotebaserede og lånte resurser, skal undersøges i den nærmeste fremtid i forbindelse med den nye kvotejustering (som er rykket frem fra 2013 til januar 2011) eller i forbindelse med gennemgangen af NAB. I overensstemmelse med den omfattende kvote- og stemmereformpakke, som blev vedtaget i 2008, vil et af de vigtigste mål for den næste kvotejustering være yderligere at justere kvoteandelene i forhold til medlemmernes relative vægt og deres rolle i den globale økonomi. På topmødet i Pittsburgh udtrykte G20 sin forpligtelse til "et skift i kvoteandele til dynamiske vækstmarkeder og udviklingslande på mindst 5 pct. fra overrepræsenterede lande til underrepræsenterede lande". G20 enedes også om, at der var behov for at tage fat på spørgsmål som fx størrelsen og sammensætningen af IMF's direktion, hvordan den kan arbejde mere effektivt, samt inddragelse af centralbankchefer i IMF's strategiske overvågning.

SDR-tildelingen på 250 mia. dollar trådte i kraft den 28. august 2009 og den særlige SDR-tilde-

ling på ca. 32 mia. dollar den 9. september 2009, efter at USA havde givet sit samtykke til den fjerde ændring af IMF's vedtægter siden 1997. Med de to tildelinger på i alt ca. 282 mia. dollar næsten tidobledes den udestående beholdning af SDR til ca. 316 mia. dollar. Det samlede bidrag fra alle eurolandene beløb sig til 47 mia. SDR (svarende til ca. 74 mia. dollar).

Som reaktion på den finansielle krise foretog IMF bl.a. en omfattende revision af sin udlånsramme i marts 2009. De vigtigste ændringer omfattede i) indførelse af en ny facilitet (Flexible Credit Line), som henvender sig til lande med meget stærke nøgletal, sunde politikker og tidligere gode resultater med hensyn til gennemførelsen af politikker, ii) fordobling af medlemslandenes adgang til fondsmidler, iii) strømlining af programbetingelser, herunder eliminering af konkrete kriterier om strukturelle resultater i fondsstøttede programmer, iv) forenkling af procedurerne for "high access"-ordninger, der kan anvendes forebyggende af låntagerne, og v) forenkling af omkostnings- og forfaldsstrukturene samt nedlæggelse af sjældent anvendte finansieringsfaciliteter, fx den udvidede reservecifacilitet (Supplemental Reserve Facility).

Trækket på fondens resurser var fortsat betydeligt i 2009. Inden for rammerne af regelmæssige standbyprogrammer blev der indgået aftaler med bl.a. Rumænien, Serbien, Bosnien og Hercegovina, Sri Lanka og Hviderusland. Inden for rammerne af de nye faciliteter blev Mexico, Polen og Colombia godkendt til Flexible Credit Line, mens en række mellemamerikanske økonomier (Costa Rica, El Salvador og Guatemala) samt Gabon blev godkendt til "high access"-ordninger med forebyggende formål.

7 Den 19.-20. marts 2009 annoncerede Det Europæiske Råd, at EU-landene var parate til at yde hurtig midlertidig bistand på i alt 75 mia. euro til IMF. På mødet den 2. september 2009 forhøjede Ecofin-Rådet det samlede EU-bidrag til op til 125 mia. euro (dvs. ca. 175 mia. dollar på det tidspunkt).

8 Kreditaftaler mellem IMF og en gruppe medlemslande og institutioner om at stille supplerende resurser til rådighed for IMF for at foregribe eller imødegå en forringelse af det internationale monetære system eller håndtere en usædvanlig situation, der udgør en trussel mod systemets stabilitet.



IMF fokuserede i 2009 stærkt på at forbedre sin overvågning af makrofinansielle og finansielle spørgsmål. G20 gav IMF og det nyligt oprettede Udvalg for Finansiell Stabilitet mandat til at udstede en fælles advarsel for at gøre opmærksom på de vigtigste makrofinansielle sårbarheder. Endvidere blev Financial Sector Assessment Program (FSAP), som gennemføres af Verdensbanken og IMF i fællesskab, gennemgået for at forbedre dets effektivitet og optimere inddragelsen af resultaterne af FSAP-gennemgangen i den bilaterale overvågning. FSAP har to hovedmål, nemlig at vurdere den finansielle stabilitet og eventuelle behov for udvikling. I lyset af ændringerne i de globale forhold siden oktober 2008 reviderede IMF også sine Statement of Surveillance Priorities, som danner grundlag for IMF's arbejde indtil 2011. De økonomiske prioriteter omfatter fortsat en styrkelse af det globale finansielle system, men fokuserer nu også på en velorganiseret afvikling af de kriserelaterede politiske foranstaltninger til sikring af et holdbart opsving og fremme af genopretningen af den globale efterspørgsel for at støtte den globale vækst, samtidig med at de globale ubalancer holdes i skak. IMF vil komme til at spille en ny rolle som leverandør af analytisk input til G20s gensidige vurderingsproces under de nye rammer for "stærk, holdbar og afbalanceret vækst". I erkendelse af, at der er behov for at udvide omfanget af IMF's overvågning, gennemgås IMF's mandat nu med henblik på at lade det omfatte alle de makroøkonomiske politikker og politikker i den finansielle sektor, der har indflydelse på den globale stabilitet.

Det internationale finansielle samfund fortsatte også med at fremme mekanismer til kriseforebyggelse og hensigtsmæssig kriseløsning. I den forbindelse gjorde statslige debitorer og deres private kreditorer og investorer yderligere fremskridt med hensyn til gennemførelsen af principperne om stabile kapitalstrømme og retfærdig gældssanering til vækstøkonomierne, som blev godkendt af G20-landenes finansministre og centralbankchefer i 2004. Målet med disse principper, som er markedsbaserede og frivillige, er at udstikke retningslinjer for informationsudveksling, dialog og tæt samarbejde. Et

stigende antal finansielle institutioner og udstederlande har tilkendegivet deres støtte til principperne og udtrykt særlig interesse i at fremme gennemførelsen heraf. På sit sidste møde i Istanbul i oktober 2009 udarbejdede Group of Trustees of the Principles, som består af repræsentanter fra den øverste ledelse i den globale finanssektor, en vejledning i gennemførelsen af principperne, gennemgik fremskridtene inden for rammerne af den internationale finansielle struktur og ydede vejledning om det fremtidige arbejde.

## 2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Ligesom i tidligere år afholdt Eurosystemet seminarer og workshoper med deltagelse af centralbanker uden for EU. Endvidere var Eurosystemets tekniske bistand fortsat et vigtigt værktøj til styrkelse af den administrative kapacitet i centralbankerne uden for EU, navnlig i EUs naboregioner, og til en mere effektiv overholdelse af de europæiske og internationale standarder. ECB deltog også aktivt sideløbende med Europa-Kommissionen i EUs makroøkonomiske dialog med de vigtigste vækstøkonomier (fx Rusland, Indien og Egypten) og EUs nabo-lande.

ECB udbyggede fortsat sine forbindelser med lande i Vestbalkan. Den 1. september 2008 indledte ECB og 17 nationale centralbanker i EU<sup>9</sup> et ni måneder langt program med teknisk bistand til National Bank of Serbia. Programmet, som er finansieret af Det Europæiske Genopbygningsagentur, omfattede bl.a. en behovsanalyserapport til National Bank of Serbia over de fremskridt, der skal ske inden for visse centralbankområder som led i forberedelserne til at kunne tiltræde EU.<sup>10</sup> Der skulle bl.a. ske frem-

9 Centralbankerne i Belgien, Bulgarien, Tjekkiet, Danmark, Tyskland, Estland, Grækenland, Frankrig, Italien, Cypern, Letland, Ungarn, Holland, Østrig, Polen, Rumænien og Storbritannien.

10 Det Europæiske Genopbygningsagentur ophørte i december 2008 officielt med sine aktiviteter og overførte sine rettigheder og forpligtelser til Europa-Kommissionens delegation i Republikken Serbien (siden 1. december 2009 "Den Europæiske Unions Delegation").

skridt inden for tilsynet med banker, harmonisering af lovgivning, der hører under den serbiske nationalbanks kompetence, med den gældende fællesskabsret, liberalisering af kapitalmarkederne, gennemførelse af pengepolitikken og valutakursordningen, monetær, finansiel og betalingsbalancestatistik og øget forbrugerbeskyttelse i forbindelse med finansielle tjenester.

Som led i det fortsatte samarbejde med Central Bank of Egypt blev der den 1. januar 2009 iværksat et nyt treårigt program, som finansieres af Europa-Kommissionen. I programmet deltager eksperter fra ECB, Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Česká národní banka, Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France, Banca d'Italia og Banca Națională a României. Formålet med programmet er gradvis at styrke tilsynet med banker i Egypten for at sikre grundlæggende overholdelse af Basel II-rammerne i overensstemmelse med Central Bank of Egypts strategi. Centralbankernes tekniske samarbejde med Bank of Russia, som finansieres af Europa-Kommissionen, fortsatte i 2009. Eurosystemet (ECB i samarbejde med Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank og Suomen Pankki – Finlands Bank i samarbejde med finanstillsynet i Finland) yder teknisk bistand inden for banktilsyn og intern revision. Hvad angår banktilsyn, er målet at støtte en gradvis indførelse af Basel II-rammerne i Ruslands banktilsyn, mens den interne revision omfatter støtte til risikobaseret intern revision, it-revision og revision af forvaltningen af valutareserver. Programmet, som blev indledt i 2008, forventes afsluttet den 31. december 2010.

Eurosystemet og Bank of Russia holdt deres femte seminar på højt plan den 11. og 12. marts 2009 i Wien. Oesterreichische Nationalbank var vært for seminaret med deltagelse af centralbankchefer og højtstående repræsentanter fra Eurosystemet og Bank of Russia. Formålet med seminaret var yderligere at styrke dialogen og forbindelserne mellem de to organer, som er intensiveret i de senere år. De vigtigste

spørgsmål, som blev drøftet på seminaret, vedrørte den seneste makroøkonomiske udvikling, samt hvordan prisudviklingen på råvarer påvirker inflationen og den finansielle stabilitet i Rusland og euroområdet.

Eurosystemets fjerde seminar på højt plan med deltagelse af centralbanker fra Latinamerika og med ECB, Banco de España og Banco de México som arrangører blev afholdt i Mexico City den 23. marts 2009. Hovedemnerne var de økonomiske konsekvenser af og de politiske reaktioner på både den globale finansielle krise og stigningen og faldet i råvarepriserne.

Den 2.-3. november 2009 afholdt ECB en workshop til forberedelse af Eurosystemets sjette seminar på højt plan med centralbankerne i Middelhavslandene, som vil blive afholdt på Cypern i 2010. I workshoppen deltog repræsentanter fra centralbankerne i Eurosystemet, EUs partnerlande i den sydlige og østlige del af Middelhavsområdet, Europa-Kommissionen og Den Europæiske Investeringsbank. Drøftelserne i workshoppen fokuserede på virkningerne af den globale finansielle krise og den dermed forbundne lavkonjunktur i Middelhavslandenes økonomier og finansielle sektorer og på regionens valutakursordninger.

ECB intensiverede også sit forhold til de kinesiske myndigheder i 2009. Den 29. november mødtes formanden for ECB, formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender med de kinesiske myndigheder i Nanjing. Det var det andet møde mellem dem, og dette forum betragtes som en vigtig del af dialogen mellem Kina og EU. På mødet blev en række forskellige økonomiske og finansielle spørgsmål drøftet, herunder bl.a. valutakurspolitikker, og drøftelserne bidrog til større gensidig forståelse for politikkerne i de respektive områder. ECB styrkede også sine forbindelser til People's Bank of China i 2009. Det primære forum for drøftelserne er ECB-People's Bank of China-arbejdsgruppen, som holder tre møder om året. I 2009 drøftede gruppen spørgsmål vedrørende økonomisk vækst, stimulerende

politiktiltag og finansiell stabilitet set ud fra både euroområdet og Kinas perspektiv.

Primo 2010 påbegyndte ECB og 14 af centralbankerne i euroområdet et toårigt program, hvis formål er at styrke makro- og mikrotilsynet i kandidatlande og potentielle kandidatlande.<sup>11</sup> Programmet er rettet mod centralbankerne og tilsynsmyndighederne i Vestbalkan og Tyrkiet. At IMF og Verdensbanken er parate til at indgå som aktive partnere i programmet, og den interesse, som talrige internationale og europæiske institutioner og organer har udtrykt, berger for, at det internationale samfund opfatter dette program som både rettidigt og nødvendigt. Målet med programmet, som finansieres af EU, er at styrke EU-kandidatlandenes og potentielle kandidatlandes modstandsdygtighed over for finansiell stress på mellemlangt sigt ved at støtte justeringen af makro- og mikrotilsynet i overensstemmelse med de nyligt vedtagne internationale standarder og EU-standarder.

<sup>11</sup> De nationale centralbanker i Belgien, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Luxembourg, Malta, Holland, Øst- og Portugal, Slovenien, Slovakiet og Finland.





I forbindelse med Luminale 2008 lavede kunstnerduoen Casa Magica en lysinstallation på Grossmarkthalle. Her vises det andet af tre motiver. Det hentyder til de forestående arbejder med ECBs nye hovedsæde.

## KAPITEL 5

# ANSVARLIGHED

## I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

Centralbankernes uafhængighed er i løbet af de seneste årtier blevet en uundværlig del af de industrialiserede økonomiers og vækstøkonomiernes pengepolitiske system. Beslutningen om at give centralbanker uafhængighed er dybt forankret i økonomisk teori og empirisk dokumentation, som viser, at en sådan ordning fremmer prisstabilitet. Samtidig er det et grundlæggende princip i et demokratisk samfund, at enhver uafhængig institution med en offentlig funktion bør være ansvarlig over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter. Ansvarlighed er derfor et vigtigt aspekt af en centralbanks uafhængighed.

ECB efterlever sine forpligtelser med hensyn til ansvarlighed og gennemsigtighed ud over, hvad der er påkrævet, hvilket bl.a. illustreres af den løbende rapportering. ECB offentliggør fx en månedsoversigt i stedet for den påkrævede kvartalsberetning, og medlemmerne af Styrelsesrådet holder mange taler om relevante emner af offentlig interesse. I 2009 omhandlede de emner som fx ECBs tiltag som reaktion på den finansielle krise, de globale udfordringer for den økonomiske politik og principielle overvejelser vedrørende centralbankernes rolle og strategi. De pressemøder, der holdes efter Styrelsesrådets første møde hver måned, er fortsat en god lejlighed for ECB til nærmere at gøre rede for sin vurdering af den økonomiske situation og baggrunden for rentebeslutningerne.

Europa-Parlamentet, som er direkte valgt af borgerne i EU, spiller den vigtigste institutionelle rolle i forhold til at holde ECB fast på sit ansvar. ECB har siden sin oprettelse haft en tæt og frugtbar dialog med Europa-Parlamentet. Formanden for ECB gjorde fortsat rede for ECBs pengepolitik og andre opgaver under de kvartalsvise høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON) og skal efter planen forelægge ECBs Årsberetning 2008 på et plenarmøde i Europa-Parlamentet den 25. marts 2010. I februar 2009 deltog formanden i en fælles høring mellem Europa-Parlamentet og de nationale parlamenter for at drøfte EUs rammer for sikring af finansiell stabilitet.

Andre medlemmer af ECBs direktion mødte også frem i Europa-Parlamentet. Næstformanden forelagde ECBs Årsberetning 2008 for Økonomi- og Valutaudvalget. Lorenzo Bini Smaghi og Jürgen Stark deltog i den årlige fælles høring mellem Europa-Parlamentet og de nationale parlamenter for at drøfte EUs situation i den aktuelle finansielle krise samt strategien for vækst og beskæftigelse for tiden efter krisen og moderniseringen af den globale finansielle arkitektur. José Manuel González-Páramo deltog i en høring i Europa-Parlamentets Særlige Udvalg om den Finansielle, Økonomiske og Sociale Krise. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte også til høring i Økonomi- og Valutaudvalget for at gøre rede for den seneste udvikling inden for clearing og afvikling af værdipapirer og Euro-systemets projekt Target2-Securities.

Desuden var der drøftelser mellem repræsentanter fra ECB og medlemmer af Europa-Parlamentet om ECBs politik og andre emner, som ECB har specialviden om (fx finansiell stabilitet). I overensstemmelse med tidligere praksis besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB i 2009 med henblik på udveksling af synspunkter med medlemmer af Direktionen om den økonomiske situation samt indførelsen af de nye tilsynsrammer for EU.

## 2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

De forskellige drøftelser mellem Europa-Parlamentet og ECB omfattede en lang række emner. Nedenfor beskrives de vigtigste emner, der blev taget op under disse drøftelser.

### **POLITISKE TILTAG SOM REAKTION PÅ DEN ØKONOMISKE OG FINANSIELLE KRISE**

Den økonomiske og finansielle krise spillede en fremtrædende rolle i drøftelserne mellem ECB og Europa-Parlamentet. I sine forskellige beslutninger om dette emne opfordrede Europa-Parlamentet til en koordineret indsats blandt medlemslandene for at overvinde krisen og bifaldt iværksættelsen af den europæiske økonomiske genopretningsplan. Europa-Parlamentet udtrykte dog bekymring med hensyn til den kraftige stigning i den offentlige gæld og i budgetunderskuddet og opfordrede til, at landene hurtigst muligt vendte tilbage til sunde statsfinanser. Det Særlige Udvalg om den Finansielle, Økonomiske og Sociale Krise fik mandat til at analysere og vurdere krisens omfang og dens indvirkning på EU og medlemslandene.

Under høringerne i Europa-Parlamentet udtrykte ECBs formand endnu en gang ECBs fulde støtte til Europa-Kommissionen, der har en vanskelig opgave med at sikre gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten, og navnlig til Kommissionens meddelelse om, at en ambitiøs budgetkonsolidering bør påbegyndes, lige så snart der er tegn på et konjunkturopsving.

### **EU'S RAMMER FOR FINANSIELT TILSYN OG STABILITET**

Europa-Parlamentet og ECB fortsatte deres tætte dialog om emner vedrørende finansielt tilsyn. Europa-Parlamentet påpegede, at mange af anbefalingerne i Larosière-gruppens rapport (se også kapitel 3) allerede var fremsat af medlemmerne. Parlamentet anbefalede også en revision af lovgivnings- og styringsrammerne for de finansielle markeder som følge af den stigende integration af de finansielle markeder i EU. Endelig støttede Parlamentet styrkelsen af ECBs rolle med hensyn til at sikre finansiell stabilitet. I tidligere beslutninger havde Parlamentet støttet det synspunkt, at ECB burde indtages i makroprudentielt tilsyn i hele EU af

systemisk vigtige finansielle institutioner i henhold til traktatens artikel 127, stk. 6.

Under høringerne i Europa-Parlamentet bifaldt ECBs formand forslaget om at oprette et organ, der specifikt skulle have ansvaret for makroprudentiel overvågning på europæisk plan, nærmere bestemt rådet for systemiske risici (European Systemic Risk Board (ESRB), se også boks 8). Formanden påpegede, at ECB og ESRB skulle rapportere til Europa-Parlamentet hver for sig, da de to institutioner ville have klart adskilte mandater.





Den tidligere Grossmarkthalle set fra syd (2006).

**KAPITEL 6**

**EKSTERN  
KOMMUNIKATION**

## I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

ECBs eksterne kommunikation har til formål at øge offentlighedens kendskab til ECBs politik og beslutninger. Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og andre af ECBs opgaver. De to centrale principper for ECBs kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. De understøtter også ECBs indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 5.

Siden 1999 har ECB fulgt et koncept om aktuelle, regelmæssige og omfattende forklaringer af de pengepolitiske vurderinger og beslutninger. Dette er 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 mediernes. Siden december 2004 er Styrelsesrådets beslutninger ud over rentebeslutningerne også blevet offentliggjort på Eurosystemets centralbankers websteder hver måned.

ECBs retsakter offentliggøres på alle officielle EU-sprog, og det samme gælder Eurosystemets konsoliderede balance.<sup>1</sup> ECBs Årsberetning og kvartalsudgaverne af Månedsoversigten offentliggøres også i deres helhed på de officielle EU-sprog.<sup>2</sup> Konvergensrapporten offentliggøres enten i sin helhed eller som en sammenfatning på alle officielle EU-sprog.<sup>3</sup> Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for offentligheden udsender ECB ud over de obligatoriske publikationer anden dokumentation på nogle eller alle officielle sprog, især pressemeddelelser om pengepolitiske beslutninger, egne makroøkonomiske fremskrivninger,<sup>4</sup> holdninger på bestemte politikområder samt informationsmateriale af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECBs vigtigste publikationer udarbejdes, udgives og distribueres i tæt samarbejde med de nationale centralbanker.

1 Irsk er undtaget (EU-undtagelse).

2 Med undtagelse af irsk (EU-undtagelse) og maltesisk (efter aftale med Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta, efter bortfald af den midlertidige EU-undtagelse i maj 2007).

3 Se fodnote 2.

4 Fremskrivninger foretaget af ECBs stab siden september 2004 og Eurosystemets stab siden december 2000.

## 2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER

ECB henvender sig til mange forskellige målgrupper, fx finansielle eksperter, medierne, regeringer, parlamenter og offentligheden, som har forskellige grader af kendskab til det finansielle og økonomiske område. I forklaringen af sine opgaver og beslutninger benytter ECB derfor en række kommunikationsværktøjer og -aktiviteter, som hele tiden udvikles for at forbedre deres gennemslagskraft mest muligt under hensyntagen til de mange målgrupper og kommunikationsforholdene og -behovene.

ECB offentliggør en række undersøgelser og rapporter som fx Årsberetningen, der giver en omfattende beskrivelse af ECBs aktiviteter i det forløbne år og dermed bidrager til at holde ECB ansvarlig. Månedsoversigten udtrykker ECBs aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECBs beslutninger. Publikationen "Financial Stability Review" vurderer stabiliteten af Euroområdet finansielle system med hensyn til dets evne til at absorbere ugunstige stød. ECB publicerer en lang række statistiske data, primært via Statistical Data Warehouse, og interaktive figurer på ECBs websted samt i trykt form i den månedlige udgave af Statistics Pocket Book.

Alle medlemmer af ECBs styrelsesråd 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 2009 var formanden og andre medlemmer af ECBs direktion i alt syv gange til høringer i Europa-Parlamentet (se også kapitel 5). De holdt i løbet af 2009 ca. 260 taler til mange forskellige målgrupper, gav omkring 200 interview til medierne og fik udgivet artikler i fagblade, magasiner og aviser.

Euroområdet nationale centralbanker spiller en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger og budskaber om Eurosystemet til offentligheden og interesserede parter. De henvender sig til forskellige nationale og regionale

målgrupper på disse gruppers eget sprog og i deres eget miljø.

ECB afholdt, enten alene eller i samarbejde med de nationale centralbanker i EU, Europa-Kommissionen, European Journalism Centre (EJC) og andre offentlige myndigheder eller fonde, 13 seminarer i 2009 med henblik på at øge de internationale og nationale mediers viden om og forståelse af ECB.

ECB modtog i 2009 ca. 14.000 besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. De besøgende fik førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer holdt af sagkyndige og ledere fra ECB.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og oplysninger om ECBs forskellige aktiviteter findes på ECBs websted. I 2009 havde webstedet 25 mio. besøg (38 pct. flere end året før), 157 mio. sider blev læst, og 45 mio. dokumenter blev downloadet.

ECB svarede i 2009 på ca. 100.000 henvendelser (mod 60.000 i 2008) fra offentligheden, der ønskede oplysninger om en række spørgsmål vedrørende ECBs aktiviteter, politik og beslutninger.

ECBs kommunikationsaktiviteter var i 2009 især koncentreret om at redegøre for forløbet og konsekvenserne af den globale finansielle og økonomiske krise og de tiltag, ECB og Eurosystemet har taget. Langt størstedelen af alle de taler, medlemmerne af Direktionen holdt for offentligheden, drejede sig om dette emne. Det samme gjorde sig gældende for henvendelser om oplysninger og spørgsmål fra pressen, offentligheden og besøgende hos ECB. I forhold til udviklingen af særlige projekter vedrørende betalingssystemer og markedsinfrastruktur – det fælles eurobetalingsområde (Single Euro Payments Area) og Target2-Securities – var der behov for yderligere, målrettet kommunikation.

Som led i rækken af begivenheder, der markerede euroens 10-års-jubilæum, afholdtes et symposium under overskriften "The future of Europe – views from founding fathers", hvor

den tidligere franske præsident Valéry Giscard d'Estaing og den tidligere tyske forbundskansler Helmut Schmidt var indbudt til at dele deres erfaringer og tanker omkring indførelsen af den fælles valuta (euroen) samt deres holdning til den fremtidige udvikling. I symposiet deltog internationale gæster, repræsentanter fra erhvervslivet og medierne samt universitetsstuderende. Der blev desuden afholdt en konference under overskriften "10 years of European Monetary Union: a legal perspective", hvor 135 jurister fra centralbanker, finansministerier, regionale organisationer og den akademiske verden diskuterede de juridiske aspekter omkring Eurosystemet og ESCB.

ECBs kulturprogram (Cultural Days), der blev arrangeret i samarbejde med Banca Națională a României, satte i 2009 fokus på Rumænien. Kulturprogrammet blev lanceret i 2003 med det formål hvert år at give indbyggerne i Frankfurt et indtryk af kulturen i et af EU-landene. I 2009 omfattede programmet 24 forskellige begivenheder med deltagelse af ca. 6.000 personer.





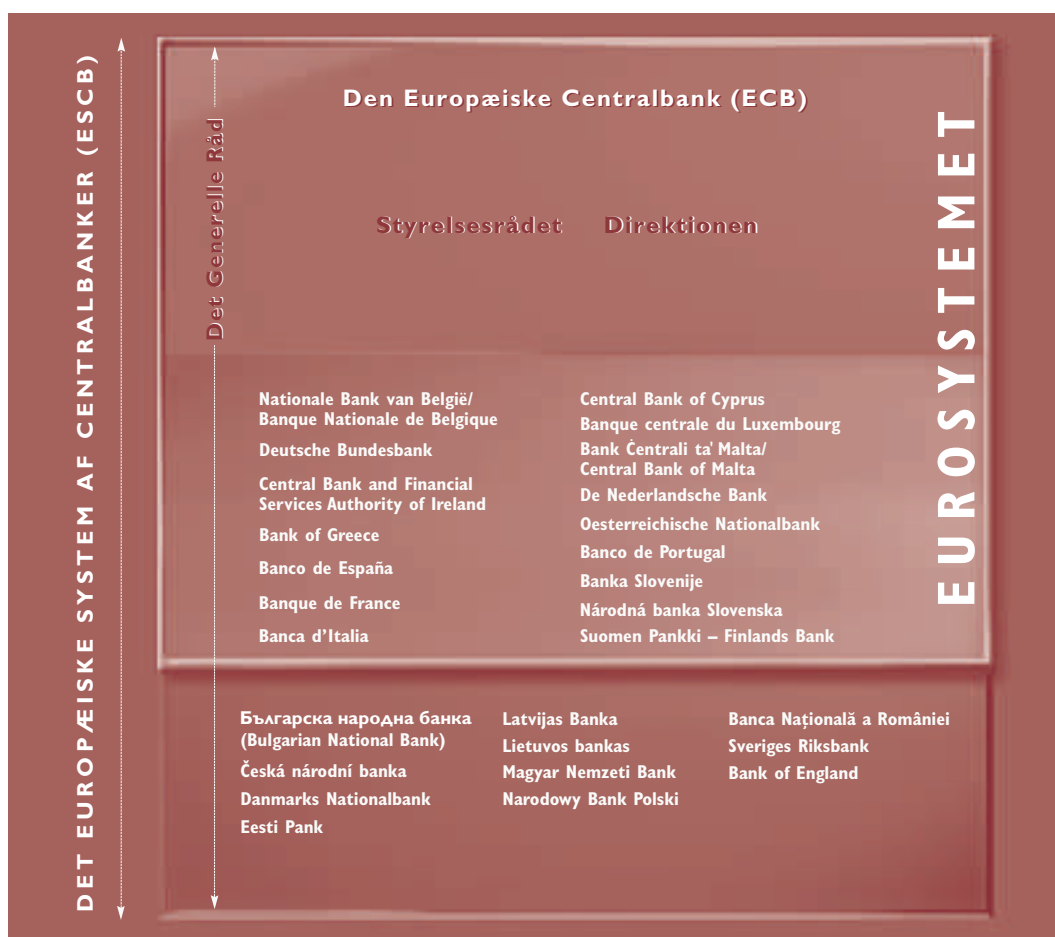
Luftfoto af Grossmarkthalle, da den stadig fungerede som torvehal. I baggrunden mod vest ses bykernen (2002).

**INSTITUTIONELLE  
RAMMER,  
ORGANISATION OG  
ÅRSREGNSKAB**



# I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE

## I.1 EUROSISTEMET OG DET EUROPÆISKE SYSTEM AF CENTRALBANKER



Eurosistemet er euroområdet centralbanksystem. Det består af ECB og de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta (16 siden 1. januar 2009). Betegnelsen "Eurosistemet" fremgår af Lissabontraktaten<sup>1</sup>. Styrelsesrådet havde tidligere vedtaget denne betegnelse for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. "Eurosistemet" understreger den fælles identitet, teamwork og samarbejde mellem medlemmerne, og betegnelsen finder allerede bred anvendelse.

ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle 27 EU-lande. ESCB omfatter altså

også de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen.

ECB, som udgør kernen i Eurosistemet og ESCB, sikrer, at de operationer, der indgår som en del af ESCBs opgaver, udføres enten af ECB eller via de nationale centralbanker. Sidstnævnte sker i det omfang, det skønnes muligt og hensigtsmæssigt. Direktionen gennemfører pengepolitikken i overensstemmelse med Sty-

<sup>1</sup> Yderligere information om Lissabontraktaten findes i kapitel 4, afsnit 1.2.

reلسررdrdet retningslinjer og afgørelser. Den videregiver de nødvendige instrukser til de nationale centralbanker. ECB har status som juridisk person i folkeretten. Efter Lissabontraktatens ikrafttræden er ECB nu en EU-institution. ECBs institutionelle indretning forbliver imidlertid uændret.<sup>2</sup>

Den enkelte nationale centralbank har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. De nationale centralbanker i euroområdet er en integreret del af Eurosystemet og udfører de opgaver, som Eurosystemet er blevet pålagt i henhold til de regler, som ECBs besluttende organer har fastlagt. De nationale centralbanker bidrager også til arbejdet i Eurosystemet og ESCB gennem deres deltagelse i Eurosystem-/ESCB-komiteerne (se afsnit 1.5 i dette kapitel). De 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 besluttende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd er konstitueret som ECBs tredje besluttende organ, så længe der er EU-lande, som ikke har indført euroen. De besluttende organer udfører deres opgaver i henhold til bestemmelserne i traktaten, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.<sup>3</sup> I Eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt, til at nå Eurosystemets fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i overensstemmelse med ESCB-statutten.

## 1.2 STYRELSESRÅDET

Styrelsesrådet består af medlemmerne af ECBs direktion og centralbankcheferne i de EU-lande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- at fastsætte de retningslinjer og træffe de afgørelser, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt Eurosystemet
- at udforme euroområdets pengepolitik, herunder, hvor det er hensigtsmæssigt, træffe afgørelse 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 de spørgsmål, der behandles på månedens andet møde, normalt vedrører ECBs og Eurosystemets andre opgaver. I 2009 blev der afholdt to møder uden for Frankfurt: ét i Banque centrale du Luxembourg i Luxembourg og ét i Banca d'Italia i Venedig. Ud over disse møder kan Styrelsesrådet også afholde møder i form af en telekonference eller træffe afgørelser ved skriftlig procedure.

Når medlemmerne af Styrelsesrådet træffer pengepolitiske beslutninger og udfører andre opgaver i ECB og for Eurosystemet, handler de ikke som repræsentanter for deres medlemslande, men som personligt udnævnte, fuldstændigt uafhængige medlemmer. Dette afspejles i princippet "én person, én stemme", som anvendes i Styrelsesrådet. Den 18. december 2008 besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med det

2 Nærmere om Lissabontraktatens betydning for ECB findes i kapitel 4, afsnit 1.2.

3 For ECBs forretningsorden se afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80, 18.3.2004, s. 33, som ændret ved afgørelse ECB/2009/5 af 19. marts 2009, EUT L 100, 18.4.2009, s. 10, afgørelse ECB/2004/12 af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230, 30.6.2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks direktion, EFT L 314, 8.12.1999, s. 34. Disse dokumenter findes også på ECBs websted.

nuværende afstemningssystem<sup>4</sup> og først at indføre rotationssystemet, når antallet af centralbankchefer i Styrelsesrådet overstiger 18. Den 19. marts 2009 vedtog Styrelsesrådet en retsakt, som dækker alle aspekter i forbindelse med gennemførelsen af rotationssystemet, fx rotationsrækkefølge, -periode og hastighed, og som indeholder de nødvendige ændringer af forretningsordenen.<sup>5</sup> Retsakten træder i kraft, når rotationssystemet indføres.

- 4 Som omhandlet i ESCB-stattens artikel 10.2, hvor antallet af centralbankchefer med ret til at afgive deres stemme begrænses til 15, men hvor der også gives mulighed for, at Styrelsesrådet udsætter rotationssystemet, indtil antallet overstiger 18.
- 5 Afgørelse ECB/2009/5 om ændring af afgørelse ECB/2004/2 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 100, 18.4.2009, s. 10. En nærmere beskrivelse af retningslinjerne for gennemførelsen af rotationssystemet findes i artiklen "Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB", i Månedsoversigten for juli 2009.

## STYRELSESRÅDET



### **Jean-Claude Trichet**

Formand for ECB

### **Lucas D. Papademos**

Næstformand for ECB

### **Lorenzo Bini Smaghi**

Medlem af ECBs direktion

### **Michael C. Bonello**

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta

### **Vítor Constâncio**

Direktør for Banco de Portugal

### **Mario Draghi**

Direktør for Banca d'Italia

### **Miguel Fernández Ordóñez**

Direktør for Banco de España

### **José Manuel González-Páramo**

Medlem af ECBs direktion

### **Patrick Honohan**

Direktør for Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(fra 26. september 2009)

### **John Hurley**

Direktør for Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(indtil 24. september 2009)

### **Marko Kranjec**

Direktør for Banka Slovenije

### **Erkki Liikanen**

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

Direktør for Banque centrale du  
Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

Direktør for Oesterreichische  
Nationalbank

### **Christian Noyer**

Direktør for Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

Direktør for Central Bank of Cyprus

### **George A. Provopoulos**

Direktør for Bank of Greece

### **Guy Quaden**

Direktør for Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### **Ivan Šramko**

Direktør for Národná banka Slovenska

### **Jürgen Stark**

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

### **Forreste række (fra venstre mod højre)**

Marko Kranjec, Ewald Nowotny;  
Yves Mersch, Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Vítor Constâncio, Michael C. Bonello

### **Mellemste række (fra venstre mod højre)**

Patrick Honohan, George A. Provopoulos,  
José Manuel González-Páramo,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Athanasios Orphanides, Guy Quaden

### **Bagerste række (fra venstre mod højre)**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Axel A. Weber, Lorenzo Bini Smaghi,  
Christian Noyer, Ivan Šramko,

Anm: Mario Draghi og Nout Wellink  
var ikke til stede, da billedet blev taget.

### 1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst<sup>6</sup> af stats- og regeringscheferne i de EU-lande, der har indført euroen. Direktionen, som normalt mødes en gang om ugen, har følgende primære ansvarsområder:

- at forberede møderne i Styrelsesrådet
- at gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og afgørelser, som vedtages af Styrelsesrådet, og i den forbindelse videregive de nødvendige instrukser til de nationale centralbanker i euroområdet.
- at forestå ECBs løbende drift

- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECBs ledelse, planlægning og årlige budgetproces. Forvaltningskomiteen består af et direktionsmedlem, som er komiteens formand, og en række medarbejdere i den øverste ledelse.

<sup>6</sup> Fra og med Lissabontraktatens ikrafttræden udnævnes Direktionsmedlemmer af Det Europæiske Råd med kvalificeret flertal og efter høring af Europa-Parlamentet og ECB. Denne procedure er på linje med den, der anvendes ved udnævnelsen til stillinger på politisk centrale områder i andre EU-institutioner.

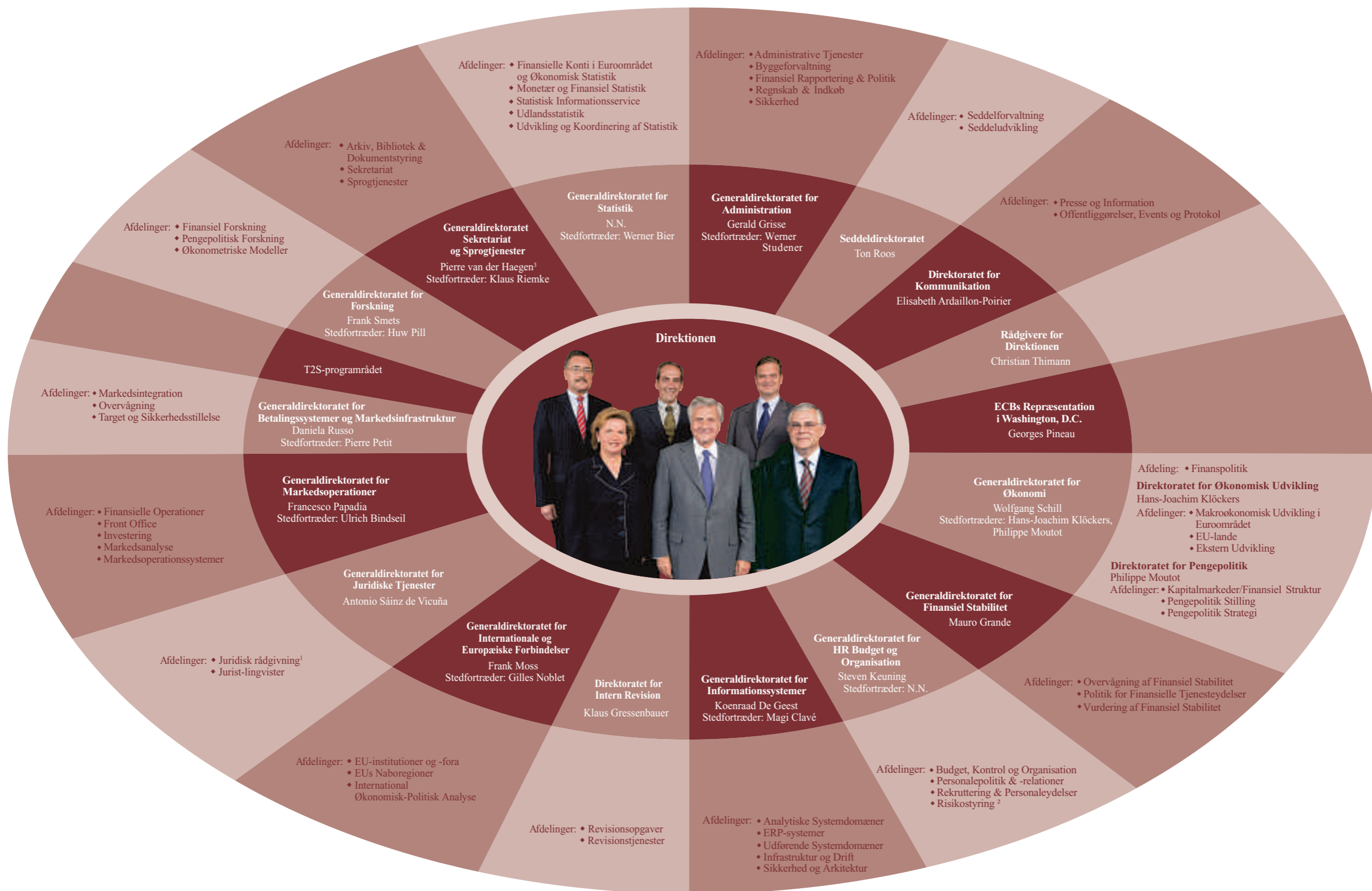
**Bagerste række  
(fra venstre mod højre):**  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Forreste række  
(fra venstre mod højre):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**  
Formand for ECB  
**Lucas D. Papademos**  
Næstformand for ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
Medlem af ECBs direktion

**José Manuel González-Páramo**  
Medlem af ECBs direktion  
**Jürgen Stark**  
Medlem af ECBs direktion  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Medlem af ECBs direktion



**Direktionen**

Bagerste række (fra venstre til højre): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Forreste række (fra venstre til højre): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Lucas D. Papademos (næstformand)

<sup>1</sup> Herunder databeskyttelse.

<sup>2</sup> Rapporterer direkte til Direktionen.

<sup>3</sup> Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

#### I.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af ECBs formand og næstformand og de nationale centralbankchefer i alle 27 EU-lande. Det udfører primært de opgaver, som er overtaget fra EMI, og som ECB

stadig skal udføre, eftersom ikke alle EU-lande har indført euroen. I 2009 mødtes Det Generelle Råd fire gange.

**Forreste række  
(fra venstre mod højre)**  
Michael C. Bonello, Ewald Nowotny;  
Yves Mersch, Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Mervyn King,  
Vitor Constâncio, Marko Kranjec

**Mellemste række  
(fra venstre mod højre)**  
András Simor, Patrick Honohan,  
George A. Provopoulos,  
Athanasios Orphanides,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Ivan Šramko, Andres Lipstok

**Bagerste række  
(fra venstre mod højre)**  
Ilmārs Rimševičs, Ivan Iskrov,  
Erkki Liikanen, Nils Bernstein,  
Axel A. Weber, Christian Noyer,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Reinoldijus Šarkinas

Anm: Mario Draghi, Stefan Ingves,  
Mugur Constantin Isărescu,  
Sławomir Skrzypek og Nout Wellink  
var ikke til stede, da billedet blev taget.



**Jean-Claude Trichet**

Formand for ECB

**Lucas D. Papademos**

Næstformand for ECB

**Nils Bernstein**

Direktør for Danmarks Nationalbank

**Michael C. Bonello**

Direktør for Bank Ċentrali ta'  
Malta/Central Bank of Malta

**Vitor Constâncio**

Direktør for Banco de Portugal

**Mario Draghi**

Direktør for Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**

Direktør for Banco de España

**Patrick Honohan**

Direktør for Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(fra 26. september 2009)

**John Hurley**

Direktør for Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(indtil 24. september 2009)

**Stefan Ingves**

Direktør for Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu**

Direktør for Banca Națională a României

**Ivan Iskrov**

Direktør for Българска народна банка  
(Bulgarian National Bank)

**Mervyn King**

Direktør for Bank of England

**Marko Kranjec**

Direktør for Banka Slovenije

**Erkki Liikanen**

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

**Andres Lipstok**

Direktør for Eesti Pank

**Yves Mersch**

Direktør for Banque centrale du  
Luxembourg

**Ewald Nowotny**

Direktør for Oesterreichische  
Nationalbank

**Christian Noyer**

Direktør for Banque de France

**Athanasios Orphanides**

Direktør for Central Bank of Cyprus

**George A. Provopoulos**

Direktør for Bank of Greece

**Guy Quaden**

Direktør for Nationale Bank van  
België/Banque Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimšēvičs**

Direktør for Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Direktør for Lietuvos bankas

**András Simor**

Direktør for Magyar Nemzeti Bank

**Slawomir Skrzypek**

Direktør for Narodowy Bank Polski

**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, PERSONALECHEFKREDSEN OG EUROSISTEMETS IT-STYRINGSKOMITE**



Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECBs besluttende organer udfører. På Styrelsesrådets og Direktionens anmodning har komiteerne bidraget med ekspertise inden for deres kompetenceområder og har fremmet beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i Eurosystemets centralbanker. De nationale centralbanker i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager dog i komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer som fx nationale tilsynsmyndigheder for Banktilsynskomiteens vedkommende. Pr. 31. december 2009 var der nedsat 13 Eurosystem-/ESCB-komiteer i henhold til artikel 9.1 i ECBs forretningsorden.

I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet af Budgetkomiteen, som blev nedsat i henhold til artikel 15 i forretningsordenen.

Personalechefkredsen blev etableret i 2005 i henhold til artikel 9a i forretningsordenen som et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information på personaleforvaltningsområdet blandt centralbankerne i Eurosystemet/ESCB.

I 2007 nedsatte Styrelsesrådet Eurosystemets IT-styringskomite, som fik til opgave at styre den løbende forbedring af Eurosystemets IT-anvendelse. Dette sker i overensstemmelse med Eurosystemets målsætning og organisatoriske principper, hvoraf det fremgår, at det er formålet at udnytte synergieffekter inden for Eurosystemet og opnå effektivitetsgevinster gennem stordriftsfordele.

## 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

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som er udnævnt til at revidere ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der efterprøver effektiviteten af ECBs forvaltning (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECBs svar offentliggøres på ECBs websted og i Den Europæiske Unions Tidende. For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECBs eksterne revisor er uafhængig, anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende.<sup>7</sup> En række grundlæggende principper ("Good Practices") for valg af og mandat for eksterne revisorer er offentliggjort på ECBs websted og giver Eurosystemets centralbanker retningslinjer på højt plan for udvælgelse og fastsættelse af eksterne revisorerers mandat. De grundlæggende principper gør det samtidig muligt for Styrelsesrådet at udarbejde sine henstillinger til Rådet på grundlag af harmoniserede, konsekvente og gennemsigtige udvælgelseskriterier.

### INTERNE KONTROLINSTANSER

ECBs interne kontrolsystem er opbygget således, at hver enkelt enhed i organisationen (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) selv er ansvarlig for risikostyring og kontrol samt driftens effektivitet. Det er altså den enkelte enhed, som implementerer operationelle kontrolprocedurer inden for dens ansvarsområde i overensstemmelse med en risikotolerance, der er defineret ex ante af Direktionen. 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.

<sup>7</sup> Efter en licitationsrunde, der blev afsluttet i henhold til den rotationsordning, som er vedtaget for den eksterne revisors vedkommende, blev PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECBs eksterne revisor i regnskabsårene 2008-12.

I 2009 videreudviklede ECB risikostyringen for operationelle risici og bragte den i overensstemmelse med de rammer, som er defineret for Eurosystemets opgaver og processer, som ECB og de nationale centralbanker i euroområdet begyndte implementeringen af i løbet af året. Desuden blev der gennemført en omfattende øvelse, hvor ECBs forretningsområder identificerede, vurderede og berettede om deres operationelle risici. ECB afprøver regelmæssigt de foranstaltninger, som er truffet til forretningsvidereførelse, og der er taget skridt til at øge centralbankens modstandsdygtighed i tilfælde af en pandemi. Styrelsesrådet vedtog lanceringen af Eurosystemets rammer for forretningsvidereførelse, som vil begynde i 2010.

Direktoratet for Intern Revision, der er direkte ansvarlig over for Direktionen, foretager løbende revisioner uafhængigt af ECBs interne kontrolsystem og risikoovervågning. I overensstemmelse med mandatet i ECBs revisionscharter<sup>8</sup> udøver ECBs interne revisorer uafhængigt og objektiv kvalitetskontrol og rådgivning og bibringer en systematisk tilgang til evalueringen og forbedringen af effektiviteten af risikostyrings-, kontrol- og ledelsesprocesser. ECBs interne revision er i overensstemmelse med de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer (IIA).

Komiteen for Interne Revisorer (IAC), der er én af Eurosystem-/ESCB-komiteerne, består af cheferne for intern revision i ECB og de nationale centralbanker. Komiteen er ansvarlig for at koordinere revisionen af fælles projekter og driftssystemer på Eurosystem-/ESCB-niveau.

En Revisionskomite for ECB styrker ECBs og hele Eurosystemets corporate governance yderligere. Komiteen består af tre medlemmer af Styrelsesrådet. Erkki Liikanen (direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank) blev formand i oktober 2009, da John Hurley (direktør for Central Bank and Financial Services Authority of Ireland) gik på pension.

## ADFÆRDSKODEKSER

Der er tre adfærdskodekser i kraft med relevans for ECBs besluttende organer og bankens medarbejdere<sup>9</sup>. Den ene vedrører medlemmerne af Styrelsesrådet og afspejler det ansvar, de har for at beskytte Eurosystemets integritet og omdømme og for at sørge for, at Eurosystemets operationer udføres effektivt.<sup>10</sup> Denne kodeks giver vejledning til og fastsætter etiske standarder for Styrelsesrådets medlemmer og disses stedfortrædere i udøvelsen af deres funktion som medlem af Styrelsesrådet. Styrelsesrådet har desuden udnævnt en rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenstemæssig adfærd. Den anden kodeks er Adfærdskodeksen for Den Europæiske Centralbank, der giver vejledning om og opstiller benchmark for ECBs medarbejdere og medlemmer af Direktionen, som alle forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver.<sup>11</sup> I henhold til Adfærdskodeksens regler om insiderhandel er det ikke tilladt for ECBs medarbejdere og direktionsmedlemmer at udnytte interne oplysninger i forbindelse med private økonomiske handlinger, som udføres på egen risiko og for egen regning eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.<sup>12</sup> Den tredje kodeks er en supplerende kodeks over etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen.<sup>13</sup> 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. De etiske regler, som gælder for ECBs medarbejdere, og som findes i ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte, de administrative reg-

8 Revisionschartret er offentliggjort på ECBs websted for at gøre ECBs revisionsordninger mere gennemsigtige.

9 Oplysninger om T2S's programråd findes i kapitel 2, afsnit 2.2.

10 Se adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123, 24.5.2002, s. 9, med ændringen heraf, EUT C 10, 16.1.2007, s. 6, og ECBs websted.

11 Se adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT C 76, 8.3.2001, s. 12, og ECBs websted.

12 Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenstemæssig adfærd og tavshedspligt, EUT C 92, 16.4.2004, s. 31, og ECBs websted.

13 Se supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af direktionen for Den Europæiske Centralbank, EUT C 230, 23.9.2006, s. 46, og ECBs websted.

ler for personalet og adfærdskodeksen, er ved at blive forbedret og konsolideret, så de bliver til et nyt sæt etiske rammer.

### BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning<sup>14</sup>, der skulle styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Det fremgår bl.a. af forordningen, at Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF) skal foretage interne undersøgelser ved mistanke om svig i Den Europæiske Unions institutioner, organer, kontorer og agenturer.

Ifølge OLAF-forordningen skal alle Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer hver især vedtage afgørelser, der gør det muligt for OLAF at udføre sine undersøgelser. I juni 2004 vedtog Styrelsesrådet en afgørelse<sup>15</sup> om de nærmere vilkår for OLAFs undersøgelser af ECB. Afgørelsen trådte i kraft 1. juli 2004.

### INTERNT ECB-PROGRAM TIL BEKÆMPELSE AF HVIDVASK AF PENGE/TERRORFINANSIERING

I 2007 indførte ECB internt en ordning til bekæmpelse af hvidvask af penge og terrorfinansiering. Ordningens bestemmelser er udformet, så de følger de 40 anbefalinger og ni særlige anbefalinger fra Den Finansielle Aktionsgruppe, i det omfang de gælder for ECBs operationer. En gruppe undersøger internt, om ECB overholder ordningens bestemmelser, og identificerer, analyserer og bekæmper de risici for hvidvask af penge og terrorfinansiering, der findes i forbindelse med alle relevante aktiviteter i ECB. Målet er bl.a. at sikre, at gældende lovgivning på området overholdes og indgår i vurderings- og overvågningsprocessen i forbindelse med godkendelsen af ECBs modparter. Der lægges i denne sammenhæng særlig vægt på de restriktive tiltag, som EU har vedtaget, samt Den Finansielle Aktionsgruppes offentlige erklæringer. Et internt indberetningssystem supplerer ECBs rammer på området, således at der sikres en systematisk indsamling af al relevant

information og en behørig videreformidling til Direktionen.

### AKTINDSIGT I ECBs DOKUMENTER

ECBs afgørelse om aktindsigt i ECBs dokumenter<sup>16</sup>, der blev vedtaget i marts 2004, er i overensstemmelse med opstillede målsætninger og anvendte standarder for aktindsigt i andre EU-institutioner og -organer. Afgørelsen fremmer gennemsigtigheden, alt imens den tager højde for både ECBs og de nationale centralbankers uafhængighed samt sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECBs opgaver.<sup>17</sup>

I 2009 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

14 Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136, 31.5.1999, s. 1.

15 Den Europæiske Centralbanks afgørelse om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte (ECB/2004/1), EUT L 230, 30.6.2004, s. 56. Afgørelsen blev vedtaget som følge af EF-Domstolens dom i sag C-11/00, Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber mod Den Europæiske Centralbank af 10. juli 2003, Sml. I, s. 7147.

16 ECBs afgørelse af 4. marts 2004 om aktindsigt i ECBs dokumenter (ECB/2004/3), EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

17 I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed, giver arkivafsnittet på ECBs websted mulighed for at få adgang til historisk dokumentation.

## 2 ORGANISATORISK UDVIKLING

### 2.1 PERSONALEFORVALTNING

I 2009 fortsatte ECB med at udvikle og implementere politikker for personaleforvaltningen på fire områder: organisationskultur, ansættelse, medarbejderudvikling og ansættelsesvilkår.

#### ORGANISATIONSKULTUR

I 2009 fokuserede udviklingen af ECBs organisationskultur på mangfoldighed og fagetik. En række initiativer blev lanceret inden for mangfoldighedsledelse, eksempelvis fokusgruppediskussioner om kønsdiversitet, bl.a. et første mangfoldighedsforum for alle medarbejdere og nedsættelse af en intern projektgruppe, som skal føre til, at der opnås en fælles forståelse af kønsdiversitet i ECB, samt at der lanceres en række initiativer i forbindelse hermed. For yderligere at styrke ECBs etiske rammer blev reglerne for etisk adfærd opdateret, og alle regler er ved at blive samlet centralt, så medarbejderne får klare og mere konsistente retningslinjer vedrørende de etiske normer, som de skal opfylde.

#### ANSÆTTELSE

Den 31. december 2009 havde ECB 1.563 medarbejdere omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger (mod 1.536 den 31. december 2008). Al ekstern ansættelse af nye medarbejdere til permanente stillinger skete i form af tidsbegrænsede kontrakter, som af organisatoriske hensyn og på baggrund af medarbejdernes resultater kan omdannes til tidsubegrænsede kontrakter. I 2009 tilbød ECB i alt 64 medarbejdere en tidsbestemt kontrakt. 27 medarbejdere med en permanent eller en tidsbegrænset kontrakt forlod ECB i 2009 (mod 45 i 2008). For at dække orlov på mindre end et års varighed blev der desuden udstedt 131 kortvarige kontrakter i 2009 (ud over et antal kontraktforlængelser fra 2008). 111 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

ECB tilbød fortsat kortvarige kontrakter til ansatte i de nationale centralbanker og en række internationale institutioner, hvilket var med til at skabe korpsånd inden for ESCB og øge sam-

arbejdet med de internationale organisationer. Den 31. december 2009 arbejdede 127 medarbejdere fra de nationale centralbanker og en række internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver (mod 122 den 31. december 2008).

I september 2009 tog ECB imod det fjerde hold deltagere i ECBs Graduate Programme. Deltagerne, som er nyuddannede kandidater fra førende universiteter, har en bred uddannelsesmæssig baggrund. De bliver alle efter et rotationsystem tilknyttet to forretningsområder i en samlet periode på to år.

ECBs praktikantstillinger blev tilbudt studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse. Den 31. december 2009 arbejdede 72 praktikanter i ECB. ECB gav også fire forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og fem forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship Programme.

#### MEDARBEJDERUDVIKLING

Tiltag inden for mobilitet og medarbejderudvikling indgik fortsat som de vigtigste elementer i den faglige udvikling i ECB.

I ECB indebærer intern mobilitet, at medarbejderne tilskyndes til at skifte stilling hvert femte arbejdsår. Denne politik giver fortsat medarbejderne mulighed for at udvide deres kompetence og udvikle deres kvalifikationer, og den gør det muligt for ECB at øge medarbejdernes bevidsthed om samt synergieffekten mellem de forskellige forretningsområder. ECBs interne ansættelsespolitik, der lægger vægt på en bredt funderet kompetence, har til formål yderligere at fremme intern mobilitet. Reglerne er blevet ændret, så alle ledende stillinger først søges besat med interne ansøgere. I løbet af 2009 flyttede i alt 196 medarbejdere enten midlertidigt eller i en længere periode til andre stillinger i ECB. Af disse var 44 ledende medarbejdere og rådgivere.

ECB deltager sammen med ESCB-centralbankerne aktivt i den udstationeringsordning, som Personalechefkredsen har fremmet, og som gør det muligt for ECB at udstationere medarbejdere i en af de 27 nationale centralbanker i EU eller i relevante internationale organisationer (fx IMF og BIS) i en periode på mellem to og 12 måneder. I 2009 blev i alt 21 medarbejdere udstationeret under denne ordning. Derudover bevilgede ECB orlov uden løn i op til tre år til 31 medarbejdere. Otte af disse havde fået ansættelse i en af de nationale centralbanker, en international organisation eller en privat virksomhed. Andre tog orlov for at uddanne sig eller af andre personlige hensyn. I alt var 55 medarbejdere på orlov uden løn ved udgangen af 2009 (mod 54 i 2008). 28 medarbejdere var på forældreorlov (mod 26 i 2008).

Der blev iværksat en række initiativer i 2009 til støtte for udviklingen af ECBs værdibaserede ledelseskultur og med det mål at uddanne ledere ved hjælp af workshopper, seminarer og individuel coaching. I uddannelsen af lederne blev der fokuseret på coaching- og feedback-kvalifikationer, på effektiv konfliktløsning, på påvirkningsevne og på forandringsledelse. Lederne fik også multi-source feedback fra medarbejdere, som rapporterer til dem, deres kolleger og eksterne kontaktpersoner. Herved identificeres de områder, hvor lederne har deres styrke, og de områder, hvor de kan styrke deres personlige udvikling. Der blev givet individuel coaching på baggrund af resultaterne.

ECB fortsatte med at fremme udviklingen af medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer. Uddannelse og udvikling er en opgave, der løftes af ECB, ledelsen og medarbejderne i fællesskab. Mens ECB stiller budgetmidler og en uddannelsesmæssig ramme til rådighed, og lederne definerer uddannelsesbehovet for medarbejderne i den stilling, de aktuelt bestrider, er det medarbejdernes ansvar at tage de nødvendige skridt til at uddanne og udvikle sig, så deres ekspertise holder en meget høj standard. Ud over et stort antal interne uddannelses tilbud har medarbejderne fortsat benyttet sig af eksterne uddannelses tilbud til at opfylde individu-

elle uddannelsesbehov af en mere "teknisk" art. De har også kunnet udnytte tilbuddene i ESCBs uddannelsesprogrammer eller benytte sig af de nationale centralbankers uddannelses tilbud. Herudover støttede ECB 15 medarbejdere, der ønskede at tage en uddannelse, der vil give dem en faglig baggrund, som går ud over den, der kræves i deres nuværende stilling.

### ANSÆTTELSESVILKÅR

ECBs ansættelsesvilkår er udformede, så de er attraktive, og så medarbejdernes og bankens behov afvejes. Ændringer i ECBs ansættelsesvilkår satte i 2009 fokus på social sikring og arbejdslivsbalance.

ECB gennemgik medarbejdernes pensionsordning for at sikre langsigtet finansiel holdbarhed samt en sund finansiel styring af ordningen. ECBs bidrag blev sat op fra 16,5 pct. til 18 pct. og medarbejdernes bidrag fra 4,5 pct. til 6 pct. af grundlønnen. Den eksisterende pensionsordning blev fastfrosset pr. 31. maj 2009, og der blev indført en ny pensionsordning pr. 1. juni 2009. De rettigheder, som medarbejderne havde erhvervet i henhold til den pensionsordning, der blev fastfrosset pr. 31. maj 2009, blev sikret, og nogle af ordningens strukturelle elementer som fx en almindelig pensionsalder på 65 år i ECB samt muligheden for at gå på pension tidligere, blev fastholdt i den nye ordning.

ECB støttede fortsat medarbejderne med hensyn til børnepasning og gjorde det lettere for dem at forene arbejdsliv og familieliv. 28 medarbejdere var på ubetalt forældreorlov pr. 31. december 2009 (mod 26 i 2008). Pilotprojektet med telearbejde blev iværksat i 2008 og forlænget i løbet af 2009. En undersøgelse blandt medarbejderne, der skulle vurdere fordele og ulemper i forbindelse med denne nye politik viste, at både medarbejdere og ledelse satte meget pris på muligheden for telearbejde. ECB vil nu tage stilling til, hvordan telearbejde kan indarbejdes som en permanent del af personaleforvaltningspolitikken.

## 2.2 FORHOLDET TIL MEDARBEJDERNE OG DEN SOCIALE DIALOG

ECB anerkender, at dialogen med medarbejderne er vigtig. I 2009 hørte ECB medarbejderrepræsentanterne om forhold i forbindelse med aflønning, ansættelse, sundhed og sikkerhed, arbejdsvilkår samt pensionsreformen, og ECB fortsatte sin dialog med medarbejderrepræsentanterne om ansættelsesforhold og sociale forhold.

I 4. kvartal 2009 foregik der drøftelser med den anerkendte fagforening om en forbedret social dialog i ECB.

## 2.3 ECBs NYE HOVEDSÆDE

I februar 2009 iværksatte ECB en ny udbudsrunde for bygningsarbejdet på det nye hovedsæde i Frankfurts Ostend. Bygningsarbejdet blev opdelt i 12 separate pakker, som yderligere blev delt op i 69 partier i alt. De første otte af disse pakker, dvs. rådhus, byggepladsindretning og -modning, transportanlæg (elevatorer), facader, tagarbejder, hejsestillinger og teknisk bygningsudstyr (både mekanisk udstyr og elektriske arbejder), som repræsenterer ca. 80 pct. af byggeomkostningerne, blev sendt i udbud i løbet af 2009. De resterende fire pakker sendes i udbud i løbet af 2010 og 2011.

Den valgte udbudsstrategi gav et godt resultat, idet de indkomne bud på de første otte pakker, som blev afgivet af store og mellemstore byggefirmaer fra hele Europa, lå inden for budgettet for byggeomkostningerne på ca. 500 mio. euro (i faste 2005-priser).

På baggrund af det positive resultat besluttede Styrelsesrådet den 17. december 2009 at påbegynde bygge- og anlægsarbejdet i foråret 2010. Det nye hovedsæde forventes at stå færdigt i slutningen af 2013.

ECB har lige fra projektets start bestræbt sig på at sikre meget høj energieffektivitet i den nye bygning. Målet er at opnå et energiforbrug, der

ligger 30 pct. under de tyske standarder på det tidspunkt, byggetilladelsen blev givet. Det planlagte energikoncept for bygningen omfatter en række energisparende elementer, fx en effektiv isolering, naturlig ventilation, lavenergibelysning, genbrug af regnvand og jordvarme/jordkøling.

## 2.4 EUROSISTEMETS KONTOR TIL KOORDINERING AF INDKØB

I 2009 koordinerede EPCO (Eurosystem Procurement Coordination Office) arbejdet på tre områder, der i 2008 var blevet identificeret som mulige områder, hvor et fælles indkøb kunne være en fordel; nemlig flytransport i forbindelse med ESCB-møder, globale hotelaftaler og indpakningsmateriale til pengesedler. EPCO koordinerede også tre dybtgående analyser vedrørende hardware- og softwarelicenser, leverandører af markedsdata og kreditvurderingsbureauer.

EPCO fortsatte desuden den udveksling af bedste praksis på indkøbsområdet, som var sat i gang i 2008.

## 2.5 MILJØ

ECB oprettede i 2009 et miljøledelsessystem (Environmental Management System eller EMS), som lever op til de miljøpolitiske rammer, der blev vedtaget af Direktionen i slutningen af 2007. EMS er baseret på den internationalt anerkendte standard EN ISO 14001, og det har til formål at opnå en løbende forbedring af ECBs resultater på miljøområdet. En certificering af EMS og registrering i henhold til Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr. 761/2001 om deltagelse i en fællesskabsordning for miljøledelse og miljørevision ventes at finde sted medio 2010. Der er endvidere iværksat et program, som har til formål at minimere ECBs økologiske fodaftryk.

## 2.6 IT-SERVICELEDELSE

I løbet af 2009 blev der foretaget en strategisk gennemgang af ECBs it-funktioner, som førte til en strømlining af den organisatoriske opbygning af Generaldirektoratet for It-systemer og udarbejdelsen af en strategiplan på it-området. Med planen bliver der sat fokus på en strategisk tilpasning af it-ydelserne til kundernes behov, som vil blive understøttet på en integreret måde i hele de pågældende ydelsers levetid. ECB har bestået den første ISO/IEC 20000 overvågningsaudit, som vurderer it-serviceledelse, mens styringssystemet til levering af it-projekter blev certificeret i overensstemmelse med ISO-standarden 9001:2008.

IT-styringen inden for ESCB er blevet yderligere styrket med vedtagelsen af en politik til styring af ESCBs it-arkitektur og en it-serviceledelsespolitik, som ledes af Eurosystemets It-styringskomite.

### 3 PERSONALECHEFKREDSSEN (HRC)

I 2009 dækkede Personalechefkredsens og den dertil knyttede Taskforce om Uddannelse og Udviklings aktiviteter forskellige aspekter af personaleledelse. I februar afholdtes en konference om sundhedsledelse, hvor det primære fokus var tiltag til at forbedre de ansattes sundhed og styringen af sygefravær. Andre emner, som Personalechefkredsens dækkede, var videnledelse og forvaltningen af udstationeringer. I forbindelse med sidstnævnte arrangerede Personalechefkredsens en workshop om støtte til de ansatte før, under og efter deres udstationeringer.

Der blev udarbejdet en onlinebrochure, som skal være med til yderligere at fremme mobilitet og udvikling inden for ESCB. Brochuren bliver offentliggjort på de enkelte centralbankers hjemmeside.

På baggrund af en behovsanalyse udarbejdede Personalechefkredsens et ESCB-seminarprogram om projektstyringskompetencer. Programmet sætter fokus på både projektstyringsmetoder og de bløde færdigheder, der er brug for i et projektmiljø, og det indføres i 2010.



## 4 ESCBs SOCIALE DIALOG

ESCBs Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra centralbankerne i ESCB samt fra en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger.<sup>18</sup> Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få stor indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB. Information gives i det halvårige nyhedsbrev og på møder, der afholdes to gange om året i Frankfurt.

ESCBs Sociale Dialog fejrede 10-årsjubilæum i 2009. Møderne satte fokus på finansielt tilsyn og oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, samarbejds- og specialiserings-spørgsmål inden for Eurosystemet samt ESCBs it-portefølje. Spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler samt betalings-systemer blev ligeledes drøftet. Medarbejderrepræsentanterne blev orienteret om det arbejde, der udføres af Personalechefkredsen.

Ad hoc-møderne om produktion og cirkulering af eurosedler fortsatte med at behandle tekniske spørgsmål med relation til eurosedlerne inden ESCBs Sociale Dialogs plenarmøde. Arbejdsgruppen om ESCBs Sociale Dialog samledes igen i oktober med det formål at drøfte en forbedring af kommunikationen mellem ECB og sammenslutningerne.

<sup>18</sup> The Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) og European Federation of Public Service Unions (EPSU).



# 5 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

# LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2009

## 1 HOVEDAKTIVITETER

ECBs aktiviteter i 2009 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

## 2 MÅL OG OPGAVER

ECBs mål og opgaver er beskrevet i ESCB-statuttens (artikel 2 og 3). Formanden giver en oversigt over de opnåede resultater i forhold til disse mål i forordet til Årsberetningen.

## 3 VIGTIGSTE RESURSER, RISICI OG PROCESSER

### ECBs CORPORATE GOVERNANCE

ECBs corporate governance er beskrevet i Årsberetningens kapitel 7.

### MEDLEMMER AF DIREKTIONEN

Medlemmerne af Direktionen udnævnes blandt personer, som er værdige i almindeligt omdømme, og som har professionel erfaring i monetære forhold eller i bankvæsen, af medlemslandenes regeringer på stats- eller regeringschefsniveau med kvalificeret flertal, på grundlag af en indstilling fra Rådet og efter høring af Europa-Parlamentet og Styrelsesrådet.

Ansættelsesvilkårene for Direktionens medlemmer fastsættes af Styrelsesrådet efter forslag fra en komite, der består af tre medlemmer udnævnt af Styrelsesrådet og tre medlemmer udnævnt af Rådet.

Direktionsmedlemmernes løn fremgår af note 30 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet.

## MEDARBEJDERE

Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB (omregnet til fuldtidsstillinger)<sup>1</sup> steg fra 1.449 i 2008 til 1.530 i 2009. Ved årets udgang havde ECB 1.563 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til note 30 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet og kapitel 7, afsnit 2, i Årsberetningen, hvor der også findes en beskrivelse af ECBs personalestrategi.

## INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING

ECBs valutareserveportefølje består af valutareserveaktiver, der i henhold til bestemmelserne i ESCB-statuttens artikel 30 er overført fra de nationale centralbanker i euroområdet til ECB, samt forrentningen heraf. Valutareserven skal finansiere ECBs operationer på valutamarkedet til de formål, der fremgår af traktaten.

ECBs egenportefølje afspejler investeringen af a) den indbetalte kapital, b) modposten til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici, c) den almindelige reservefond og d) 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 Årsberetningens 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

<sup>1</sup> Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECBs Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

overensstemmelse med forretningsordenens artikel 15 omfatter BUCOMs støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECBs årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse. Udgifter, der går ud over det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, der tager højde for råd fra ECBs interne kontrolfunktion, samt af Styrelsesrådet med BUCOMs bistand.

#### 4 RESULTAT

##### ÅRSREGNSKAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 26.2 udfærdiges ECBs årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

##### HENSÆTTELSER TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE-, KREDIT- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECBs aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, påvirkes ECBs lønsomhed kraftigt af valutakurs- og – i mindre omfang – renteksponeringer. Disse eksponeringer skyldes hovedsagelig bankens beholdninger af valutareserveaktiver i amerikanske dollar, japanske yen og guld, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I 2005 besluttede Styrelsesrådet i betragtning af ECBs store eksponering over for disse risici samt størrelsen af ECBs revalueringskonti at oprette en hensættelse til at imødegå valutakurs-, rente- og guldprisrisici. Styrelsesrådet besluttede ligeledes, at hensættelsen sammen med et eventuelt indestående i ECBs almindelige reservefond ikke må overstige værdien af de kapitalandele, som de nationale centralbanker i euroområdet har indbetalt. Efter etableringen af programmet om køb af særligt dækkede obligationer (se note 5 "Værdipapirer denomineret i euro hos residerter i euroområdet" i

Årsregnskabet) besluttede Styrelsesrådet i 2009 at udvide risikohensættelsen, så den også omfatter kreditrisiko.

Pr. 31. december 2008 udgjorde hensættelsen 4.014.961.580 euro. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Národná banka Slovenska med 40.290.173 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2009. Desuden besluttede Styrelsesrådet på baggrund af resultaterne af sin vurdering at overføre 34.806.031 euro fra hensættelsen pr. 31. december 2009 for ikke at overskride det tilladte maksimum. Nettoresultatet af disse ændringer var en stigning i hensættelsen til 4.020.445.722 euro, som også er værdien af ECBs kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2009.

Hensættelsen skal bruges til at dække realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelses- tab, som ikke dækkes af revalueringskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering, idet der tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af den risikokobsporing, der er slået igennem i det indeværende regnskabsår, ventede resultater for det kommende år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode.

##### RESULTAT I 2009

ECBs nettoindtægt inden overførslen fra hensættelser til afdækning af risici var 2.218 mio. euro i 2009 mod 2.661 mio. euro i 2008. Nettooverskuddet på 2.253 mio. euro efter denne overførsel blev fordelt til de nationale centralbanker.

I 2008 resulterede euroens depreciering over for den japanske yen og den amerikanske dollar i urealiserede gevinster på 3,6 mia. euro. Disse gevinster blev overført til revalueringskonti i overensstemmelse med den fælles

regnskabspraksis, som er udarbejdet af Styrelsesrådet for Eurosystemet. I 2009 resulterede euroens appreciering over for den japanske yen og den amerikanske dollar i et fald på 1,5 mia. euro på disse revalueringskonti, mens den store stigning i guldprisen i 2009 har medført en stigning på 2,0 mia. euro i de relaterede urealiserede gevinster.

I 2009 faldt nettorenteindtægten til 1.547 mio. euro fra 2.381 mio. euro i 2008, hovedsagelig som følge af a) nedgangen i renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, som afspejlede, at den gennemsnitlige marginale rente på Eurosystemets primære markedsoperationer var lavere i 2009, og b) lavere netto-renteindtægter fra valutareserveaktiver i 2009, som hovedsagelig skyldtes, at renterne på aktiver denomineret i amerikanske dollar i gennemsnit var lavere dette år. Det deraf følgende fald blev kun delvis opvejet af et fald i forrentningen af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende valutareserver overført til ECB.

Realiserede nettogevinster på finansielle operationer steg fra 662 mio. euro i 2008 til 1.103 mio. euro i 2009, hvilket fortrinsvis skyldes a) højere realiserede nettogevinster på salg af værdipapirer i 2009 og b) højere realiserede gevinster på salg af guld som følge af den store stigning i guldprisen i 2009, kombineret med et større salg af guld dette år. Disse salg foregik i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld, der trådte i kraft 27. september 2004 og er underskrevet af ECB.

ECBs samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 388 mio. euro i 2008 til 401 mio. euro i 2009.

## **ÆNDRING I ECBs KAPITAL**

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29.3 skal fordelingsnøglen for de nationale centralbankers kapitalindskud i ECB justeres hvert femte år. Den 1. januar 2009 skete den anden justering af denne art efter ECBs oprettelse.

Desuden blev den fælles valuta indført i Slovakiet den 1. januar 2009 i henhold til Rådets beslutning 2008/608/EF af 8. juli 2008 og i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2. Derfor indbetalte Národná banka Slovenska, i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.1, den resterende del af dens andel i den tegnede kapital pr. denne dato.

Justeringen af de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud og Slovakiets indtræden i euroområdet resulterede i en stigning i ECBs indbetalte kapital fra 4.137 mio. euro den 31. december 2008 til 4.142 mio. euro den 1. januar 2009. I note 16 "Kapital og reserver" i Årsregnskabet gøres nærmere rede for denne udvikling.

## **5 ANDRE FORHOLD**

### **GENNEMGANG AF ECBs PENSIONSORDNING**

I 2009 foretog ECB en gennemgang af medarbejdernes pensionsordning for at sikre dens langsigtede finansielle holdbarhed. Gennemgangen førte til, at den eksisterende pensionsordning blev fastfrosset pr. 31. maj 2009, og en ny pensionsordning blev indført pr. 1. juni 2009. Se også "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis i Årsregnskabet og kapitel 7, afsnit 2, i Årsberetningen, der også gennemgår ansættelsesvilkårene i ECB.

## BALANCE PR. 31. DECEMBER 2009

AKTIVER	NOTE	2009 €	2008 €
<b>Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>1</b>	<b>12.355.158.122</b>	<b>10.663.514.154</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>2</b>		
Tilgodehavender hos IMF		346.455.675	346.651.334
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		35.109.527.121	41.264.100.632
		<b>35.455.982.796</b>	<b>41.610.751.966</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet</b>	<b>2</b>	<b>3.293.593.476</b>	<b>22.225.882.711</b>
<b>Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>3</b>		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		<b>0</b>	<b>629.326.381</b>
<b>Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>4</b>	<b>5.000</b>	<b>25.006</b>
<b>Værdipapirer denomineret i euro hos residerter i euroområdet</b>	<b>5</b>		
Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde		<b>2.181.842.083</b>	<b>0</b>
<b>Eurosystem-interne tilgodehavender</b>	<b>6</b>		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet		64.513.307.300	61.021.794.350
Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto		6.359.967.425	234.095.515.333
		<b>70.873.274.725</b>	<b>295.117.309.683</b>
<b>Andre aktiver</b>	<b>7</b>		
Materielle anlægsaktiver		221.886.920	202.690.344
Andre finansielle aktiver		11.816.451.684	10.351.859.696
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter		20.951.426	23.493.348
Periodeafgrænsningsposter		775.782.372	1.806.184.794
Øvrige poster		1.003.035.232	1.272.185.672
		<b>13.838.107.634</b>	<b>13.656.413.854</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>137.997.963.836</b>	<b>383.903.223.755</b>

<b>PASSIVER</b>	<b>NOTE</b>	<b>2009</b> €	<b>2008</b> €
<b>Seddelomløb</b>	<b>8</b>	<b>64.513.307.300</b>	<b>61.021.794.350</b>
<b>Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet</b>	<b>9</b>	<b>1.056.000.000</b>	<b>1.020.000.000</b>
<b>Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>10</b>	<b>9.515.160.271</b>	<b>253.930.530.070</b>
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>272.822.807</b>
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>11</b>		
Indlån og andre forpligtelser		<b>18.752.058</b>	<b>1.444.797.283</b>
<b>Eurosystem-interne forpligtelser</b>	<b>12</b>		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver		<b>40.204.457.215</b>	<b>40.149.615.805</b>
<b>Andre forpligtelser</b>	<b>13</b>		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter		196.041.410	1.130.580.103
Periodeafgrænsningsposter		731.468.960	2.284.795.433
Øvrige poster		409.204.389	1.797.414.878
		<b>1.336.714.759</b>	<b>5.212.790.414</b>
<b>Hensættelser</b>	<b>14</b>	<b>4.042.873.982</b>	<b>4.038.858.227</b>
<b>Revalueringskonti</b>	<b>15</b>	<b>10.915.251.958</b>	<b>11.352.601.325</b>
<b>Kapital og reserver</b>	<b>16</b>		
Kapital		<b>4.142.260.189</b>	<b>4.137.159.938</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>2.253.186.104</b>	<b>1.322.253.536</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>137.997.963.836</b>	<b>383.903.223.755</b>



## RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2009 TIL 31. DECEMBER 2009

	NOTE	2009 €	2008 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		700.216.277	1.036.423.272
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet		787.157.441	2.230.477.327
Andre renteindtægter		5.608.442.130	9.956.981.127
<i>Renteindtægter</i>		<i>7.095.815.848</i>	<i>13.223.881.726</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-443.045.045	-1.400.368.012
Andre renteudgifter		-5.105.724.953	-9.442.319.040
<i>Renteudgifter</i>		<i>-5.548.769.998</i>	<i>-10.842.687.052</i>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>24</b>	<b>1.547.045.850</b>	<b>2.381.194.674</b>
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	25	1.102.597.118	662.342.084
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	26	-37.939.649	-2.662.102
Overførsel til/fra hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici		34.806.031	-1.339.019.690
<b>Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser</b>		<b>1.099.463.500</b>	<b>-679.339.708</b>
<b>Gebyrer og provisioner, netto</b>	<b>27</b>	<b>-16.010</b>	<b>-149.007</b>
<b>Indtægter fra aktiver og kapitalindskud</b>	<b>28</b>	<b>934.492</b>	<b>882.152</b>
<b>Andre indtægter</b>	<b>29</b>	<b>6.783.936</b>	<b>7.245.593</b>
<b>Nettoindtægter i alt</b>		<b>2.654.211.768</b>	<b>1.709.833.704</b>
Personaleomkostninger	30	-187.314.707	-174.200.469
Administrationsomkostninger	31	-186.447.503	-183.224.063
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver		-21.042.602	-23.284.586
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	32	-6.220.852	-6.871.050
<b>Årets resultat</b>		<b>2.253.186.104</b>	<b>1.322.253.536</b>

Frankfurt am Main, 23. februar 2010

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet  
Formand

# ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS<sup>1</sup>

## REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

ECBs årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper<sup>2</sup>, som ECBs styrelsesråd anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

## REGNSKABSPRINCIPPER

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og 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 og hele er blevet overført til ECB, og aktivets anskaffelsespris og værdi eller forpligtelses størrelse kan opgøres med sikkerhed.

## REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer (ekskl. dem, der klassificeres som holdt-til-udløb), guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdatoen.

Med undtagelse af værdipapirer bogføres transaktioner i finansielle instrumenter i fremmed valuta på ikke-balanceførte poster på handelsdagen. På afviklingsdagen tilbageføres de ikke-balanceførte poster, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på handelsdagen.

Påløbne renter, over- og underkurs i forbindelse med finansielle instrumenter i fremmed valuta beregnes og bogføres dagligt, og valutapositionen påvirkes også dagligt af denne periodisering.

## GULD SAMT AKTIVER OG PASSIVER I FREMMED VALUTA

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på bogføringsdagen gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages for hver enkelt valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskursen uafhængigt af kursreguleringen.

Guld værdiansættes til den gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2009 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2009.

## VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer (ekskl. dem, der klassificeres som holdt-til-udløb) og lignende aktiver værdiansættes enten til den gældende middeltkurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2009 er anvendt middeltkurs pr. 30. december 2009.

Omsættelige værdipapirer klassificeret som holdt-til-udløb, ikke-omsættelige værdipapirer og ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket kurstab i forhold hertil.

- 1 En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i afgørelse ECB/2006/17, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer.
- 2 Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.

## 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 ultimo året 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. Når et urealiseret tab på et aktiv medtages i resultatopgørelsen, reduceres den gennemsnitlige anskaffelsesværdi i overensstemmelse med valutakursen og markedskursen ultimo året.

Tab ved værdiforringelse medtages i resultatopgørelsen og tilbageføres ikke i de efterfølgende år, medmindre værdiforringelsen reduceres, og reduktionen kan relateres til en iagttagelig hændelse, der indtraf, efter værdiforringelsen blev bogført første gang.

Over- eller underkurs på erhvervede værdipapirer inkl. dem, der klassificeres som holdt-til-udløb, beregnes og 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. Gen-

købsforretninger opføres på balancens passivside som sikrede indlån, hvilket giver anledning til en renteudgift i resultatopgørelsen. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECBs balance.

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning købes værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Omvendte genkøbsforretninger opføres på balancens aktivside som sikrede udlån, men indgår ikke i ECBs værdipapirbeholdning. De renteindtægter, der opstår i forbindelse hermed, indregnes i resultatopgørelsen.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis der er stillet kontant sikkerhed på en konto i ECB. I 2009 modtog ECB ingen kontant sikkerhed i forbindelse med sådanne transaktioner.

## IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på et tidspunkt i fremtiden, indregnes i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab.

Renteinstrumenter værdireguleres post for post. Daglige marginændringer for åbne rentefutures indregnes i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps sker på grundlag af almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder baseret på markedspriser og -kurser samt diskonteringsfaktorerne fra afviklingsdagen til værdiansættelsesdagen.

## BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for Styrelsesrådets godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen

af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

Vigtige begivenheder efter balancedagen, der ikke påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen, oplyses i noterne.

### ESCB-INTERNE MELLEMVÆRENDER/EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMVÆRENDER

ESCB-interne transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig via Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se kapitel 2 i Årsberetningen) – og medfører mellemværender mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target2. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver national centralbank kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab den enkelte nationale centralbanks nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB.

De ESCB-interne mellemværender i euro, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB (undtagen ECBs kapital og positioner, der er resultatet af overførslen af valutareserveaktiver til ECB), betegnes Eurosystem-interne tilgodehavender eller forpligtelser og opføres i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target2<sup>3</sup>, er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

### ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede anvendelsesperiode, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen, og afskrives som følger:

Computere og tilknyttet hardware/ software samt køretøjer	4 år
Udstyr, møbler og inventar	10 år
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro	Straksafskrives

Afskrivningsperioden for aktiverede bygninger og ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende lejede lokaler er blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

### ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

ECB har en ydelsesbaseret pensionsordning for sine medarbejdere. Ordningen finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse.

I 2009 foretog ECB en gennemgang af medarbejdernes pensionsordning for at sikre dens langsigtede finansielle holdbarhed. Gennemgangen førte til, at den eksisterende pensionsordning blev fastfrosset pr. 31. maj 2009, og de rettigheder, som bankens ansatte pr. denne dag havde erhvervet i henhold til ordningen, blev sikret.

En ny pensionsordning for både nuværende og kommende medarbejdere blev indført pr. 1. juni 2009. Under den nye ordning er ECBs og medarbejdernes obligatoriske bidrag sat op fra henholdsvis 16,5 pct. til 18 pct. og fra 4,5 pct. til 6 pct. af grundlønnen. I lighed med den nu fastfrosne pensionsordning kan medarbejderne også

3 Pr. 31. december 2009 deltog følgende nationale centralbanker uden for euroområdet i Target2: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski og Eesti Pank.

under den nye ordning foretage frivillige bidrag i en bidragsdefineret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelser<sup>4</sup>.

### BALANCEN

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 den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af pensionsforpligtelsen opgøres ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Som diskonterings-sats benyttes renten på meget sikre virksomhedsobligationer i euro med samme løbetid som pensionsforpligtelsen.

Aktuarmæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (hvor de faktiske begivenheder adskiller sig fra de tidligere aktuarmæssige forudsætninger) og ændringer i aktuarmæssige forudsætninger.

### RESULTATOPGØRELSEN

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a) løbende pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b) renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonterings-satsen
- 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 den største af enten a) 10 pct. af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsordning eller b) 10 pct. af dagsværdien af ordningens aktiver, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

### PENSION TIL DIREKTIONSMEDLEMMER OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Pensionsordningen for ECBs direktionsmedlemmer 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 nationale centralbanker i euroområdet, som tilsammen udgør Eurosystemet, udsteder eurosedler.<sup>5</sup> Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.<sup>6</sup>

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som ind-

4 De enkelte medlemmers frivillige bidrag kan ved pensionering anvendes til at købe yderligere pension. Denne pension vil indgå i den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse fra dette tidspunkt.

5 ECBs afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler, EFT L 337, 20.12.2001, s. 52, med senere ændringer.

regnes i posten "Seddelomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,<sup>7</sup> indregnes i delposten "Eurosystem-interne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Indtægterne forfalder til betaling til de nationale centralbanker i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes, men fordeles den anden arbejdsdag det følgende år.<sup>8</sup> Indtægten fordeles fuldt ud, medmindre ECBs nettooverskud for året er mindre end ECBs indtægt fra seddelomløbet, og medmindre Styrelsesrådet beslutter at foretage hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici og/eller at nedsætte beløbet som følge af omkostninger i tilknytning til denne indtægt, som ECB måtte have afholdt i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler.

## OMKLASSIFICERINGER

Renteindtægter og -udgifter i udenlandsk valuta som følge af likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar og schweizerfranc blev tidligere ført under "Renteindtægt fra valutareserveaktiver". ECB har besluttet at omklassificere disse poster til "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter"<sup>9</sup>, så det kun er renteindtægter fra forvaltningen af valutareserven, der opføres under "Renteindtægt fra valutareserveaktiver". De tilsvarende beløb for 2008 er blevet justeret som følger:

	Offentliggjort i 2008	Justering som følge af omklassi- ficering	Korrigeret beløb
	€	€	€
Renteindtægt fra valutareserveaktiver	997.075.442	39.347.830	1.036.423.272
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	2.230.477.327	0	2.230.477.327
Andre renteindtægter	8.430.894.437	1.526.086.690	9.956.981.127
<i>Renteindtægter</i>	<i>11.658.447.206</i>	<i>1.565.434.520</i>	<i>13.223.881.726</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver	-1.400.368.012	0	-1.400.368.012
Andre renteudgifter	-7.876.884.520	-1.565.434.520	-9.442.319.040
<i>Renteudgifter</i>	<i>-9.277.252.532</i>	<i>-1.565.434.520</i>	<i>-10.842.687.052</i>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>2.381.194.674</b>	<b>0</b>	<b>2.381.194.674</b>

## ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugere yderligere relevante oplysninger.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECBs eksterne revisor for en fem-årig periode til og med regnskabsåret 2012.

- "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.
- ECBs afgørelse ECB/2001/16 af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002, EFT L 337, 20.12.2001, s. 55, med senere ændringer.
- ECBs afgørelse ECB/2005/11 af 17. november 2005 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater, EUT L 311, 26.11.2005, s. 41.
- Omklassificeringerne overholder ECBs regnskabspraksis, der findes i ECBs afgørelse ECB/2006/17, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer.

## NOTER TIL BALANCEN

### I GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

ECB havde pr. 31. december 2009 en beholdning på 16.122.146 ounces<sup>10</sup> finguld (mod 17.156.546 ounces i 2008). Faldet skyldes a) guldsalg på 1.141.248 ounces finguld i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld, der trådte i kraft 27. september 2004, og som ECB har underskrevet, og b) Národná banka Slovenskas overførsel af 106.848 ounces finguld<sup>11</sup> til ECB i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1 efter Slovakiets indførelse af den fælles valuta. Faldet i guldbeholdningens værdi i euro som følge af disse salg blev mere end opvejet af en stor stigning i prisen på guld i løbet af 2009 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

### 2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

#### TILGODEHAVENDER HOS IMF

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækningsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2009. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF på vegne af ECB bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af kursen på fire vigtige valutaer (euro, japanske yen, britiske pund og amerikanske dollar). SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

### BANKTILGODEHAVENDER OG VÆRDIPAPIRER, EKSTERNE LÅN OG ANDRE EKSTERNE AKTIVER OG TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I EUROOMRÅDET

I disse to poster indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen.

<i>Tilgodehavender hos residenter uden for euroområdet</i>	2009 €	2008 €	Udvikling €
Anfordringskonti	845.908.975	5.808.582.148	-4.962.673.173
Pengemarkedsindskud	636.977.905	573.557.686	63.420.219
Omvendte genkøbsforretninger	0	379.961.453	-379.961.453
Værdipapirer	33.626.640.241	34.501.999.345	-875.359.104
I alt	35.109.527.121	41.264.100.632	-6.154.573.511

<i>Tilgodehavender hos residenter i euroområdet</i>	2009 €	2008 €	Udvikling €
Anfordringskonti	677.846	619.534	58.312
Pengemarkedsindskud	3.292.915.630	22.225.263.177	-18.932.347.547
I alt	3.293.593.476	22.225.882.711	-18.932.289.235

Faldet i anfordringskonti hos residenter uden for euroområdet skyldes hovedsagelig følgende faktorer:

- a) Pr. 31. december 2008 omfattede anfordringskonti et beløb på 3,9 mia. euro som følge af afviklingen af det danske kronelån af swaptransaktioner med Danmarks Nationalbank.<sup>12</sup> Der var ikke længere sådanne udestående swaptransaktioner pr. 31. december 2009.

<sup>10</sup> Dette svarer til 501,5 t.

<sup>11</sup> Overførslen, til en samlet værdi af 66,5 mio. euro, blev foretaget med virkning fra 1. januar 2009.

<sup>12</sup> Danmarks Nationalbank og ECB indgik et gensidigt valutaarrangement (swap line) i 2008. I henhold til dette stiller ECB midler til rådighed for Danmarks Nationalbank i euro mod danske kroner i transaktionernes løbetid. De deraf resulterende midler anvendes til at støtte foranstaltninger, der forbedrer likviditeten på de kortfristede euromarkeder.

b) Mellemværender i schweizerfranc,<sup>13</sup> der er opstået i forbindelse med swapaftalen med Schweizerische Nationalbank, var mindre som følge af betydeligt færre udestående operationer pr. 31. december 2009 (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

Den japanske yens og den amerikanske dollars depreciering over for euroen og faldet i urealiserede gevinster på værdipapirer (se note 15 "Revalueringskonti") har ligeledes bidraget til faldet i disse posters samlede værdi.

Siden 31. december 2008 indgår indskud i forbindelse med operationer udført af Eurosystemets centralbanker med henblik på at forsyne kreditinstitutter i euroområdet med dollarlikviditet i komponenten pengemarkedsindskud hos residerter i euroområdet. Ingen sådanne indskud var udestående pr. 31. december 2009, hvilket medførte et væsentligt fald i denne komponent.

Efter Slovaikiets indførelse af den fælles valuta 1. januar 2009 overførte Národná banka Slovenska desuden valutareserveaktiver i amerikanske dollar til en samlet værdi af 376,6 mio. euro til ECB i overensstemmelse med ESCB-statutens artikel 30.1.

Den 31. december 2009 var ECBs nettobeholdninger<sup>14</sup> af amerikanske dollar og japanske yen følgende:

	(mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	43.123
Japanske yen	1.093.848

### 3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2008 bestod denne post hovedsagelig af et tilgodehavende på 460,0 mio. euro hos Magyar Nemzeti Bank i forbindelse med en aftale med ECB om genkøbsforretninger. Med denne aftale får Magyar Nemzeti Bank adgang til at låne op til 5 mia. euro som støtte til dens indenlandske operationer med henblik på tilvejebringelse af eurolikviditet. Ingen relaterede

tilgodehavender var fortsat udestående pr. 31. december 2009.

### 4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2009 bestod disse tilgodehavender af en anfordringskonto hos en resident i euroområdet.

### 5 VÆRDIPAPIRER DENOMINERET I EURO HOS RESIDENTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2009 bestod denne post af værdipapirer, som ECB havde erhvervet inden for det program om køb af særligt dækkede obligationer, som Styrelsesrådet annoncerede den 4. juni 2009. I henhold til dette program er ECB og de nationale centralbanker begyndt at købe særligt dækkede obligationer denomineret i euro og udstedt i euroområdet til pengepolitiske formål. Købene forventes at være fuldt gennemført ultimo juni 2010.

Styrelsesrådet har besluttet at klassificere de særligt dækkede obligationer som holdt-til-udløb (se "Værdipapirer" under anvendt regnskabspraksis). Der var pr. 31. december 2009 ingen objektive faktorer, der tydede på, at disse aktiver var forringet.

13 Disse mellemværender i schweizerfranc afspejler ECBs risikostyring i forbindelse med EUR/CHF-valutaswapaftaler i form af en initialmargin på 5 pct. for operationer med én uges løbetid.

14 Aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet", "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivside) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der også tages højde for valutaterminsforretninger og valutawaps under ikke-balanceførte poster. Effekten af kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.



## 6 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 eurosedler inden for Eurosystemet (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis).

### ANDRE TILGODEHAVENDER I EUROSISTEMET, NETTO

I 2009 omfatter denne post hovedsagelig Target2-mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Faldet i denne post skyldes hovedsagelig faldet i det udestående beløb vedrørende de back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

I denne post indgår også forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECBs indtægter fra seddelømløbet (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis).

	2009 €	2008 €
Target2-tilgodehavender hos eurorådets nationale centralbanker	317.085.135.903	420.833.781.929
Target2-forpligtelser over for eurorådets nationale centralbanker	-309.938.011.037	-185.532.591.178
Forpligtelser over for eurorådets nationale centralbanker i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelømløbet	-787.157.441	-1.205.675.418
Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto	6.359.967.425	234.095.515.333

## 7 ANDRE AKTIVER

### MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Pr. 31. december 2009 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	2009 €	2008 €	Udvikling €
<b>Anskaffelsessum</b>			
Grunde og bygninger	168.811.800	159.972.149	8.839.651
Computerhardware og -software	182.723.860	174.191.055	8.532.805
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	29.786.515	28.862.720	923.795
Anlægsaktiver under opførelse	105.158.742	83.407.619	21.751.123
Øvrige anlægsaktiver	3.668.526	3.577.485	91.041
<b>Anskaffelsessum i alt</b>	<b>490.149.443</b>	<b>450.011.028</b>	<b>40.138.415</b>
<b>Akkumulerede afskrivninger</b>			
Grunde og bygninger	-70.731.976	-59.885.983	-10.845.993
Computerhardware og -software	-169.735.407	-160.665.542	-9.069.865
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	-27.593.378	-26.618.732	-974.646
Øvrige anlægsaktiver	-201.762	-150.427	-51.335
<b>Akkumulerede afskrivninger i alt</b>	<b>-268.262.523</b>	<b>-247.320.684</b>	<b>-20.941.839</b>
<b>Bogført nettoværdi</b>	<b>221.886.920</b>	<b>202.690.344</b>	<b>19.196.576</b>

Stigningen i delposten "Grunde og bygninger" skyldes hovedsagelig den endelige betaling vedrørende køb af grunden til ECBs nye hovedsæde.

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under opførelse" skyldes hovedsagelig aktiviteter i forbindelse med ECBs nye hovedsæde. Overførsler fra denne post til den relevante anlægsaktivpost sker, når aktiverne tages i brug.

## ANDRE FINANSIELLE AKTIVER

I denne post indregnes investeringen af ECBs egenkapital, der holdes som en direkte modpost til ECBs kapital og reserver (se note 13 "Andre forpligtelser"), samt andre finansielle aktiver, der omfatter 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS) til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2009 €	2008 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	8.748.115	4.936.630	3.811.485
Pengemarkedsindskud i euro	0	150.000.000	-150.000.000
Værdipapirer i euro	11.295.095.956	9.675.505.128	1.619.590.828
Omvendte genkøbsforretninger i euro	470.622.051	479.293.075	-8.671.024
Andre finansielle aktiver	41.985.562	42.124.863	-139.301
I alt	11.816.451.684	10.351.859.696	1.464.591.988

Nettoværdistigningen i denne post skyldes hovedsagelig investeringen i egenporteføljen af modposten til det overførte beløb til ECBs hensættelser til dækning af valuta-, rente- og guldprisisici i 2008 og afkastet af egenporteføljen i 2009.

## REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

Denne post består hovedsagelig af værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2009 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse værdiændringer er resultatet af omregningen af transaktionerne til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der er opstået i forbindelse med omregningen af transaktionerne til den gennemsnitlige kostpris for de respektive valutaer på denne dato (se "Guld samt aktiver og passiver i

fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Revalueringsgevinster på udestående renteswapforretninger indgår også i denne post (se note 20 "Renteswaps").

## PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

I 2009 omfattede denne position påløbne renter af Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet for december 2009, som udgjorde 261,6 mio. euro (mod 648,9 mio. euro i 2008), og påløbne renter af ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af euro-sedler inden for Eurosystemet for 4. kvartal 2009 (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis), som udgjorde 157,8 mio. euro (mod 500,4 mio. euro i 2008).

I denne post indgår også påløbne renter på værdipapirer (se også note 2 "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i og uden for euroområdet", note 5 "Værdipapirer denomineret i euro hos residenter i euroområdet" og note 7 "Andre aktiver") og andre finansielle aktiver.

## ØVRIGE POSTER

Denne post består hovedsagelig af den periodeafgrænsede foreløbige fordeling af ECBs indtægt fra seddelømløbet (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis og note 6 "Eurosystem-interne tilgodehavender").

I posten indgår også positive balancer for udestående valutawap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2009 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse balancer opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutagennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

Et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre

indirekte skatter er ligeledes indeholdt i denne post. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Den Europæiske Unions privilegier og immuniteter, som ifølge ESCB-statuttens artikel 39 også gælder for ECB.

## **8 SEDDELOMLØB**

I denne post indregnes ECBs andel (8 pct.) af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

## **9 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET**

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target2-systemet.

## **10 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET**

Pr. 31. december 2009 omfatter denne post primært en forpligtelse over for Federal Reserve på 4,5 mia. euro (mod 219,7 mia. euro i 2008) i forbindelse med auktionsfaciliteten "Term Auction Facility" i amerikanske dollar. Gennem denne facilitet forsynede Federal Reserve ECB med amerikanske dollar ved hjælp af et midlertidigt gensidigt valutaarrangement (swap line) med det formål at tilbyde Eurosystemets modparter kortfristet likviditet i dollar. Samtidig gennemførte ECB back-to-back-swapforretninger med nationale centralbanker i euroområdet, som anvendte de heraf resulterende midler til at udføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med Eurosystemets modparter i form af tilbageførselsforretninger og swaptransaktioner. Disse back-to-back-swapforretninger mellem ECB og de nationale centralbanker resulterede i Eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker, som

er medtaget under "Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto".

En forpligtelse over for Schweizerische Nationalbank på 1,8 mia. euro (mod 18,4 mia. euro i 2008) er også medregnet i denne post. Schweizerische Nationalbank stillede schweizerfranc til rådighed ved hjælp af et swaparrangement, der havde til formål at tilbyde Eurosystemets modparter kortfristet likviditet i schweizerfranc. Samtidig gennemførte ECB swapforretninger med nationale centralbanker i euroområdet, som anvendte de heraf resulterende midler til at udføre likviditetstilførende operationer i schweizerfranc med Eurosystemets modparter mod eurolikviditet i form af swaptransaktioner. Disse transaktioner mellem ECB og de nationale centralbanker resulterede i Eurosystem-interne mellemværender, som er bogført under "Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto". I 2008 indeholdt posten desuden en forpligtelse over for Schweizerische Nationalbank på 15,4 mia. euro, som opstod i forbindelse med, at Schweizerische Nationalbank placerede eurobeløb i ECB, som banken havde modtaget i forbindelse med operationer med andre modparter. Ingen relateret forpligtelse var fortsat udestående pr. 31. december 2009.

Værdindegangen i ovenstående forpligtelser i 2009 afspejler den faldende efterspørgsel efter likviditet i amerikanske dollar og schweizerfranc blandt Eurosystemets modparter.

Resten af denne post udgøres af mellemværender med de nationale centralbanker uden for euroområdet som følge af transaktioner via Target2-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

## **11 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET**

Disse to poster består hovedsagelig af genkøbsforretninger med resider i og uden for

euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

## 12 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes de forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de nationale centralbanker kom med i Eurosystemet. De forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 24 "Netto-renteindtægter").

På grund af justeringen af de nationale centralbankers vægte i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud (se note 16 "Kapital og reserver") og Národná banka Slovenskas overførsel af valutareserveaktiver efter Slovakiets indførelse af den fælles valuta steg den samlede forpligtelse til 40.204.457.215 euro som følge af Styrelsesrådets beslutning i henhold til ESCB-stattutens artikel 30.

	Fra 1. januar 2009 €	31. december 2008 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	639.835.662	511.833.966
Bank of Greece	1.131.910.591	1.046.595.329
Banco de España	4.783.645.755	4.349.177.351
Banque de France	8.192.338.995	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.198.856.881	7.217.924.641
Central Bank of Cyprus	78.863.331	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	90.730.275
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	36.407.323	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.161.289.918
Banco de Portugal	1.008.344.597	987.203.002
Banka Slovenije	189.410.251	183.995.238

Národná banka Slovenska	399.443.638	-
Soumen Pankki - Finlands Bank	722.328.205	717.086.011
<b>I alt</b>	<b>40.204.457.215</b>	<b>40.149.615.805</b>
1) De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne ikke nødvendigvis overens.		

Národná banka Slovenskas tilgodehavende blev sat til 399.443.638 euro, således at det sikres, at forholdet mellem dette tilgodehavende og det samlede tilgodehavende, som er blevet krediteret de øvrige nationale centralbanker, der har indført euroen, svarer til forholdet mellem Národná banka Slovenskas vægt i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og de andre deltagende nationale centralbankers samlede vægt i denne fordelingsnøgle. Differencen mellem tilgodehavendet og værdien af de overførte aktiver (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld" og note 2 "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i og uden for euroområdet") blev behandlet som en del af Národná banka Slovenskas bidrag, som i henhold til ESCB-stattutens artikel 49.2 skal indbetales til ECBs reserver og hensættelser svarende til ECBs reserver pr. 31. december 2008 (se note 14 "Hensættelser" og note 15 "Revalueringskonti").

## 13 ANDRE FORPLIGTELSE

### REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2009 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne er det resultat, der opnås, når transaktionerne omregnes til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der opstår, når transaktionerne omregnes til euro til den pågældende valutas gennemsnitskurs på det samme tidspunkt (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis samt note 7 "Andre aktiver").

Værditab på renteswaps indgår også i denne post.

#### PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

Denne post består hovedsagelig af skyldige renter til de nationale centralbanker på deres tilgodehavender i forbindelse med overførte valutareserveaktiver (se note 12 "Eurosystem-interne forpligtelser"), der beløber sig til 443,0 mio. euro (mod 1.400,4 mio. euro i 2008). Der indregnes desuden periodiseringer på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target2 på 259,7 mio. euro (mod 570,8 mio. euro i 2008), periodiseringer på finansielle instrumenter samt andre periodeafgrænsningsposter.

Posten indeholder desuden et bidrag til ECB på 15,3 mio. euro fra byen Frankfurt til bevaringen af den fredede Grossmarkthalle-bygning i forbindelse med opførelsen af ECBs nye hovedsæde. Beløbet vil blive modregnet i udgifterne til bygningen, når den tages i brug (se note 7 "Andre aktiver").

#### ØVRIGE POSTER

Denne post består af negative saldi i forbindelse med udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2009 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse saldi opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

I denne post medregnes også udestående genkøbsforretninger på 146,6 mio. euro (mod 337,6 mio. euro i 2008), som er udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 7 "Andre aktiver") og ECBs nettoforpligtelse vedrørende pensionsordningen, se nedenfor.

#### ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Hvad angår ECBs pensionsforpligtelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis):

	2009 i mio. €	2008 i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	443,9	317,0
Dagsværdi af ordningens aktiver	-333,2	-226,7
Ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster/tab	-24,0	7,6
Forpligtelse indregnet i balancen	86,7	97,9

I forpligtelsens nutidsværdi medregnes uafdækkede forpligtelser på 44,9 mio. euro (mod 42,3 mio. euro i 2008) i forbindelse med direktionsmedlemmernes pensionsordning og hensættelser til dækning af medarbejdernes invaliditetsydelser.

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2009 og 2008 vedrørende delposterne "Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift", "Forventet afkast af ordningens aktiver" og "Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året", er således:

	2009 i mio. €	2008 i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	24,7	24,7
Renteudgift	14,2	10,7
Forventet afkast af ordningens aktiver	-9,9	-10,0
Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	-0,3	-1,1
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	28,7	24,3

I henhold til korridormetoden (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis) afskrives ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab, som overstiger den største værdi af enten a) 10 pct. af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse eller b) 10 pct. af dagsværdien af ordningens aktiver, over den resterende forventede gennemsnitlige

ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltag i ordningen.

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2009 i mio. €	2008 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	317,0	285,8
Pensionsomkostninger	24,7	24,7
Renteudgift	14,2	10,7
Deltagernes bidrag	21,5	17,9
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	-26,6	-12,3
Betalte ydelser	-3,9	-3,8
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	97,0	-6,0
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	443,9	317,0

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver er således:

	2009 i mio. €	2008 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	226,7	229,8
Forventet afkast af ordningens aktiver	9,9	10,0
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	65,7	-32,7
Arbejdsgiverens bidrag	39,7	17,5
Deltagernes bidrag	21,3	17,8
Betalte ydelser	-3,5	-3,4
Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltagerens bidrag	-26,6	-12,3
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	333,2	226,7

Aktuarmæssige tab i 2009 på den ydelsesbaserede forpligtelse beløb sig til 97,0 mio. euro. Dette beløb omfatter effekterne af a) faldet i diskonteringsraten fra 5,75 pct. til 5,50 pct., som resulterede i en stigning i værdien af forpligtelserne, b) større vækst end forventet i værdien af de garanterede ydelser og c) den eksplicitte medtagelse af forpligtelsen i forbindelse med ydelser til forsørgelsesberettigede. Før 2009 blev (netto-)forpligtelsen vedrørende ydelser til

forsørgelsesberettigede anset for at være ubetydelig og var derfor ikke medtaget eksplicit. Da forpligtelsen er vokset, blev det imidlertid formelt besluttet at medtage den i beregningen af den ydelsesbaserede forpligtelse. På samme måde bevirkede den eksplicitte medtagelse af de tilsvarende aktiver i den aktuarmæssige værdiansættelse aktuarmæssige gevinster på pensionsordningens aktiver på 42,1 mio. euro af en samlet aktuarmæssig gevinst på 65,7 mio. euro i 2009.

Som resultat af anvendelsen af den årlige kapitalgaranti den 31. december 2008 og på baggrund af tabet af kapital på medlemmernes særlige pensionskonto besluttede Styrelsesrådet på baggrund af aktuarmæssig rådgivning og i overensstemmelse med bestemmelserne i ECBs pensionsordning i 2009 at yde et supplerende bidrag på omkring 19,9 mio. euro ud af ECBs almindelige aktiver. Dette bidrag resulterede i en stigning i ECBs bidrag i 2009 i forhold til det tilsvarende tal for 2008.

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Direktionen har godkendt med henblik på regnskabsaflæggelse og oplysning. De væsentligste forudsætninger til at beregne pensionsforpligtelsen er:

	2009 pct.	2008 pct.
Diskonteringsrate	5,50	5,75
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,50	6,50
Generelle fremtidige lønforhøjelser <sup>1</sup>	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger	2,00	2,00

1) Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på mellem 0 pct. og 2,25 pct. årligt, afhængigt af medlemmernes alder.

## 14 HENSÆTTELSER

I denne post medregnes en hensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici samt diverse hensættelser. Sidstnævnte omfatter en passende hensættelse til dækning af ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre ban-

kens nuværende lokaler tilbage til deres oprindelige stand, når ECB forlader dem for at flytte til sit nye hovedsæde.

I betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldprisen samt størrelsen af bankens revalueringsskonti fandt Styrelsesrådet det passende at oprette en hensættelse pr. 31. december 2005 til at imødegå denne risikoeksponering. Efter etableringen af programmet om køb af særligt dækkede obligationer (se note 5 "Værdipapirer denomineret i euro hos residenter i euroområdet") besluttede Styrelsesrådet i 2009 at udvide risikohensættelsen, så den også omfatter kreditrisiko. Hensættelsen skal, i den udstrækning Styrelsesrådet finder det nødvendigt, bruges til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, der ikke dækkes af revalueringsskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECBs vurdering af ovennævnte risici. I vurderingen tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af virkeliggjort risikoeksponering i indeværende regnskabsår, fremskrevne resultater for næste år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode.<sup>15</sup> Hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECBs kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2008 udgjorde hensættelsen til de ovennævnte risici 4.014.961.580 euro. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Národná banka Slovenska med 40.290.173 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2009. Desuden besluttede Styrelsesrådet på baggrund af a) justeringen af de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud (se note 16 "Kapital og reserver") og b) Národná banka Slovenskas bidrag, og på baggrund af sin vurdering, at overføre 34.806.031 euro fra hensættelsen pr. 31. decem-

ber 2009 for ikke at overskride det tilladte maksimum.

Nettoresultatet af disse ændringer var en stigning i hensættelsen til 4.020.445.722 euro, som også er værdien af ECBs kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2009.

## 15 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringssbalancer som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Národná banka Slovenska med 113,9 mio. euro til disse balancer med virkning fra 1. januar 2009.

	2009 €	2008 €	Udvikling €
Guld	8.418.303.639	6.449.713.267	1.968.590.372
Valuta	2.070.299.334	3.616.514.710	-1.546.215.376
Værdipapirer og andre instrumenter	426.648.985	1.286.373.348	-859.724.363
I alt	10.915.251.958	11.352.601.325	-437.349.367

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2009	2008
Amerikanske dollar pr. euro	1,4406	1,3917
Japanske yen pr. euro	133,16	126,14
Euro pr. SDR	1,0886	1,1048
Schweizerfranc pr. euro	1,4836	1,4850
Danske kroner pr. euro	Ikke anvendt	7,4506
Euro pr. ounce finguld	766,347	621,542

## 16 KAPITAL OG RESERVER

### a) ÆNDRING AF ECBs FORDELINGSNØGLE FOR KAPITALINDSKUD

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29 fastsættes de nationale centralbankers andel i ECBs kapital ud fra en fordelingsnøgle, hvori det på-

<sup>15</sup> Se også kapitel 2 i Årsberetningen.

gældende medlemsland er tildelt en vægt, som beregnes på grundlag af Europa-Kommissionens data om de enkelte landes andel af henholdsvis EUs samlede befolkning og BNP, som vægtes ens. Disse vægte justeres hvert femte år.<sup>16</sup> Den 1. januar 2009 skete den anden justering af denne art efter ECBs oprettelse. På grundlag af Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om de statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank,<sup>17</sup> blev de nationale centralbankers andel i ECBs kapital justeret pr. 1. januar 2009 som følger:

	Fordelingsnøgle for kapitalindskud pr. 1. januar 2009 Pct.	Fordelingsnøgle for kapitalindskud pr. 31. december 2008 Pct.
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	2,4708
Deutsche Bundesbank	18,9373	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1107	0,8885
Bank of Greece	1,9649	1,8168
Banco de España	8,3040	7,5498
Banque de France	14,2212	14,3875
Banca d'Italia	12,4966	12,5297
Central Bank of Cyprus	0,1369	0,1249
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	0,1575
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	0,0622
De Nederlandsche Bank	3,9882	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	2,0159
Banco de Portugal	1,7504	1,7137
Banka Slovenije	0,3288	0,3194
Národná banka Slovenska	0,6934	-
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2539	1,2448
<b>Nationale centralbanker i euroområdet i alt</b>	<b>69,7915</b>	<b>69,6963</b>
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8686	0,8833
Česká národní banka	1,4472	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,4835	1,5138
Eesti Pank	0,1790	0,1703
Latvijas Banka	0,2837	0,2813
Lietuvos bankas	0,4256	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	1,3141
Narodowy Bank Polski	4,8954	4,8748
Banca Națională a României	2,4645	2,5188
Národná banka Slovenska	-	0,6765
Sveriges Riksbank	2,2582	2,3313

	Fordelingsnøgle for kapitalindskud pr. 1. januar 2009 Pct.	Fordelingsnøgle for kapitalindskud pr. 31. december 2008 Pct.
Bank of England	14,5172	13,9337
<b>Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt</b>	<b>30,2085</b>	<b>30,3037</b>
<b>I alt</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## b) ECBs KAPITAL

I henhold til Rådets beslutning 2008/608/EF af 8. juli 2008 og i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, blev den fælles valuta indført i Slovakiet den 1. januar 2009. I henhold til ESCB-statuttens artikel 49.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 31. december 2008<sup>18</sup>, indbetalte Národná banka Slovenska 37.216.407 euro til ECB pr. 1. januar 2009, hvilket svarede til den resterende del af dens andel i den tegnede kapital.

Justeringen af de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud og Slovaquiets indtræden i euroområdet resulterede i en stigning på 5.100.251 euro i ECBs indbetalte kapital, jf. nedenstående tabel.<sup>19</sup>

16 Vægtene justeres også, hver gang et nyt land bliver medlem af EU.

17 EUT L 181, 19.7.2003, s. 43.

18 Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 31. december 2008 om Národná banka Slovenskas indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser (ECB/2008/33), EUT L 21, 24.1.2009, s. 83. Aftale af 31. december 2008 mellem Národná banka Slovenska og Den Europæiske Centralbank vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Národná banka Slovenska i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 18, 24.1.2009, s. 3.

19 De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer subtotaler i tabellerne i dette afsnit ikke nødvendigvis.



	Tegnet kapital pr. 1. januar 2009 €	Indbetalt kapital pr. 1. januar 2009 €	Tegnet kapital pr. 31. december 2008 €	Indbetalt kapital pr. 31. december 2008 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	139.730.385	139.730.385	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.090.912.027	1.090.912.027	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	63.983.566	63.983.566	51.183.397	51.183.397
Bank of Greece	113.191.059	113.191.059	104.659.533	104.659.533
Banco de España	478.364.576	478.364.576	434.917.735	434.917.735
Banque de France	819.233.899	819.233.899	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	719.885.688	719.885.688	721.792.464	721.792.464
Central Bank of Cyprus	7.886.333	7.886.333	7.195.055	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	10.063.860	10.063.860	9.073.028	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	3.640.732	3.640.732	3.583.126	3.583.126
De Nederlandsche Bank	229.746.339	229.746.339	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	111.854.588	111.854.588	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	100.834.460	100.834.460	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	18.941.025	18.941.025	18.399.524	18.399.524
Národná banka Slovenska	39.944.364	39.944.364	-	-
Suomen Pankki – Finlands Bank	72.232.820	72.232.820	71.708.601	71.708.601
<b>Nationale centralbanker i euroområdet i alt</b>	<b>4.020.445.722</b>	<b>4.020.445.722</b>	<b>4.014.961.580</b>	<b>4.014.961.580</b>
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	50.037.027	3.502.592	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	83.368.162	5.835.771	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	85.459.278	5.982.149	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	10.311.568	721.810	9.810.391	686.727
Latvijas Banka	16.342.971	1.144.008	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.517.337	1.716.214	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	79.819.600	5.587.372	75.700.733	5.299.051
Narodowy Bank Polski	282.006.978	19.740.488	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	141.971.278	9.937.989	145.099.313	10.156.952
Národná banka Slovenska	-	-	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	130.087.053	9.106.094	134.298.089	9.400.866
Bank of England	836.285.431	58.539.980	802.672.024	56.187.042
<b>Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt</b>	<b>1.740.206.681</b>	<b>121.814.468</b>	<b>1.745.690.822</b>	<b>122.198.358</b>
<b>I alt</b>	<b>5.760.652.403</b>	<b>4.142.260.189</b>	<b>5.760.652.403</b>	<b>4.137.159.938</b>

De nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale 7 pct. af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter. Det indbetalte beløb udgjorde i alt 121.814.468 euro ultimo 2009. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECBs overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECBs eventuelle tab.

## 17 BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

### LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I AMERIKANSKE DOLLAR OG SCHWEIZERFRANC

Styrelsesrådet besluttede, at det efter den 31. januar 2010 ville ophøre med at udføre a) likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar på baggrund af de forbedringer, der i det seneste år var sket på det finansielle marked, og b) likviditetstilførende operationer i schweizer-

franc på baggrund af den faldende efterspørgsel og de forbedrede forhold på finansieringsmarkederne. Som følge heraf var der ingen relaterede udestående saldi kort efter denne dato (se note 2 "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet", note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet" og note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse beslutninger vedrørende operationer i amerikanske dollar og schweizerfranc blev truffet efter aftale med andre centralbanker, herunder Federal Reserve og Schweizerische Nationalbank.

## IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

### 18 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 2009 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 2,1 mia. euro (mod 1,2 mia. euro i 2008) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

### 19 RENTE FUTURES

Rentefutures anvendes som led i forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. Pr. 31. december 2009 var følgende transaktioner udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	2009		2008		Udvikling €
	Kontraktværdi €	Kontraktværdi €	Kontraktværdi €	Kontraktværdi €	
Erhvervet	541.523.368	2.041.082.857	2.041.082.857	-1.499.559.489	
Afhændet	2.706.847.703	1.209.470.518	1.209.470.518	1.497.377.185	

Rentefutures i euro	2009		2008		Udvikling €
	Kontraktværdi €	Kontraktværdi €	Kontraktværdi €	Kontraktværdi €	
Erhvervet	25.000.000	50.000.000	50.000.000	25.000.000	
Afhændet	379.000.000	33.000.000	33.000.000	346.000.000	

### 20 RENTESWAPS

Pr. 31. december 2009 var renteswapforretninger med en kontraktværdi på 724,4 mio. euro udestående (mod 459,3 mio. i 2008). Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

### 21 VALUTASWAP- OG TERMINSFORRETNINGER

#### FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Pr. 31. december 2009 var følgende tilgodehavender i form af valutaswaps og terminsforretninger fortsat udestående i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserver.

Valutaswap- og terminsforretninger	2009 €	2008 €	Udvikling €
Tilgodehavender	1.017.926.290	358.050.555	659.875.735
Forpligtelser	1.008.562.032	404.319.418	604.242.614

#### LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER

Den 31. december 2009 var der udestående tilgodehavender hos nationale centralbanker i form af terminsforretninger og forpligtelser over for Federal Reserve, som opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

Tilgodehavender hos nationale centralbanker i form af terminsforretninger og forpligtelser over for Schweizerische Nationalbank, som opstod i forbindelse med formidlingen af likviditet i schweizerfranc til Eurosystemets modparter (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet"), var også udestående 31. december 2009.

### 22 FORVALTNING AF LÅNOPTAGELSE- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

I overensstemmelse med traktatens artikel 123, stk. 2, som gældende indtil 1. december 2009, og ESCB-statuttens artikel 21.2 samt artikel

9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002, senest ændret ved Rådets forordning (EF) nr. 431/2009 af 18. maj 2009, er ECB fortsat ansvarlig for forvaltningen af EUs lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I henhold til denne ordning var lån på i alt 9,2 mia. euro fra EU til Letland, Ungarn og Rumænien udestående pr. 31. december 2009.

### 23 VERSERENDE RETSSAGER

Document Security Systems Inc. (DSSI) anlagde et erstatningssøgsmål mod ECB ved De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans med påstand om, at ECB havde krænket et DSSI-patent<sup>20</sup> i forbindelse med fremstillingen af eurosedler. Retten afviste DSSIs erstatningssøgsmål mod ECB.<sup>21</sup> ECB har indledt søgsmål med henblik på at få erklæret patentet ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner. Da det endvidere er ECBs faste overbevisning, at patentet på ingen måde er blevet krænket, vil ECB forsvare sig mod ethvert søgsmål med denne påstand, som DSSI måtte indlede ved en kompetent national domstol.

På grund af De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans' afvisning af erstatningssøgsmålet mod ECB samt den kendsgerning, at ECB indtil videre har haft held til at få erklæret nationale dele af DSSIs patent ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner, er ECB fortsat overbevist om, at sandsynligheden for betalinger til DSSI er meget lille. ECB overvåger aktivt enhver udvikling i den fortsatte retstv.

20 DSSIs europæiske patent nr. 0455 750 B1.

21 Retten i Første Instans' kendelse af 5. september 2007, sag T-295/05. Findes på webstedet [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

### 24 NETTORENTEINDTÆGTER

#### RENTEINDTÆGT FRA VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – fra ECBs valutareserveaktiver, netto.

	2009 €	2008 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	1.333.874	10.303.881	-8.970.007
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	17.682.787	109.653.055	-91.970.268
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	1.524.055	42.404.485	-40.880.430
Renteindtægter på værdipapirer	663.881.906	885.725.044	-221.843.138
Renteindtægter på renteswaps, netto	7.374.057	2.299.631	5.074.426
Renteindtægter på terminsforretninger i fremmed valuta og valutaswaptransaktioner, netto	9.519.685	15.575.487	-6.055.802
<b>Renteindtægt fra valutareserveaktiver i alt</b>	<b>701.316.364</b>	<b>1.065.961.583</b>	<b>-364.645.219</b>
Renteudgifter på anfordringskonti	-219.800	-45.896	-173.904
Renteudgifter på genkøbsforretninger, netto	-880.287	-29.492.415	28.612.128
<b>Renteindtægt fra valutareserveaktiver, netto</b>	<b>700.216.277</b>	<b>1.036.423.272</b>	<b>-336.206.995</b>

Renteindtægter og -udgifter som følge af likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar og schweizerfranc, som tidligere var indregnet i denne post, er nu omklassificeret under "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter" (se "Omklassificeringer" under anvendt regnskabspraksis).

#### RENTEINDTÆGT FRA FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSISTEMET

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler. ECBs tilgodehavende svarende til andelen af seddelomløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente i

forbindelse med Eurosystemets primære markedsoperationer. Indtægtsnedgangen i 2009 skyldes primært, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2008.

Indtægterne fordeles til de nationale centralbanker som beskrevet under "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis. På baggrund af ECBs estimerede resultat for 2009 besluttede Styrelsesrådet at fordele hele denne indtægt til de nationale centralbanker i euroområdet i henhold til deres respektive andel i ECBs kapital.

#### FORRENTNING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS TILGODEHAVENDER VEDRØRENDE OVERFØRTE VALUTARESERVER

I denne post indregnes renter udbetalt til de nationale centralbanker i euroområdet på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten.

#### ANDRE RENTEINDTÆGTER OG ANDRE RENTEUDGIFTER

Disse poster omfatter renteindtægter på 4,0 mia. euro (mod 8,0 mia. euro i 2008) og renteudgifter på 3,7 mia. euro (mod 7,6 mia. euro i 2008) fra mellemværender i Target2 (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro samt renteindtægter og udgifter som følge af likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar og schweizerfranc er også opført her (se "Omklassificeringer" under anvendt regnskabspraksis).

### 25 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2009 fordelte de realiserede nettogevinster/-tab på finansielle operationer sig som følger:

	2009 €	2008 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster/ (-tab) på værdipapirer, rentefutures og renteswaps, netto	563.594.643	349.179.481	214.415.162
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	539.002.475	313.162.603	225.839.872
Realiserede gevinster på finansielle operationer	1.102.597.118	662.342.084	440.255.034

Den samlede stigning i realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, skyldtes hovedsagelig en stor stigning i guldprisen i 2009, kombineret med et større salg af guld dette år (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld").

## 26 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2009 €	2008 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-34.163.743	-2.164.000	-31.999.743
Urealiserede børskurstab på renteswaps	-3.774.314	-476.831	-3.297.483
Urealiserede valutakurstab	-1.592	-21.271	-19.679
Nedskrivninger i alt	-37.939.649	-2.662.102	-35.277.547

I 2009 skyldtes disse udgifter hovedsagelig nedskrivningen af anskaffelsessummen på en række værdipapirer, der er angivet i balancen til deres markedsværdi pr. 30. december 2009.

## 27 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2009 €	2008 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	679.416	588.052	91.364
Udgift til gebyrer og provisioner	-695.426	-737.059	41.633
Gebyrer og provisioner, netto	-16.010	-149.007	132.997

I 2009 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, strafgebyrer, som pålægges kre-

ditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og udgifter forbundet med gennemførelsen af rentefutures (se note 19 "Rentefutures").

## 28 INDTÆGTER FRA AKTIVER OG KAPITALINDSKUD

Afkast af ECBs kapitalandele i BIS (se note 7 "Andre aktiver") indregnes i denne post.

## 29 ANDRE INDTÆGTER

I 2009 udgør den vigtigste del af diverse indtægter under denne post indtægter fra andre centralbankers bidrag til udgifterne til en tjenesteydelseskontrakt, som ECB har indgået centralt med en ekstern it-netværksleverandør.

## 30 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 158,6 mio. euro (mod 149,9 mio. euro i 2008). Desuden indgår i denne post et beløb på 28,7 mio. euro (mod 24,3 mio. euro i 2008) vedrørende ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden (se note 13 "Andre forpligtelser"). Personaleomkostninger på 1,2 mio. euro (mod 1,1 mio. euro i 2008) i forbindelse med opførelsen af ECBs nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post.

Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i Den Europæiske Unions institutioner.

Medlemmerne af Direktionen får udbetalt en grundløn, hvortil kommer bolig- og repræsentationstillæg. Formanden får stillet en embedsbolig, der ejes af ECB, til rådighed i stedet for boligtillægget. I henhold til ansættelsesvilkårene for ansatte i Den Europæiske Centralbank har medlemmerne af Direktionen ret til husstands-

børne- og uddannelsestillæg, der afhænger af det enkelte medlems forhold. Af grundlønnen svares skat til Den Europæiske Union, og indbetalinger til pensions-, syge- og ulykkesforsikring fratrækkes. Tillæg er skattefri og ikke-pensionsbærende.

Følgende er udbetalt i årlig grundløn til medlemmerne af Direktionen i 2009 og 2008:

	2009 €	2008 €
Jean-Claude Trichet (formand)	360.612	351.816
Lucas D. Papademos (næstformand)	309.096	301.548
Gertrude Tumpel-Gugerell (direktionsmedlem)	257.568	251.280
José Manuel González-Páramo (direktionsmedlem)	257.568	251.280
Lorenzo Bini Smaghi (direktionsmedlem)	257.568	251.280
Jürgen Stark (direktionsmedlem)	257.568	251.280
I alt	1.699.980	1.658.484

Medlemmerne af Direktionen fik i alt udbetalt 614.879 euro (mod 600.523 euro i 2008) i tillæg samt ydelser fra ECBs bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger, hvilket resulterede i et samlet beløb til lønninger på i alt 2.314.859 euro (mod 2.259.007 i 2008).

Fratrædelsesgodtgørelser udbetales til afgangende direktionsmedlemmer i en periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2009 blev der ikke udbetalt sådanne godtgørelser, da ingen afgangende direktionsmedlemmer modtog disse ydelser (mod 30.748 euro i 2008, som omfattede ECBs bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger). Pensionsydelser, herunder relaterede tillæg, til afgangende medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 348.410 euro (mod 306.798 euro i 2008).

Ved udgangen af 2009 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 1.563<sup>22</sup>, heraf 150 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2009:

	2009	2008
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.536	1.478
Ansættelser/ændring af kontraktstatus	320	307
Fratrædelser/kontraktudløb	283	238
Nettonedgang som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	10	11
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.563	1.536
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.530	1.499

### 31 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger, såsom leje og vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

### 32 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører hovedsagelig udgifter til transport af eurosedler mellem de nationale centralbanker. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

<sup>22</sup> Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECBs Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olaf-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olaf-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
[www.pwc.de](http://www.pwc.de)

Telefon +49 69 9585-0  
Fax +49 69 9585-1000

24 February 2010

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2009, 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 Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. 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 judgement, 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 2009, 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 Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 24 February 2010

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

  
Jens Rönneberg  
Wirtschaftsprüfer

  
ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer



**Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen. Kun den engelske udgave med PWCs underskrift er autentisk.**

Formanden og Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank  
Frankfurt am Main

24. februar 2010

**De uafhængige revisorers påtegning**

Vi har revideret vedlagte årsregnskab fra Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2009, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2009 – 31. december 2009 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter.

*Den Europæiske Centralbanks direktion er ansvarlig for årsregnskabet*

Direktionen har ansvaret for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Dette skal ske i overensstemmelse med de principper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECBs afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2006/17), med senere ændringer. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl, samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

*Revisorernes ansvar*

Vort ansvar er på grundlag af vor revision at komme med en konklusion om årsregnskabet. Vi har tilrettelagt og udført vor revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå en høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for Den Europæiske Centralbanks udarbejdelse og aflæggelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at afgive konklusion om effektiviteten af Den Europæiske Centralbanks interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vor opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vor konklusion.

*Konklusion*

Det er vor opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2009 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2009 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECBs afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2006/17), med senere ændringer.

Frankfurt am Main, 24. februar 2010

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönnerberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

# NOTE OM FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

Denne note er ikke en del af ECBs årsregnskab for 2009

## INDTÆGT FRA ECBs ANDEL AF DET SAMLEDE SEDDELOMLØB

Styrelsesrådet besluttede, for så vidt angår 2008, at et beløb på 1.206 mio. euro, som omfattede en del af indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb, skulle fordeles til de nationale centralbanker 5. januar 2009. For 2009 blev den fulde indtægt fra ECBs andel af det samlede seddelomløb på 787 mio. euro fordelt til de nationale centralbanker 5. januar 2010. Begge beløb blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

ker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele.

De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettiget til en andel af ECBs overskud, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECBs eventuelle tab.

	2009 €	2008 €
Årets resultat	2.253.186.104	1.322.253.536
Indtægter fra ECBs seddeludstedelse fordelt til de nationale centralbanker	-787.157.441	-1.205.675.418
Årets resultat efter fordeling af indtægter fra ECBs seddeludstedelse	1.466.028.663	116.578.118
Fordeling af overskud til de nationale centralbanker	-1.466.028.663	-116.578.118
I alt	0	0

## FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 33 overføres ECBs nettooverskud på følgende måde:

- Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond inden for en grænse på 100 pct. af kapitalen.
- Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres indbetalte andele.

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECBs almindelige reservefond og om nødvendigt, efter en beslutning truffet af Styrelsesrådet, af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem de nationale centralbanker i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 32.5.<sup>1</sup>

Som i 2008 besluttede Styrelsesrådet den 4. marts 2010, at der ikke skulle foretages nogen overførsel til den almindelige reservefond, og at det resterende overskud for 2009 på 1.466 mio. euro skulle fordeles til de nationale centralban-

<sup>1</sup> I henhold til ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem dem indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

## 6 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2009

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2009 <sup>1</sup>	31.12.2008
<b>1 Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>266.919</b>	<b>217.722</b>
<b>2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>195.479</b>	<b>160.372</b>
2.1 Tilgodehavender hos IMF	62.799	13.192
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	132.680	147.180
<b>3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet</b>	<b>32.151</b>	<b>234.293</b>
<b>4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>15.193</b>	<b>18.651</b>
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	15.193	18.651
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>749.890</b>	<b>860.312</b>
5.1 Primære markedsoperationer	79.277	239.527
5.2 Langfristede markedsoperationer	669.297	616.662
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	1.289	4.057
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	27	66
<b>6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>26.282</b>	<b>56.988</b>
<b>7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet</b>	<b>328.652</b>	<b>271.196</b>
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	28.782	0
7.2 Andre værdipapirer	299.870	271.196
<b>8 Den offentlige gæld i euro</b>	<b>36.171</b>	<b>37.438</b>
<b>9 Andre aktiver</b>	<b>252.288</b>	<b>218.134</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.903.024</b>	<b>2.075.107</b>

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

<sup>1</sup> De konsoliderede tal pr. 31.12.2009 omfatter også Národná banka Slovenska, der har været medlem af Eurosystemet siden 1. januar 2009.

## PASSIVER

31.12.2009

31.12.2008

<b>1 Seddelomløb</b>	<b>806.522</b>	<b>762.921</b>
<b>2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>395.614</b>	<b>492.310</b>
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	233.490	291.710
2.2 Indlånsfacilitet	162.117	200.487
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	6	113
<b>3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>340</b>	<b>328</b>
<b>4 Udstedte gældsbeviser</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet</b>	<b>129.730</b>	<b>91.077</b>
5.1 Offentlig forvaltning og service	120.495	83.282
5.2 Andre forpligtelser	9.235	7.794
<b>6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>46.769</b>	<b>293.592</b>
<b>7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet</b>	<b>4.032</b>	<b>5.723</b>
<b>8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet</b>	<b>9.616</b>	<b>10.258</b>
8.1 Indlån og andre forpligtelser	9.616	10.258
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF</b>	<b>51.249</b>	<b>5.465</b>
<b>10 Andre forpligtelser</b>	<b>164.082</b>	<b>166.500</b>
<b>11 Revalueringskonti</b>	<b>220.101</b>	<b>175.735</b>
<b>12 Kapital og reserver</b>	<b>74.969</b>	<b>71.200</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.903.024</b>	<b>2.075.107</b>



# BILAG

## RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2009 og offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende (EUT). Der kan indhentes kopier af EUT hos Kontoret for Den Europæiske Unions 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/2009/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. januar 2009 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 36, 5.2.2009, s. 59
ECB/2009/2	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 27. januar 2009 om ændring af afgørelse ECB/2007/5 om fastsættelse af regler om offentligt udbud	EUT L 51, 24.2.2009, s. 10
ECB/2009/3	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 16. februar 2009 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Deutsche Bundesbank	EUT C 43, 21.2.2009, s. 1
ECB/2009/4	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 6. marts 2009 om undtagelser i henhold til forordning ECB/2007/8 om statistik vedrørende investeringsfor- eningers aktiver og passiver	EUT L 72, 18.3.2009, s. 21
ECB/2009/5	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. marts 2009 om ændring af afgørelse ECB/2004/2 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank	EUT L 100, 18.4.2009, s. 10
ECB/2009/6	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. marts 2009 om oprettelse af et programråd for Target2-Securities	EUT L 102, 22.4.2009, s. 12
ECB/2009/7	Den Europæiske Centralbanks forordning af 31. marts 2009 om ændring af forordning ECB/2001/18 vedrørende statistik over de monetære finansielle institutioners rentesatser på indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	EUT L 94, 8.4.2009, s. 75
ECB/2009/8	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 3. april 2009 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for De Nederlandsche Bank	EUT C 93, 22.4.2009, s. 1
ECB/2009/9	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 7. maj 2009 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 om Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 123, 19.5.2009, s. 94

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2009/10	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 7. maj 2009 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 123, 19.5.2009, s. 99
ECB/2009/11	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 28. maj 2009 om ændring af retningslinje ECB/2006/4 om Eurosystemets levering af tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutaeserver i euro til centralbanker og lande uden for euroområdet og internationale organisationer	EUT L 139, 5.6.2009, s. 34
ECB/2009/12	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 5. juni 2009 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banka Slovenije	EUT C 132, 11.6.2009, s. 1
ECB/2009/13	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 9. juni 2009 om ændring af afgørelse ECB/2007/7 om de nærmere vilkår for Target2-ECB	EUT L 151, 16.6.2009, s. 39
ECB/2009/14	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 25. juni 2009 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Národná banka Slovenska	EUT C 149, 1.7.2009, s. 1
ECB/2009/15	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 25. juni 2009 om ændring af beslutning ECB/2008/20 for så vidt angår omfanget af euromønter, som Østrig må udstede i 2009	EUT L 172, 2.7.2009, s. 35
ECB/2009/16	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 2. juli 2009 om indførelse af programmet om køb af særligt dækkede obligationer	EUT L 175, 4.7.2009, s. 18
ECB/2009/17	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. juni 2009 om ændring af afgørelse ECB/2003/14 om forvaltningen af Det Europæiske Fællesskabs lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under mekanismen for mellemfristet finansiel støtte	EUT L 190, 22.7.2009, s. 11
ECB/2009/18	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 17. juli 2009 om ændring af retningslinje ECB/2006/16 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 202, 4.8.2009, s. 65
ECB/2009/19	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 17. juli 2009 om ændring af afgørelse ECB/2006/17 om ECBs årsregnskab	EUT L 202, 4.8.2009, s. 54
ECB/2009/20	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 31. juli 2009 om statistik over de offentlige finanser (omarbejdning)	EUT L 228, 1.9.2009, s. 25



Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2009/21	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 17. september 2009 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 om Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 260, 3.10.2009, s. 31
ECB/2009/22	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 6. oktober 2009 om ændring af afgørelse ECB/2007/7 om de nærmere vilkår for Target2-ECB	EUT L 274, 20.10.2009, s. 38
ECB/2009/23	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 4. december 2009 om ændring af retningslinje ECB/2007/9 om monetær statistik og statistik over finansielle institutioner og markeder	EUT L 16, 21.1.2010, s. 6
ECB/2009/24	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 10. december 2009 om ændring af retningslinje ECB/2008/18 om midlertidige ændringer af reglerne om belånbar sikkerhed	EUT L 330, 16.12.2009, s. 95
ECB/2009/25	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 10. december 2009 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2010	EUT L 7, 12.1.2010, s. 21
ECB/2009/26	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 14. december 2009 til Rådet for Den Europæiske Union om de eksterne revisorer i Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	EUT C 308, 18.12.2009, s. 1
ECB/2009/27	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 14. december 2009 om ændring af afgørelse ECB/2001/16 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002	EUT L 339, 22.12.2009, s. 55
ECB/2009/28	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 14. december 2009 om ændring af retningslinje ECB/2006/16 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 348, 29.12.2009, s. 75
ECB/2009/29	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 14. december 2009 om ændring af afgørelse ECB/2006/17 om ECBs årsregnskab	EUT L 348, 29.12.2009, s. 57

# UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de udtalelser, som blev vedtaget af ECB i 2009 og i begyndelsen af 2010 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (nu artikel 127, stk. 4, i traktaten)<sup>1</sup> og artikel 4 i ESCB-statutten. På ECBs websted findes

en oversigt over alle de udtalelser, som er vedtaget siden ECBs etablering.

<sup>1</sup> Artikel 105, stk. 4, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab er det juridiske grundlag for udtalelser vedtaget inden 30. november 2009, og artikel 127, stk. 4, i traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde for udtalelser vedtaget fra og med 1. december 2009.

## a) ECBs udtalelser på anmodning af en EU-institution<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Forslagsstiller	Emne	EUT-henvisning
CON/2009/1	Rådet	Grænseoverskridende betalinger i Fællesskabet	EUT C 21, 28.1.2009, s. 1
CON/2009/14	Europa-Kommissionen	Normer til behandling af sæsonprodukter i de harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)	EUT C 58, 12.3.2009, s. 1
CON/2009/17	Rådet	Ændring af bankdirektivet og kapitalkravsdirektivet for så vidt angår banker tilsluttet centrale organer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring	EUT C 93, 22.4.2009, s. 3
CON/2009/37	Rådet	Ændringer vedrørende mekanismen for mellemfristet betalingsbalancestøtte til medlemsstaterne	EUT C 106, 8.5.2009, s. 1
CON/2009/38	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om kreditvurderingsbureauer	EUT C 115, 20.5.2009, s. 1
CON/2009/76	Rådet	Forslag til Rådets forordning om indførelse af euroen (kodificeret udgave)	EUT C 246, 14.10.2009, s. 1
CON/2009/81	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2004/39/EF og 2009/.../EF	EUT C 272, 13.11.2009, s. 1

<sup>1</sup> Også offentliggjort på ECBs websted.

<sup>2</sup> Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer <sup>2</sup>	Forslagsstiller	Emne	EUT-henvisning
CON/2009/88	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om makrotilsyn på fællesskabsplan med det finansielle system og om oprettelse af et Europæisk Råd for systemiske risici og et forslag til Rådets beslutning, der tildeler ECB nærmere opgaver vedrørende funktionen af Det Europæiske Råd for systemiske risici	EUT C 270, 11.11.2009, s. 1
CON/2009/91	Rådet	Henstillinger med henblik på Rådets beslutninger om Det Europæiske Fællesskabs holdning til genforhandlingen af den monetære aftale med Vatikanstaten og om Det Europæiske Fællesskabs holdning til genforhandlingen af den monetære aftale med Republikken San Marino	EUT C 284, 25.11.2009, s. 1,
CON/2009/94	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker	EUT C 291, 1.12.2009, s. 1
CON/2009/95	Rådet	Forslag til Rådets forordning om autentificering af euromønter og håndtering af euromønter, der er uegnede til at være i omløb	EUT C 284, 25.11.2009, s. 6
CON/2010/5	Rådet	Tre forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordninger om oprettelse af en europæisk banktilsynsmyndighed, en europæisk tilsynsmyndighed for forsikrings- og arbejdsmarkedsordninger og en europæisk værdipapirtilsynsmyndighed	EUT C 13, 20.1.2010, s. 1
CON/2010/6	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændringer af direktiverne 2003/71/EF og 2004/109/EF	EUT C 19, 26.1.2010, s. 1

## b) ECBs udtalelser på anmodning af et medlemsland<sup>3</sup>

Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2009/2	Letland	Statsgarantier for bankudlån
CON/2009/3	Slovenien	Vilkår for statslige kapitalinvesteringer og omlægning af gæld til egenkapital i henhold til finansloven
CON/2009/4	Belgien	Ændringer af reglerne om fordeling af indtægter for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique samt overførsel af dens overskud til staten
CON/2009/5	Østrig	Oesterreichische Nationalbanks betaling af den foreslåede forøgelse af Østrigs IMF-kvoté
CON/2009/6	Danmark	Udvidelse af den finansielle stabilitetsordning med fuld dækning af indskyderes og simple kreditorers krav og om en ordning om kapitalindskud i kreditinstitutter
CON/2009/7	Luxembourg	Banque centrale du Luxembourgs rolle vedrørende opstilling af visse statistikker
CON/2009/8	Sverige	Ophør af den mindste møntenhed som lovligt betalingsmiddel og ændringer af afrundingsreglerne
CON/2009/9	Ungarn	Betingelser og driftsregler for værdipapircentralen, clearingcentralen og den centrale modpart
CON/2009/10	Letland	Indskydergarantiordningen og tilsynets opgave i forbindelse med insolvensbehandling
CON/2009/11	Letland	Statens betaling i forbindelse med overtagelse af banker
CON/2009/12	Cypern	Vilkår for ydelse af statslige lån og garantier i nødsituationer
CON/2009/13	Bulgarien	Supplerende udvælgelseskriterier for medlemmerne af styrelsesrådet for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og om yderligere regler om afgivelse af oplysninger herom
CON/2009/15	Irland	Finansielle støtteforanstaltninger og vederlaget til offentligt ansatte
CON/2009/16	Irland	Lov med ret for finansministeren til at bestemme National Pensions Reserve Funds investering i finansielle institutioner som led i rekapitaliseringen af bankerne
CON/2009/18	Estland	Foranstaltninger til stabilisering af det finansielle system
CON/2009/19	Polen	Rekapitalisering og statslig overtagelse af visse finansielle institutioner

3 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 høringsmyndigheden.

4 Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2009/20	Cypern	Udvidelse af indskydergarantiordningerne
CON/2009/21	Cypern	Fondsbørsen og den centrale værdipapirforvaltning og -registrering
CON/2009/22	Polen	Ændringer af det retlige grundlag for den statslige bank, Bank Gospodarstwa Krajowego, til styrkelse af dens rolle i regeringsprogrammer
CON/2009/23	Italien	Administration af finansministeriets kontokurant i Banca d'Italia
CON/2009/24	Tyskland	Foranstaltninger til yderligere stabilisering af finansmarkedet
CON/2009/25	Belgien	Ændring af statsgaranti til forhindring af udstømning af likviditet
CON/2009/26	Litauen	Ændring af reglerne om udlodning af Lietuvos bankas' overskud i lyset af den finansielle uro
CON/2009/27	Slovenien	Betalingstjenester og betalingssystemer
CON/2009/28	Ungarn	Procedureregler vedrørende statsgarantier til sikring af finansiell stabilitet
CON/2009/29	Belgien	Udvidelse af rækkevidden af foranstaltninger til brug i finansielle kriser
CON/2009/30	Sverige	Ydelse af statsgarantier til banker og andre institutioner
CON/2009/31	Letland	Ændringer af loven om indskydergarantiordningen med hensyn til dækning og udbetaling
CON/2009/32	Litauen	Nye foranstaltninger til styrkelse af den finansielle stabilitet
CON/2009/33	Italien	Forøgelsen af Italiens IMF-kvote
CON/2009/34	Tjekkiet	Visse ændringer af lov om banker i forbindelse med krisen på det finansielle marked
CON/2009/35	Spanien	Banco de Españas betaling af den foreslåede forøgelse af Spaniens IMF-kvote
CON/2009/36	Cypern	Betalingstjenester og -systemer
CON/2009/39	Grækenland	Foranstaltninger til forøget likviditet i økonomien
CON/2009/40	Litauen	Lietuvos bankas' tilsyn med betalingsinstitutioner
CON/2009/41	Portugal	Banco de Portugals betaling af forøgelsen af Portugals IMF-kvote
CON/2009/42	Rumænien	Organisationen og funktionen af Rumæniens officielle statistik

Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2009/43	Rumænien	Liberalisering af korrespondentbankydelse for betalinger i den nationale valuta og relaterede statistiske rapporteringskrav
CON/2009/44	Ungarn	Tilpasning af Magyar Nemzeti Banks retsgrundlag til nye administrative regler
CON/2009/45	Tyskland	De retlige forhold for ansatte i Deutsche Bundesbank
CON/2009/46	Luxembourg	Udvidelse af Banque centrale du Luxembourgs overvågningsrolle ved et lovforslag om betalingstjenester, udstedere af elektroniske penge og endelig afregning i betalings- og værdipapirafviklingssystemer
CON/2009/47	Letland	Foranstaltninger til aflønning i den offentlige sektor under hensyn til centralbankers uafhængighed
CON/2009/48	Rumænien	Styrkelse af Banca Națională a Românieis afhjælpningsbeføjelser over for nødlidende kreditinstitutter
CON/2009/49	Slovakiet	Foranstaltninger til at afbøde den finansielle krise
CON/2009/50	Tyskland	Nye foranstaltninger til styrkelse af det finansielle tilsyn
CON/2009/51	Rumænien	Foranstaltninger til forbedring af effektiviteten i indskydergarantiordningen
CON/2009/52	Tjekkiet	Seddel- og møntomløbet
CON/2009/53	Letland	Fordelingen af Latvijas Bankas overskud
CON/2009/54	Tyskland	Yderligere foranstaltninger til stabilisering af finansmarkedet
CON/2009/55	Polen	Ændring af reglerne om værdipapircentralen
CON/2009/56	Irland	Ændringer af de finansielle støtteforanstaltninger for kreditinstitutter
CON/2009/57	Cypern	Regulering af finansiel leasing og leasingselskabers aktiviteter
CON/2009/58	Sverige	Den statslige rekapitaliseringsordning
CON/2009/59	Italien	Beskatning af Banca d'Italias guldreserver
CON/2009/60	Polen	Retsgrundlaget for andelsspare- og kreditforeninger
CON/2009/61	Litauen	Fremgangsmåden for ændring af den officielle kurs for litas
CON/2009/62	Spanien	Omstrukturering af banker og om kreditinstitutters egenkapital
CON/2009/63	Italien	Ændret bestemmelse vedrørende beskatning af Banca d'Italias guldreserver

Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2009/64	Slovenien	Aktindsigt i formueforholdene for personer, der udøver højere statsmyndighed
CON/2009/65	Letland	En styrkelse af løsningsstrategierne for bankerne
CON/2009/66	Finland	Ændring af de retlige rammer for clearingaktiviteter
CON/2009/67	Polen	Udvidelse af Narodowy Bank Polskis ret til handel med værdipapirer
CON/2009/68	Irland	Oprettelse af National Asset Management Agency
CON/2009/69	Italien	Forrentningen af finansministeriets kontokurant i Banca d'Italia
CON/2009/70	Spanien	Bestemmelser om forebyggelse af hvidvask af penge og terrorfinansiering med relation til Banco de España
CON/2009/71	Tjekkiet	Česká národní bankas tilsynsopgaver i forbindelse med forbrugerkredit
CON/2009/72	Rumænien	Betalingstjenester
CON/2009/73	Belgien	En udvidelse af statsgarantien til dækning af kreditinstitutters forpligtelser
CON/2009/74	Frankrig	Proceduren for udnævnelse af Banque de Frances direktør
CON/2009/75	Slovakiet	Betalingstjenester
CON/2009/77	Litauen	Statslig revision af Lietuvos bankas
CON/2009/78	Cypern	Udstedelse af særlige statsobligationer til kreditinstitutter
CON/2009/79	Sverige	Forlængelse af statsgarantier til banker og andre institutioner
CON/2009/80	Holland	De Nederlandsche Banks engagement i det monetære system på Bonaire, Sint Eustatius og Saba
CON/2009/82	Polen	Forlængelse af statsstøtte til finansielle institutioner
CON/2009/83	Litauen	Fordelingen af Lietuvos bankas' overskud
CON/2009/84	Holland	De Nederlandsche Banks tilsyn med clearing- og afviklingstjenester
CON/2009/85	Slovakiet	Národná banka Slovenskas uafhængighed
CON/2009/86	Østrig	Foranstaltninger til forbedring af kreditinstitutters likviditet og konkurrenceevne
CON/2009/87	Ungarn	Forlængelse af fristen for indlevering af visse pengesedler til ombytning

Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2009/89	Irland	Sammensætningen af Board of the Central Bank and Financial Services Authority of Ireland og om medlemskab af Irish Financial Services Regulatory Authority
CON/2009/90	Belgien	Prioritetsstillingen for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique panteret
CON/2009/92	Irland	Udvidelse af den irske stats garanti for visse kreditinstitutters forpligtelser
CON/2009/93	Litauen	Betingelser og procedurer for anvendelse af foranstaltningerne til styrkelse af finansiel stabilitet
CON/2009/96	Spanien	Realisering af sikkerheder stillet til fordel for Banco de España, for andre nationale centralbanker og for ECB som led i udførelsen af deres opgaver
CON/2009/97	Tyskland	Indberetningskravene vedrørende udenrigshandel
CON/2009/98	Ungarn	Clearingstjenesteudbyderes forretningsvilkår og driftsmæssige og tekniske krav
CON/2009/99	Østrig	Forlængelse af den østrigske stats garantier for interbankmarkedet
CON/2009/100	Slovenien	Banka Slovenijas beføjelser i forbindelse med Sloveniens medlemskab af IMF
CON/2010/1	Ungarn	Gengivelse af forint- og eurosedler og af forint- og euro mønter i Ungarn
CON/2010/2	Estland	Et nyt retsgrundlag for opgørelse af indenlandsk statistik
CON/2010/3	Frankrig	Visse foranstaltninger vedrørende banklovgivning og finansiel lovgivning
CON/2010/4	Frankrig	Sammenslutningen af bank- og forsikringstilsyns- og godkendelsesmyndighederne
CON/2010/7	Belgien	Hjælpeforanstaltninger gældende for virksomheder i banksektoren og den finansielle sektor, tilsynet med den finansielle sektor, finansielle tjenesteydelser og statutterne for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2010/8	Grækenland	Omlæggelse af virksomheders og liberale erhvervsdrivendes gæld til kreditinstitutter og om kreditbureauers datahåndtering
CON/2010/9	Finland	Konsolidering af indlånsbanker
CON/2010/10	Ungarn	Magyar Nemzeti Banks opgaver, om det ungarske finanstilsyns organisation og retsgrundlag samt om oprettelse af rådet for finansiel stabilitet



Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2010/11	Sverige	Den anden forlængelse af den statslige rekapitaliseringsordning
CON/2010/12	Rumænien	Den særlige administrative procedure, som indledes af Banca Națională a României over for nødlidende kreditinstitutter
CON/2010/13	Ungarn	Magyar Nemzeti Banks opgaver i forbindelse med Ungarns medlemskab af IMF
CON/2010/14	Polen	Foranstaltninger til støtte for bankers udlån til virksomheder
CON/2010/16	Estland	Forberedelser til indførelse af euroen
CON/2010/17	Grækenland	Oprettelsen af det græske statistiske system og en uafhængig statistisk myndighed

# KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG<sup>1</sup>

## 11. JANUAR OG 8. FEBRUAR 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,50 pct., 4,50 pct. og 2,50 pct.

## 8. MARTS 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 14. marts 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 pct. med virkning fra 14. marts 2007.

## 12. APRIL OG 10. MAJ 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,75 pct., 4,75 pct. og 2,75 pct.

## 6. JUNI 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 4 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. juni 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 5 pct. og 3 pct. med virkning fra 13. juni 2007.

## 5. JULI, 2. AUGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER OG 6. DECEMBER 2007, OG 10. JANUAR, 7. FEBRUAR, 6. MARTS, 10. APRIL, 8. MAJ OG 5. JUNI 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,00 pct., 5,00 pct. og 3,00 pct.

## 3. JULI 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 4,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 9. juli 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 5,25 pct. og 3,25 pct. med virkning fra 9. juli 2008.

## 7. AUGUST, 4. SEPTEMBER OG 2. OKTOBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,25 pct., 5,25 pct. og 3,25 pct.

## 8. OKTOBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 3,75 pct. med virkning fra de operationer, der afvikles den 15. oktober 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 50 basispoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 pct. med omgående

<sup>1</sup> Den kronologiske oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2006 findes i ECBs Årsberetning for de respektive år.

virkning. Herudover beslutter Styrelsesrådet, at de ugentlige primære markedsoperationer fra og med den, der afvikles den 15. oktober, skal gennemføres som auktioner til fast rent med fuld tildeling til renten for den primære markedsoperation. Desuden vil ECB pr. 9. oktober reducere korridoren for stående faciliteter fra 200 til 100 basispoint omkring renten for den primære markedsoperation. De to tiltag forbliver i kraft, så længe det er nødvendigt, og i hvert tilfælde indtil slutningen af den første reservekravsperiode i 2009, dvs. den 20. januar.

#### **15. OKTOBER 2008**

ECBs styrelsesråd beslutter at udvide rammerne for sikkerhedsstillelse yderligere og at fremme likviditetstilførslen. I den forbindelse beslutter Styrelsesrådet: (i) at udvide listen over aktiver, der kan anvendes til sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer, med virkning indtil udgangen af 2009, (ii) at fremme tilførslen af langfristet refinansiering med virkning fra 30. oktober 2008 og indtil udgangen af 1. kvartal 2009 og (iii) at tilføre likviditet i dollar i form af valutaswaps.

#### **6. NOVEMBER 2008**

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten for de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 3,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 12. november 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 50 basispoint til henholdsvis 3,75 pct. og 2,75 pct. med virkning fra 12. november 2008.

#### **4. DECEMBER 2008**

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten for de primære markedsoperationer med 75 basispoint til 2,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 10. december 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte ren-

ten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 75 basispoint til henholdsvis 3,00 pct. og 2,00 pct. med virkning fra 10. december 2008.

#### **18. DECEMBER 2008**

ECBs styrelsesråd beslutter, at de primære markedsoperationer fortsat skal gennemføres som auktion til en fast rente med fuld tildeling, også efter den reservekravsperiode, der slutter den 20. januar 2009. Tiltaget fastholdes, så længe det er nødvendigt, og i hvert tilfælde frem til den sidste tildeling i den tredje reservekravsperiode i 2009, som finder sted den 31. marts. Desuden vil rentekorridoren for de stående faciliteter, der pr. 9. oktober 2008 blev reduceret til 100 basispoint omkring den gældende rente for de primære markedsoperationer, pr. 21. januar 2009 igen blive udvidet symmetrisk til 200 basispoint.

#### **15. JANUAR 2009**

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 2,00 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 21. januar 2009. Styrelsesrådet beslutter endvidere, at renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten skal være henholdsvis 3,00 pct. og 1,00 pct. med virkning fra 21. januar, jf. beslutningen af 18. december 2008.

#### **5. FEBRUAR 2009**

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde renten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,00 pct., 3,00 pct. og 1,00 pct.

#### **5. MARTS 2009**

ECBs styrelsesråd beslutter at sænke renten ved de primære markedsoperationer med 50 basis-

point til 1,50 pct. fra og med operationen med afvikling den 11. marts 2009. Desuden beslutter det, at renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten skal være henholdsvis 2,50 pct. og 0,50 pct. med virkning fra 11. marts 2009.

Yderligere beslutter Styrelsesrådet at fortsætte proceduren med auktioner til fast rente med fuld tildeling i alle primære markedsoperationer, markedsoperationer med særlig løbetid og supplerende og løbende langfristede markedsoperationer, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald længere end til udgangen af 2009. Herudover besluttede Styrelsesrådet at holde fast ved den aktuelle hyppighed af og løbetid for de supplerende langfristede markedsoperationer og markedsoperationer med særlig løbetid, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald længere end til udgangen af 2009.

#### **2. APRIL 2009**

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 1,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 8. april 2009. Styrelsesrådet beslutter endvidere, at renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten skal være henholdsvis 2,25 pct. og 0,25 pct. med virkning fra 8. april 2009.

#### **7. MAJ 2009**

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 1,00 pct. fra og med operationen med afvikling den 13. maj 2009. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten på den marginale udlånsfacilitet med 50 basispoint til 1,75 pct. med virkning fra 13. maj 2009 og at fastholde renten på indlånsfaciliteten uændret på 0,25 pct.

Styrelsesrådet beslutter desuden at fortsætte det udvidede kreditprogram. Styrelsesrådet beslutter navnlig, at Eurosystemet skal gennemføre

likviditetstilførende langsigtede markedsoperationer med en løbetid på 1 år via auktioner til fast rente med fuld tildeling. Derudover beslutter Styrelsesrådet principielt, at Eurosystemet skal købe covered bonds i euro udstedt i euroområdet.

#### **4. JUNI 2009**

ECBs styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct. Styrelsesrådet beslutter endvidere de tekniske detaljer i forbindelse med købet af covered bonds i euro udstedt i euroområdet, der blev vedtaget den 7. maj 2009.

#### **2. JULI, 6. AUGUST, 3. SEPTEMBER, 8. OKTOBER, 5. NOVEMBER OG 3. DECEMBER 2009 OG 14. JANUAR OG 4. FEBRUAR 2010**

ECBs styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct.

# OVERSIGT OVER ECBs KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET<sup>1</sup>

## TILFØRSEL AF LIKVIDITET I EURO

### 5. MARTS 2009

#### AUKTIONER PR. 8. APRIL 2009

ECBs styrelsesråd har i dag besluttet at fortsætte proceduren med auktioner til fast rente med fuld tildeling i alle primære markedsoperationer, markedsoperationer på særlige vilkår og supplerende og regelmæssige langfristede markedsoperationer, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald længere end til udgangen af 2009.

Herudover besluttede Styrelsesrådet at holde fast ved den aktuelle hyppighed af og løbetid for de supplerende langfristede markedsoperationer og markedsoperationer på særlige vilkår, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald længere end til udgangen af 2009.

### 7. MAJ 2009

#### LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

ECBs styrelsesråd har i dag besluttet at gennemføre likviditetstilførende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år.

Operationerne vil blive gennemført som auktioner til fast rente med fuld tildeling, og renten i den første af disse operationer vil være renten ved de primære markedsoperationer på det pågældende tidspunkt. I de efterfølgende langfristede markedsoperationer med fuld tildeling kan den faste rente inkludere et spænd i tillæg til renten ved de primære markedsoperationer alt afhængig af omstændighederne på det pågældende tidspunkt.

Operationerne vil blive gennemført i tillæg til de regelmæssige og supplerende langfristede markedsoperationer, som ikke vil blive påvirket heraf.

En foreløbig tidsplan for disse langfristede markedsoperationer i 2009 fremgår nedenfor.

Endvidere har ECBs styrelsesråd i dag besluttet at forlænge den midlertidige udvidelse af listen over belånbare aktiver, som blev offentliggjort den 15. oktober 2008, indtil udgangen af 2010.

#### DEN EUROPÆISKE INVESTERINGSBANK GODKENDES SOM MODPART I EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE OPERATIONER

ECBs styrelsesråd har i dag besluttet at godkende Den Europæiske Investeringsbank (EIB) som modpart i Eurosystemets pengepolitiske operationer fra den 8. juli 2009.

Fra denne dato har EIB i forbindelse med forvaltning af statspapirer adgang til Eurosystemets markedsoperationer og stående faciliteter gennem Banque centrale du Luxembourg på samme vilkår som andre modparter. EIB vil overholde alle krav til belånbarhed og have mindstereserver i Eurosystemet.

Adgang til Eurosystemets likviditet er et naturligt supplement til EIBs finansieringsinitiativer og vil gøre det lettere for EIB at imødekomme yderligere udlånsefterspørgsel. Denne yderligere efterspørgsel vurderes i øjeblikket at være på 10 mia. euro i 2009. Som følge af de usædvanlige gearingsniveauer vurderer EIB, at en sådan yderligere finansiering vil kunne skabe en investeringsmerværdi på op til 40 mia. euro i 2009.

<sup>1</sup> En oversigt over de forskellige likviditetstilførende operationer udført af Eurosystemet i 2009 findes under afsnittet om markedsoperationer på ECBs websted.

Operation	Dato for offentliggørelse	Tildelingsdato	Afviklingsdato	Forfaldsdag	Løbetid
1-års langfristet markedsoperation	Tirsdag d. 23. juni 2009	Onsdag d. 24. juni 2009	Torsdag d. 25. juni 2009	Torsdag d. 1. juli 2010	1 år
1-års langfristet markedsoperation	Tirsdag d. 29. september 2009	Onsdag d. 30. september 2009	Torsdag d. 1. oktober 2009	Torsdag d. 30. september 2010	1 år
1-års langfristet markedsoperation	Tirsdag d. 15. december 2009	Onsdag d. 16. december 2009	Torsdag d. 17. december 2009	Torsdag d. 23. december 2010	1 år

Flere oplysninger om EIBs aktiviteter findes i den udtalelse, som er offentliggjort i dag.

### 3. DECEMBER 2009

#### ECB OFFENTLIGGØR OPLYSNINGER OM MARKEDSOPERATIONER INDTIL 7. APRIL 2010

ECBs styrelsesråd har i dag besluttet at fortsætte med at udføre primære markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil den tredje reservekravsperiode i 2010 slutter den 13. april. Denne auktionsprocedure vil også fortsat blive anvendt ved markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid på én reservekravsperiode, som i hvert fald vil fortsætte i de tre første reservekravsperioder i 2010.

Styrelsesrådet har endvidere besluttet, at renten for den sidste langfristede markedsoperation med en løbetid på 1 år, med tildeling den 16. december 2009, fastsættes til den gennemsnitlige minimumsbudrente ved de primære markedsoperationer i denne operations løbetid.<sup>2</sup>

For så vidt angår de langfristede markedsoperationer i 1. kvartal 2010, har Styrelsesrådet besluttet at gennemføre den sidste langfristede markedsoperation med en løbetid på 6 måneder den 31. marts 2010. Denne operation vil blive gennemført som en auktion til fast rente med fuld tildeling. Det samme gælder de regelmæssige månedlige markedsoperationer med en løbetid på 3 måneder, som allerede er annonceret for 1. kvartal 2010 (se ECBs pressemeddelelse af 29. maj 2009).

Hvis man ser lidt længere frem end 1. kvartal 2010, vil Styrelsesrådet tage højde for behovet for at udjævne likviditetseffekten af de 1-årige langfristede markedsoperationer, der har termin i 2. halvår 2010.

2 Der er kun én rentebetaling, nemlig på forfaldsdagen (dvs. 23. december 2010). Denne rentebetaling beregnes som det tildelte beløb ganget med

$$[6R_0^{MBR} + \sum_{i=1}^{52} 7R_i^{MBR} + R_{53}^{MBR}] / 360$$

Her er  $R_0^{MBR}$  minimumsbudrenten ved den primære markedsoperation, der afvikledes 16. december 2009, mens  $R_t^{MBR}$ ,  $t=1, \dots, 53$  er minimumsbudrenterne ved de 53 efterfølgende primære markedsoperationer. Operationens løbetid er 371 dage.

# TILDELING AF LIKVIDITET I ANDRE VALUTAER END EURO OG AFTALER MED ANDRE CENTRALBANKER

**16. JANUAR 2009**

## **SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK OG ECB TILFØRER I SAMARBEJDE LIKVIDITET I SCHWEIZERFRANC**

Schweizerische Nationalbank og ECB har den 15. oktober 2008 sammen annonceret, at de vil gennemføre valutawaps i EUR/CHF for at tilføje schweizerfranc mod euro med en løbetid på 7 dage til fast kurs med det formål at forbedre likviditeten på de korte pengemarkeder for schweizerfranc. Det blev dengang annonceret, at dette ville fortsætte, så længe der var behov for det, og i hvert fald indtil januar 2009.

Schweizerische Nationalbank og ECB har i dag sammen annonceret, at de vil fortsætte disse ugentlige swapoperationer i hvert fald ultimo april 2009 for at støtte yderligere forbedringer af det korte pengemarked for schweizerfranc.

**3. FEBRUAR 2009**

## **FORLÆNGELSE AF MIDLERTIDIG VALUTAORDNING**

For at imødegå det fortsatte pres på de globale finansieringsmarkeder i amerikanske dollar er de midlertidige gensidige valutaarrangementer (swap lines) mellem Federal Reserve og andre centralbanker blevet forlænget.

ECBs styrelsesråd og Federal Reserves Federal Open Market Committee har besluttet at forlænge deres midlertidige gensidige valutaarrangement (swap line) indtil 30. oktober 2009.

**19. MARTS 2009**

## **EUROSYSTEMETS LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I AMERIKANSKE DOLLAR I 2. KVARTAL 2009**

ECBs styrelsesråd har efter aftale med andre centralbanker, herunder Federal Reserve, besluttet at fortsætte med at gennemføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med en løbetid på 7, 28 og 84 dage.

Disse operationer vil fortsat blive gennemført som genkøbsforretninger mod sikkerhed godkendt af ECB og vil blive udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

Som følge af den begrænsede efterspørgsel ophørte operationerne i form af EUR/USD valutawaps ultimo januar, men vil efter behov kunne genoptages igen i fremtiden alt afhængig af markedsforholdene.

**6. APRIL 2009**

## **CENTRALBANKER ANNONCERER UDVIDEDE SWAFTAALER**

Bank of England, ECB, Federal Reserve, Bank of Japan og Schweizerische Nationalbank har annonceret swaftaler, der vil gøre det muligt for Federal Reserve at tildele likviditet i fremmed valuta til amerikanske finansielle institutioner. Skulle behovet opstå, vil Federal Reserve blive tilført euro, yen, britiske pund og schweizerfranc via disse yderligere swaftaler med de pågældende centralbanker. Centralbankerne fortsætter deres samarbejde og tager de skridt, der måtte være nødvendige for at skabe stabilitet på de globale finansielle markeder.

## **ECBs BESLUTNINGER**

ECBs styrelsesråd har besluttet at oprette en midlertidig gensidig valutaaftale (swap line) med Federal Reserve. Denne aftale vil give Federal Reserve kapacitet til at tilbyde likviditet på op til 80 mia. euro. Styrelsesrådet har godkendt denne valutaaftale indtil den 30. oktober 2009.

**10. JUNI 2009**

## **ECB AKTIVERER SWAP LINE MED SVERIGES RIKSBANK**

ECB og Sveriges Riksbank har i dag besluttet at aktivere deres midlertidige gensidige valutaaftale (swap line), hvorved den svenske centralbank kan låne euro fra ECB mod svenske kroner.

ECB og Sveriges Riksbank underskrev en swap-aftale den 20. december 2007 med det formål at få de finansielle markeder til at fungere bedre og at tilføre Sveriges Riksbank likviditet i euro om nødvendigt. Sveriges Riksbank kan låne op til 10 mia. euro med en løbetid på op til 3 måneder.

## 25. JUNI 2009

### **ECB OG SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK UDVIDER DERES LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I SCHWEIZERFRANC**

ECBs styrelsesråd har efter aftale med Schweizerische Nationalbank besluttet at fortsætte med at gennemføre likviditetstilførende swapoperationer i schweizerfranc med en løbetid på 1 uge i hvert fald indtil den 31. oktober 2009 for at støtte yderligere forbedringer på de kortfristede finansieringsmarkeder i schweizerfranc.

### **ECB OG ANDRE CENTRALBANKER UDVIDER DERES VALUTAFTALER (SWAP LINES) MED FEDERAL RESERVE**

De midlertidige gensidige valutaaftaler (swap lines) mellem Federal Reserve og andre centralbanker er blevet forlænget indtil den 1. februar 2010.

Navnlig har ECBs styrelsesråd og Federal Reserves Federal Open Market Committee forlænget deres respektive valutaftaler indtil den 1. februar 2010, hvilket bl.a. omfatter, at Federal Reserve stiller likviditet i amerikanske dollar til rådighed for ECB, mens ECB stiller likviditet i euro til rådighed for Federal Reserve til fordeling efter behov blandt deres respektive modparter.

Styrelsesrådet har også besluttet at fortsætte med at gennemføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med en løbetid på 7 og 84 dage i hvert fald indtil den 30. september 2009. Bank of England og Schweizerische Nationalbank har truffet tilsvarende beslutninger. Disse operationer vil fortsat blive gennemført som genkøbsforretninger mod sikkerhed god-

kendt af ECB og vil blive udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

Som følge af den begrænsede efterspørgsel og de forbedrede forhold på finansieringsmarkederne vil operationer i amerikanske dollar med en løbetid på 28 dage ophøre efter gennemførelsen af operationen den 28. juli. Ligesom de valutaswaps i EUR/USD, som blev indstillet ultimo januar, kan operationerne med en løbetid på 28 dage efter behov genoptages i fremtiden alt afhængig af markedsforholdene.

## 24. SEPTEMBER 2009

### **ECB OG SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK UDVIDER DERES LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I SCHWEIZERFRANC**

ECBs styrelsesråd har efter aftale med Schweizerische Nationalbank besluttet at fortsætte med at gennemføre likviditetstilførende swapoperationer i schweizerfranc med en løbetid på 1 uge indtil den 31. januar 2010 for at støtte yderligere forbedringer på de kortfristede finansieringsmarkeder i schweizerfranc.

### **ECB OG ANDRE CENTRALBANKER BESLUTTER AT FORTSÆTTE LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I AMERIKANSKE DOLLAR**

ECBs styrelsesråd har i samarbejde med Federal Reserve og andre centralbanker besluttet at fortsætte med at udføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar fra oktober 2009 til januar 2010.

Disse operationer i Eurosystemet vil fortsat være i form af genkøbsforretninger mod belånbar sikkerhed hos ECB med en løbetid på 1 uge og vil blive udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Som følge af begrænset efterspørgsel og forbedrede forhold på investeringsmarkederne indstilles operationerne i amerikanske dollar med en løbetid på 84 dage efter den operation, der gennemføres den 6. oktober 2009 og forfalder den 7. januar 2010. Operationerne med en løbetid på 84 dage samt de øvrige likviditetstilførende operationer i dollar,



som allerede er blevet indstillet, kan genoptages i fremtiden, hvis behovet opstår.

Bank of England og Schweizerische Nationalbank har taget tilsvarende beslutninger.

### **18. JANUAR 2010**

#### **ECB INDSTILLER DE LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I SCHWEIZERFRANC**

ECBs styrelsesråd har efter aftale med Schweizerische Nationalbank besluttet at indstille gennemførelsen af likviditetstilførende swapoperationer i schweizerfranc med en løbetid på 1 uge efter den 31. januar 2010. Denne beslutning er blevet truffet på baggrund af en faldende efterspørgsel og forbedrede forhold på finansieringsmarkederne.

### **27. JANUAR 2010**

#### **ECB OG ANDRE CENTRALBANKER BESLUTTER AT INDSTILLE DE MIDLERTIDIGE VALUTAFTALER (SWAP LINES) MED FEDERAL RESERVE**

I samordning med andre centralbanker bekræfter ECB, at dens midlertidige likviditetsskabende valutaaftaler (swap lines) med Federal Reserve vil udløbe den 1. februar 2010. Disse aftaler, som blev indgået for at imødegå pres på de globale finansieringsmarkeder, er ikke længere nødvendige, efter den forbedring der er sket på de finansielle markeder i det forgangne år. Centralbankerne vil fortsat samarbejde efter behov.

I den forbindelse har ECBs styrelsesråd efter aftale med Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan og Schweizerische Nationalbank besluttet at indstille gennemførelsen af likviditetsskabende operationer i amerikanske dollar efter den 31. januar 2010.

# DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN 2009

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2009. Hvad angår Working Papers, som fra januar 2009 (fra Working Paper nr. 989 og senere) kun findes online, viser oversigten kun publikationer udgivet mellem december 2009 og februar 2010. Medmindre andet angives, kan interesserede også gratis bestille publikationerne i trykt udgave, så længe lager haves, eller bestille et gratis abonnement på [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (<http://www.ecb.europa.eu>).

## ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2009", april 2010.

## ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

- "Housing wealth and private consumption in the euro area", januar 2009.
- "Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets", januar 2009.
- "New survey evidence on wage setting in Europe", februar 2009.
- "Assessing global trends in protectionism", februar 2009.
- "The external financing of households and non-financial corporations: a comparison of the euro area and the United States", april 2009.
- "Revisions to GDP estimates in the euro area", april 2009.
- "The functional composition of government spending in the European Union", april 2009.
- "Expectations and the conduct of monetary policy", maj 2009.
- "Five years of EU membership", maj 2009.
- "Credit rating agencies: developments and policy issues", maj 2009.
- "The impact of government support to the banking sector on euro area public finances", juli 2009.
- "The implementation of monetary policy since August 2007", juli 2009.
- "Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB", juli 2009.
- "Housing finance in the euro area", august 2009.
- "Recent developments in the retail bank interest rate pass-through in the euro area", august 2009.
- "Monetary policy and loan supply in the euro area", oktober 2009.
- "Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of Japan", oktober 2009.
- "Financial development in emerging economies – stock-taking and policy implications", oktober 2009.
- "Central bank communication in periods of heightened uncertainty", november 2009.
- "Monetary analysis in an environment of financial turmoil", november 2009.
- "The latest euro area recession in a historical context", november 2009.
- "The ECB's monetary policy stance during the financial crisis", januar 2010.
- "The ECB's relations with European Union institutions and bodies: trends and prospects", januar 2010.
- "Entitlements of households under government pension schemes in the euro area – results on the basis of the new system of national accounts", januar 2010.
- "Euro repo markets and the financial market turmoil", februar 2010.
- "Euro area commercial property markets and their impact on banks", februar 2010.
- "Update on developments in general economic statistics for the euro area", februar 2010.

## **STATISTICS POCKET BOOK**

Tilgængelig hver måned siden august 2003.

## **LEGAL WORKING PAPERS**

- 8 "National rescue measures in response to the current financial crisis" af A. Petrovic og R. Tutsch, juli 2009.
- 9 "The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations" af S. E. Lambrinoc, november 2009.
- 10 "Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections" af P. Athanassiou, december 2009.

## **OCCASIONAL PAPERS**

- 100 "Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use" af Eurosystem Household Finance and Consumption Network, januar 2009.
- 101 "Housing finance in the euro area" af Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, marts 2009.
- 102 "Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications" af E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel og D. Santabárbara, april 2009.
- 103 "Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets" af Raymond Ritter, april 2009.
- 104 "Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues" af M. Sturm, F. Gurtner og J. González Alegre, juni 2009.
- 105 "Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications" af L. Bê Duc og G. Le Breton, august 2009.
- 106 "Monetary policy strategy in a global environment" af P. Moutot og G. Vitale, august 2009.
- 107 "The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil" af S. Cheun, I. von Köppen-Mertes og B. Weller, december 2009.

## **RESEARCH BULLETIN**

"Research Bulletin", nr. 8, marts 2009.

## **WORKING PAPERS**

- 1119 "Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area" af M. Buchmann, december 2009.
- 1120 "Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States" af J. Beirne og M. Bijsterbosch, december 2009.
- 1121 "Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets" af A. Popov, december 2009.
- 1122 "Monetary policy shocks and portfolio choice" af M. Fratzscher, C. Saborowski og R. Straub, december 2009.
- 1123 "Monetary policy and the financing of firms" af F. De Fiore, P. Teles og O. Tristani, december 2009.
- 1124 "Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area" af O. Castrén og I. K. Kavonius, december 2009.

- 1125 "Leading indicators in a globalised world" af F. Fichtner, R. Ruffer og B. Schnatz, december 2009.
- 1126 "Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk" af F. Heider, M. Hoerova og C. Holthausen, december 2009.
- 1127 "The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09" af J. W. Ejsing og W. Lemke, december 2009.
- 1128 "EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy" af G. Amisano, N. Giammarioli og L. Stracca, december 2009.
- 1129 "Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries" af M. Andersson, K. Masuch og M. Schiffbauer, december 2009.
- 1130 "Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment" af S. Delle Chiaie, december 2009.
- 1131 "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?" af M.-G. Attinasi, C. Checherita og C. Nickel, december 2009.
- 1132 "A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information" af J. Paredes, D. J. Pedregal og J. J. Pérez, december 2009.
- 1133 "Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment" af P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes og J. J. Pérez, december 2009.
- 1134 "Would the Bundesbank have prevented the great inflation in the United States?" af L. Benati, december 2009.
- 1135 "Return to retail banking and payments" af I. Hasan, H. Schmiedel og L. Song, december 2009.
- 1136 "Payment scale economies, competition and pricing" af D. B. Humphrey, december 2009.
- 1137 "Regulating two-sided markets: an empirical investigation" af S. Carbó Valverde, S. Chakravorti og F. Rodríguez Fernández, december 2009.
- 1138 "Credit card interchange fees" af J.-C. Rochet og J. Wright, december 2009.
- 1139 "Pricing payment cards" af O. Bedre og E. Calvano, december 2009.
- 1140 "SEPA, efficiency and payment card competition" af W. Bolt og H. Schmiedel, december 2009.
- 1141 "How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence" af S. Carbó Valverde og J. M. Liñares-Zegarra, december 2009.
- 1142 "Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?" af B. Scholnick, december 2009.
- 1143 "What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market" af B. Alexandrova-Kabadjova og J. Luis Negrín, december 2009.
- 1144 "Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata" af U. von Kalckreuth, T. Schmidt og H. Stix, december 2009.
- 1145 "An area-wide real-time database for the euro area" af D. Giannone, J. Henry, M. Lalik og M. Modugno, januar 2010.
- 1146 "The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts" af M. Ehrmann, S. Eijffinger og M. Fratzscher, januar 2010.
- 1147 "Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment" af R. Iye og J.-L. Peydró, januar 2010.
- 1148 "Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data" af J. J. Pérez og J. Sánchez, januar 2010.
- 1149 "Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area" af A. Beyer og K. Juselius, januar 2010.
- 1150 "Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area" af L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen og M. Protopapa, januar 2010.

- 1151 "Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates" af M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik og Alistair Dieppe, januar 2010.
- 1152 "Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis" af L. Schuknecht, J. von Hagen og G. Wolswijk, februar 2010.
- 1153 "The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors" af K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki og M. Vodopivec, februar 2010.
- 1154 "Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach" af A. Afonso og M. St. Aubyn, februar 2010.
- 1155 "Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate" af D. F. Hendry og K. Hubrich, februar 2010.
- 1156 "Mortgage indebtedness and household financial distress" af D. Georgarakos, A. Lojschová og M. Ward-Warmedinger, februar 2010.
- 1157 "Real time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance" af M. Marcellino og A. Musso, februar 2010.

#### **ANDRE PUBLIKATIONER**

- "Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament", januar 2009 (online).
- "Euro money market study 2008", februar 2009 (online).
- "Eurosystem oversight policy framework", februar 2009 (online).
- "Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments", februar 2009 (online).
- "European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution", februar 2009 (online).
- "Guiding principles for bank asset support schemes", marts 2009 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament", marts 2009 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament", marts 2009 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes", marts 2009 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields", marts 2009 (online).
- "Eurosystem's SEPA expectations", marts 2009 (online).
- "Housing finance in the euro area", marts 2009 (online).
- "Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report", marts 2009 (online).
- "Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report", marts 2009 (online).
- "Manual on investment fund statistics", maj 2009 (online).
- "EU banks' funding structures and policies", maj 2009 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament", maj 2009 (online).
- "TARGET2 oversight assessment report", maj 2009 (online).
- "TARGET Annual Report", maj 2009 (online).
- "The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)", maj 2009.
- "Financial Stability Review", juni 2009.

"Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)", juni 2009 (online).

"The international role of the euro", juli 2009.

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme", juli 2009 (online).

"Oversight framework for direct debit schemes", august 2009 (online).

"Oversight framework for credit transfer schemes", august 2009 (online).

"The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes", august 2009 (online).

"Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks: ECB legal acts and instruments – 2009 update", august 2009.

"EU banking sector stability", august 2009 (online).

"Credit default swaps and counterparty risk", august 2009 (online).

"OCT derivatives and post-trading infrastructures", september 2009 (online).

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – August 2009", september 2009 (online)

"Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution", september 2009 (online).

"ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area", september 2009 (online).

"The euro at ten – lessons and challenges", Fifth ECB Central Banking Conference volume, september 2009.

"Euro money market survey", september 2009 (online).

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – September 2009", oktober 2009 (online).

"Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain", oktober 2009 (online).

"Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote", oktober 2009 (online).

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – October 2009", november 2009 (online).

"Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution", november 2009 (online).

"Eurosystem oversight report 2009", november 2009 (online).

"Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems", december 2009 (online).

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – November 2009", december 2009 (online).

"New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", december 2009 (online).

"Financial Stability Review", december 2009.

"Retail payments – integration and innovation", december 2009 (online).

"Recent advances in modelling systemic risk using network analysis", januar 2010 (online).

"Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future 'EU 2020' strategy", januar 2010 (online).

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – December 2009", januar 2010 (online).

"Structural indicators for the EU banking sector", januar 2010 (online).

"Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties",

januar 2010 (online).

"Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)", februar 2010 (online).

"The 'Centralised Securities Database' in brief", februar 2010 (online).

"Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – January 2010", februar 2010 (online).

"Commission communication on 'An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector': Eurosystem's reply to the public consultation", februar 2010 (online).

"Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009", februar 2010 (online).

"MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS' guidelines on FINREP and COREP", februar 2010 (online).

"Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece", februar 2010 (online).

"ECB–Eurostat workshop on pensions", februar 2010 (online).

#### **INFORMATIONSBROCHURER**

"The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", april 2009.

"Price stability – why is it important for you?", april 2009.

"The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market", juli 2009.

"T2S – settling without borders", januar 2010.

## ORDLISTE

*Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste (på engelsk) findes på ECBs websted.*

**Afviklingsrisiko:** En generel betegnelse for risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke bliver udført som forventet. Denne risiko omfatter især operativ risiko, **kreditrisiko** og likviditetsrisiko.

**Aktiemarked:** Marked, hvor **ejerandelsbeviser** udstedes og handles.

**Andre finansielle formidlere:** Selskaber eller kvasi-selskaber, undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser, der hovedsagelig beskæftiger sig med finansiell formidling ved at indgå forpligtelser, undtagen i form af penge, indlån og/eller indlånslignende indskud fra andre institutionelle enheder end **monetære finansielle institutioner**, især dem, der hovedsagelig er beskæftiget med langfristet finansiering (fx selskaber, der beskæftiger sig med finansiell leasing), kreditformidlende selskaber oprettet med henblik på at eje værdipapirbaserede aktiver, finansielle holdingselskaber, forhandlere af værdipapirer og derivater (for egen regning), venture- og udviklingsselskaber.

**Benchmarkportefølje:** I forbindelse med investeringer er en benchmarkportefølje en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Benchmarkporteføljen fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje.

**Betalingsbalancen:** En statistisk opgørelse, der for en given periode viser en økonomis økonomiske transaktioner med resten af verden. De omfatter transaktioner vedrørende varer, tjenesteydelser samt løn- og formueindkomst, transaktioner vedrørende finansielle krav og passiver over for resten af verden samt transaktioner (fx gældseftergivelse), der klassificeres som overførsler.

**Bruttooverskud af produktionen:** Gevinsten (eller tabet) på værdien af produktionsoutputtet, efter at produktionsomkostninger, lønomkostninger og skatter minus subsidier til produktionen er blevet fratrukket, men før udgifter og indtægter forbundet med lån/leje eller ejerskab af finansielle og ikke-producerede aktiver indregnes.

**Central modpart:** En enhed, der fungerer som mellemmand for **modparterne** i en handel på et eller flere markeder, dvs. som køber for alle sælgere og sælger for alle købere, og dermed garanterer gennemførsel af åbne kontrakter.

**Corporate governance:** De regler, procedurer og processer, hvormed selskaber ledes og kontrolleres. Corporate governance-strukturen fastlægger fordelingen af rettigheder og ansvar mellem organisationens forskellige parter, såsom bestyrelsen, direktionen, aktionærerne og de øvrige interessenter, og detaljerede regler og beslutningsprocedurer.

**Direkte investeringer:** Grænseoverskridende investeringer med det formål at opnå en varig kapitalinteresse i en virksomhed i en anden økonomi (i praksis en andel svarende til mindst 10 pct. af de ordinære aktier eller stemmerettighederne). De omfatter egenkapital, geninvesteret indtjening og anden kapital, der er forbundet med koncerninterne aktiviteter.

**Direktionen:** Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der siden ikrafttrædelsen af **Lissa-**



**bontraktaten** udnævnes af Det Europæiske Råd ved kvalificeret flertal på anbefaling fra EU-Rådet.

**ECBs officielle renter:** De renter, der afspejler Den Europæiske Centralbanks pengepolitik, og som fastsættes af Styrelsesrådet. ECBs officielle renter er renten ved de primære markedsoperationer, renten på den marginale udlånsfacilitet og renten på indlånsfaciliteten.

**Ecofin-Rådet:** EU-Rådet i sammensætningen økonomi- og finansministre.

**Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale):** Et vægtet gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdets** vigtigste handelspartners valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-21 (der omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet og 10 handelspartnere uden for EU) og EER-41 (som består af EER-21 og 20 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel med færdigvarer 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. ERM2 er en multilateral ordning med faste, men justerbare, centralkurser og et standardudsvingsbånd på  $\pm 15$  pct. Beslutninger vedrørende centralkurser og mulige smallere udsvingsbånd træffes i fællesskab af de pågældende EU-lande, eurolandene, **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de øvrige EU-lande, som er med i ordningen. Alle deltagere i ERM2, inkl. ECB, er berettiget til at iværksætte en fortrolig procedure med henblik på at ændre centralkurserne (justering).

**Euribor (euro interbank offered rate):** Den rente, hvortil en kreditværdig bank er villig til at låne euro til en anden kreditværdig bank. Renten er baseret på indberetninger fra et panel af deltagende banker. Euribor beregnes dagligt for interbankindskud med forskellige løbetider på op til 12 måneder.

**Eurogruppen:** En uformel sammenslutning bestående af eurolandenes økonomi- og finansministre.

**Euroområdet:** Euroområdet består af de EU-lande, der har euroen som valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråd**s ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

**Europæiske Centralbank (ECB), Den:** ECB udgør kernen i **Eurosystemet** og **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** og er en juridisk person i henhold til traktaten (artikel 282, stk. 3). 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 EUs 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 euro som valuta. 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 EU-lande, der har euro som valuta.

**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.

**Fremskrivinger:** 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:** Lån af penge ved at kombinere salg af et aktiv (normalt et fastforrentet værdipapir) med efterfølgende genkøb af samme aktiv på et givet tidspunkt og til en lidt højere aftalt pris (som afspejler lårenten).

**Gældsinstrument:** Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændeher (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år klassificeres som langfristede.

**Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP):** Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og harmoniseres for alle EU-lande.

**Ikke-finansielle selskabers finansieringsgab:** Finansieringsgabets kan defineres som balancen mellem virksomhedernes opsparing (via indeholdt overskud og afskrivninger) og ikke-finansielle selskabers ikke-finansielle investeringer. Finansieringsgabets kan på baggrund af de finansielle konti ligeledes defineres som balancen mellem ikke-finansielle selskabers nettoanskaffelse af finansielle aktiver og nettoindgåelse af forpligtelser. Der er statistiske afvigelser mellem de to metoder på grund af forskelle i kildestatistikkerne.

**Implicit volatilitet:** Den forventede volatilitet (dvs. standardafvigelse) i prisen på et aktiv (fx en aktie eller obligation). Implicit volatilitet kan enten udledes af aktivets pris, forfaldsdag, strike-pris på dets **optioner** eller ud fra en risikofri afkastningsgrad ved hjælp af fx Black-Scholes-modellen til prisfastsættelse af optioner.

**Indlånsfacilitet:** En **stående facilitet i Eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til indlån på anfordring i en national centralbank. Disse indlån forrentes til en på forhånd fastsat rente (se **ECBs officielle renter**).

**Kandidatlande:** Lande, for hvilke EU har accepteret en ansøgning om EU-medlemskab. Tiltrædelsesforhandlinger med Kroatien og Tyrkiet blev indledt den 3. oktober 2005. Hvad angår Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien anbefalede Europa-Kommissionen, at tiltrædelsesforhandlingerne blev påbegyndt i oktober 2009.

**Kapitalbalancen over for resten af verden:** Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden.

**Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM):** En mekanisme indført af **Det Europæiske System af Centralbanker** med det formål at gøre det muligt for **modparter** at anvende **belånbare aktiver** på tværs af grænserne. I CCBM fungerer de nationale centralbanker som depotbanker for hinanden. Det betyder, at der i alle nationale centralbanker findes en konto i værdipapiradministrationen for hver af de andre nationale centralbanker og for **Den Europæiske Centralbank**.

**Kreditderivat:** Et finansielt instrument, der adskiller **kreditrisikoen** fra en underliggende finansielle 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 kreditoperation med en løbetid på mere end en uge, der udføres af **Eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De regelmæssige månedlige markedsoperationer har en løbetid på 3 måneder. Under uroen på de finansielle markeder, der begyndte i august 2007, er der blevet udført supplerende markedsoperationer med løbetider fra 1 reservekravsperiode til 1 år med varierende hyppighed.

**Lissabonstrategien:** 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.

**Lissabontraktaten:** Ændrer EUs to hovedtraktater: traktaten om Den Europæiske Union og traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. Navnet på sidstnævnte er ændret til Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde. Lissabontraktaten blev underskrevet i Lissabon den 13. december 2007 og trådte i kraft den 1. december 2009. Medmindre andet nævnes, henviser "traktat" i denne årsberetning til Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, og referencer til artikelnumre henviser til nummereringen, der trådte i kraft den 1. december 2009.

**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:** Det brede pengemængdemål, som omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, især **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFier**.

**Marginale udlånsfacilitet, den:** En **stående facilitet i Eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag-kredit fra en national centralbank til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

**Markedslividsrisiko:** Risikoen for, at transaktioner på det finansielle marked ikke kan afsluttes eller kun kan afsluttes under ringere forhold end forventet på grund af utilstrækkelig markededybde eller andre forstyrrelser på markedet.

**Markedsoperation:** En operation, der udføres på initiativ af centralbanken på det finansielle marked. Med hensyn til formål, regelmæssighed og procedurer kan **Eurosystemets** markedsoperationer inddeles i fire kategorier: **primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer, finjusterende markedsoperationer** og strukturelle markedsoperationer. Som instrument i forbindelse med markedsoperationerne anvender Eurosystemet primært **tilbageførselsforretninger**, som kan benyttes til alle fire kategorier. Desuden kan udstedelse af gældsbeviser og egentlige købs- eller salgsforretninger benyttes til strukturelle operationer, mens egentlige købs- eller salgsforretninger, **valutaswaps** og modtagelse af tidsindskud fra **modparter** benyttes til finjusterende markedsoperationer.

**Markedsrisiko:** Risikoen for tab (både på balanceførte og ikke-balanceførte poster) som følge af bevægelser i markedspriserne.

**MFIer (monetære finansielle institutioner):** De finansielle institutioner, der udgør **euroområdet** pengeudstedende sektor. De omfatter **Eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i EU-lovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller indlånsnignende indskud fra enheder, undtagen MFIer, og som for egen regning (i det mindste i økonomisk henseende) yder lån og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe omfatter hovedsagelig **pengemarkedsforeninger**, dvs. foreninger, der investerer i kortfristede instrumenter med lav risiko, sædvanligvis med en løbetid på 1 år eller mindre.

**MFIernes kreditgivning til residerter i euroområdet:** MFIernes udlån til residerter i **euroområdet** (herunder **den offentlige sektor** og den private sektor) og MFIernes beholdninger af værdipapirer (aktier, andre **ejerandelsbeviser** og **gældsinstrumenter**) udstedt af ikke-MFIer i euroområdet.

**MFIernes langfristede finansielle passiver:** Tidsindskud med en løbetid på over 2 år, indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder, **gældsinstrumenter** med en oprindelig løbetid på over 2 år udstedt af **MFIer i euroområdet** samt euroområdets MFI-sektors egenkapital.

**MFIernes nettofordringer på udlandet:** MFIer i **euroområdet** fordringer på udlandet (fx guld, beholdninger af pengesedler og mønter i fremmed valuta, beholdninger af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet og udlån til residerter uden for euroområdet) minus euroområdets MFI-sektors eksterne passiver (fx indskud fra residerter uden for euroområdet, deres **genkøbsforretninger** samt deres andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af MFIer).

**MFIernes rentesatser:** De rentesatser, som residente **kreditinstitutter** og andre **MFIer**, ekskl. centralbanker og **pengemarkedsforeninger**, anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerter i **euroområdet**.

**MFI-sektorens konsoliderede balance:** Balance, der fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx ud- og indlån mellem MFIer) på den aggregerede MFI-balance. Den giver statistisk information om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residerter i **euroområdet**, som ikke hører til denne sektor (dvs. den **offentlige sektor** og andre residerter i euroområdet), og over for residerter uden

for euroområdet. Balancen er den vigtigste statistikkilde til beregning af pengemængdemål, og den danner grundlag for den regelmæssige analyse af **M3s** modposter.

**Minimumsbudrente:** Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud ved auktioner til variabel rente.

**Modpart:** Den anden part i en finansiel transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

**Monetær analyse:** En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den monetære analyse hjælper med at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt i lyset af den tætte sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau over længere tidshorisonter. Den monetære analyse tager højde for udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder **M3** og dets komponenter og modposter, især udlån, og forskellige mål for overskudslikviditet (se også **økonomisk analyse**).

**Monetær indkomst:** De indtægter, som de nationale centralbanker i forbindelse med deres udførelse af **Eurosystemets** pengepolitiske opgaver har af aktiver, som de besidder som modværdi for sedler i omløb og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

**Obligationsmarked:** Marked, hvor mellem- og langfristede **gældsinstrumenter** udstedes og handles.

**Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service):** En sektor, der er defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, og som omfatter residente enheder, der hovedsagelig beskæftiger sig med produktion af ikke-markedsmæssige varer og tjenester bestemt for individuelt og kollektivt konsum og/eller omfordeling af nationalindkomst og -formue. Sektoren består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde. Offentligt ejede enheder, der driver erhvervsvirksomhed, fx offentlige virksomheder, indgår ikke i den offentlige sektor.

**Omkostninger ved ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering (reale):** Ikke-finansielle selskabers omkostninger, når de optager nye lån. For ikke-finansielle selskaber i **euroområdet** udregnes disse som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved banklån, omkostningerne ved **gældsinstrumenter** og omkostningerne ved aktier baseret på det udestående beløb (justeret for værdiansættelseeffekter) og deflateret ud fra inflationsforventningerne.

**Option:** Et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt aktiv (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato).

**Pengemarked:** Marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

**Porteføljeinvesteringer:** **Euroområdets** residenters nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residerter i euroområdet ("passiver"). Omfat-

ter **ejerandelsbeviser** og **gældsinstrumenter** (obligationer og pengemarkedsinstrumenter) ekskl. beløb bogført under **direkte investeringer** eller reserveaktiver.

**Primær markedsoperation:** En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **Eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De primære markedsoperationer udføres som ugentlige standardauktioner, normalt med en løbetid på en uge.

**Primær saldo:** Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

**Prisstabilitet:** **Eurosystemets** hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** definerer prisstabilitet som en år-til-år-stigning på under 2 pct. i **det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euroområdet**. Styrelsesrådet har også meddelt, at det med henblik på prisstabilitet agter at fastholde en inflation på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

**Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud:** I traktatens artikel 126 og protokollen (nr. 12) 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 126 suppleres af Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud (som ændret ved Rådets forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005), der er en del af **stabilitets- og vækstpagten**.

**Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system):** Et afviklingssystem, hvor betalingsinstrukser behandles, efterhånden som de opstår, og afvikles i realtid (se også **Target**).

**Referenceværdi for M3-vækst:** Den årlige vækst i **M3** på mellemlangt sigt, der er i overensstemmelse med fastholdelse af **prisstabilitet**. Referenceværdien for den årlige M3-vækst er p.t. 4½ pct.

**Reservekrav:** De mindstereserver, som et **kreditinstitut** skal holde på konti hos **Eurosystemet** i en på forhånd fastsat **reservekravsperiode**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af reservekravsperioden.

**Reservekravsgrundlag:** Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

**Reservekravskoefficient:** En koefficient, som centralbanken fastsætter for hver enkelt kategori af balanceposter i **reservekravsgrundlaget**. Koefficienten bruges til beregning af **reservekravene**.

**Reservekravsperiode:** Den periode, for hvilken **kreditinstitutternes** overholdelse af **reservekravene** beregnes. Reservekravsperioden starter på afviklingsdagen for den første **primære markedsoperation** efter det møde i **Styrelsesrådet**, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikken normalt finder sted. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør en kalender over reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

**Securitisering:** Pooling af finansielle aktiver, fx realkreditlån, og efterfølgende salg heraf til en "special-purpose vehicle", som derefter udsteder fastforrentede værdipapirer med henblik på salg

til investorer. Rente og afdrag på disse værdipapirer afhænger af pengestrømmen fra de underliggende finansielle aktiver.

**Sikkerhed:** Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx af **kreditinstitutter** over for centralbanker), samt aktiver solgt (fx af kreditinstitutter til centralbanker) i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

**Stabilitets- og vækstpagten:** Hensigten med stabilitets- og vækstpagten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i EU-landene med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og for kraftig, holdbar vækst, der fremmer jobskabelsen. Med henblik herpå foreskriver pagten, at medlemslandene specificerer mellemfristede budgetmålsætninger. Den indeholder også en række konkrete bestemmelser vedrørende **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**. Pagten består af Det Europæiske Råds resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam 17. juni 1997, og to rådsforordninger, nemlig i) forordning (EF) nr. 1466/97 af 7. juli 1997 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker som ændret ved forordning (EF) nr. 1055/2005 af 27. juni 2005 og ii) forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som ændret ved forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005. Stabilitets- og vækstpagten suppleres af **Ecofin-Rådets** rapport "En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten", som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles den 22.-23. marts 2005. Pagten suppleres ligeledes af en 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 **euro-pæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se også den **offentlige sektor**).

**Straight-through processing (STP):** Automatiseret behandling af handler/betalingsoverførsler fra afsender til endelig modtager, herunder automatiseret bekræftelse, match, generering, clearing og afvikling af ordrer.

**Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **direktion** og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har euro som valuta.

**Stående facilitet:** En centralbankkreditfacilitet, 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 (fx betydelige likviditets- eller kreditproblemer), hvilket kan true de finansielle markeders stabilitet eller tilliden til markederne. Manglende evne til at opfylde sine forpligtelser kan skyldes driftsmæssige eller økonomiske problemer.



**Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Eurosystemets realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS)** for euroen. Første generation af systemet blev erstattet af anden generation (Target2) i maj 2008.

**Target2:** Anden generation af systemet afvikler betalinger i euro i centralbankpenge og er baseret på en fælles it-plattform, hvortil alle betalingsordrer sendes til behandling.

**Target2-Securities (T2S): Eurosystemets** fælles tekniske platform, som gør det muligt for **værdipapircentraler** og nationale centralbanker at yde central, tværnational og neutral afvikling af værdipapirtransaktioner i centralbankpenge i Europa.

**Tilbageførselsforretning:** En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

**Valutaswap:** En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden.

**Værdipapirafviklingssystem:** Et system, hvor værdipapirer kan overføres enten uden betaling eller mod betaling (delivery versus payment).

**Værdipapircentral:** en enhed, som i) muliggør værdipapirhandler i elektronisk form, ii) yder depotservice (fx administration af virksomhedernes handlinger og indfrielse) og iii) spiller en aktiv rolle i sikringen af integriteten i værdipapiranlæggene. Værdipapirer kan enten være fysiske papirer (der opbevares i værdipapircentralen) eller dematerialiserede værdipapirer (dvs. kun som elektroniske registreringer).

**Økonomisk analyse:** En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den økonomiske analyse fokuserer primært på vurderingen af den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici for prisstabiliteten, som udviklingen indebærer på kort til mellemlangt sigt, hvor perspektivet er samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer og tjenesteydelser og faktormarkedene 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 til, at de på kort til mellemlangt sigt breder sig til andre dele af økonomien (se også **monetær analyse**).

**Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), Det:** Et rådgivende EU-organ, som bidrager til forbedringen af **Ecofin-Rådets** og Europa-Kommissionens arbejde. Udvalget har bl.a. til opgave at følge medlemslandenes og EUs 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 ØMU'en fuldført.

