



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

ÅRSBERETNING
2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



ÅRSBERETNING 2010

I 2011 vil alle publikationer bære et motiv taget fra en 100-euroseddel

© Den Europæiske Centralbank, 2011

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:

*Andreas Böttcher
ESKQ
ISOCHROM.com
Robert Metsch
Walter Vorjohann*

*Skæringsdato for statistik i denne
årsberetning var den 25. februar 2011*

ISSN 1725-2830 (online)

INDHOLD

FORORD			
KAPITEL I			
DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG Pengepolitikken			
I Pengepolitiske beslutninger	16		
2 Den monetære, finansielle og økonomiske udvikling	23		
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	23		
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	27		
2.3 Udviklingen i priser og omkostninger	47		
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	57		
2.5 Udviklingen i de offentlige finanser	64		
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalance	73		
3 Den økonomiske og monetære udvikling i EU-lande uden for Euroområdet	80		
KAPITEL 2			
Centralbankoperationer og -aktiviteter			
I Pengepolitiske operationer, valutaoperationer og investeringsaktiviteter	90		
1.1 Markedsoperationer og stående faciliteter	90		
1.2 Valutaoperationer med andre centralbanker	97		
1.3 Securities markets programme	98		
1.4 Programmet til opkøb af covered bonds	99		
1.5 Investeringsaktiviteter	99		
2 Betalings- og IPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER	102		
2.1 TARGET2-systemet	102		
2.2 TARGET2-Securities	103		
2.3 Afviklingsprocedurer for sikkerhed	105		
3 SEDLER OG MØNTER	107		
3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndteringen heraf	107		
3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	108		
3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	108		
4 STATISTIK	111		
4.1 Nye eller forbedrede statistikker for euroområdet	111		
4.2 Øvrig statistisk udvikling	111		
4.3 Statistiske behov, der er udsprunget af den finansielle krise	112		
5 ØKONOMISK FORSKNING	114		
5.1 Forskningsprioriteter og -resultater	114		
5.2 Formidling af forskning: publikationer og konferencer	115		
6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER	117		
6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang			
6.2 Rådgivende funktioner	117		
6.3 Forvaltning af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner, European Financial Stability Facility samt puljen af bilaterale lån til Den Helleniske Republik	121		
6.4 Eurosystemets forvaltning af valutareserver	122		

KAPITEL 3		KAPITEL 5	
ESTLANDS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET		EUROPÆISKE SPØRGSMÅL	
1 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE		1 POLITIKSPØRGSMÅL	154
UDVIKLING I ESTLAND	126	2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL	157
2 JURIDISKE ASPEKTER AF EESTI PANKS		3 FORBEDRING AF DEN ØKONOMISKE	
INTEGRATION I EUROSISTEMET	130	STYRING I EU	158
3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF EESTI		4 UDVIKLINGEN I OG FORHOLDET TIL EU-	
PANKS INTEGRATION I EUROSISTEMET	131	KANDIDATLANDENE	159
4 OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG		KAPITEL 6	
-MØNTER I ESTLAND	132	OPGAVER I RELATION TIL DET EUROPÆISKE	
		UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICIS (ESRB)	
KAPITEL 4		FUNKTIONSMÅDE	
FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION		1 INSTITUTIONELLE RAMMER	162
1 FINANSIEL STABILITET	136	2 AKTIVITETERNE I DET FORBEREDENDE	
1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	136	ESRB-SEKRETARIAT	164
1.2 Ordninger vedrørende finansiell stabilitet	138	3 ANALYTISK, STATISTISK, LOGISTISK OG	
2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN	140	ADMINISTRATIV STØTTE TIL ESRB	165
2.1 Bankvirksomhed	140	KAPITEL 7	
2.2 Værdipapirer	141	INTERNATIONALE SPØRGSMÅL	
2.3 Regnskabsprincipper	142	1 VIGTIGE TENDENSER I DET	
3 FINANSIEL INTEGRATION	144	INTERNATIONALE MONETÆRE SYSTEM	170
4 OVERVÅGNING AF BETALINGSSYSTEMER		2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU	174
OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR	148	KAPITEL 8	
4.1 Systemer for store betalinger og		ANSVARLIGHED	
infrastrukturudbydere	148	1 ANSVARLIGHED OVER FOR	
4.2 Detailbetalingssystemer og		OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-	
-instrumenter	150	PARLAMENTET	180
4.3 Clearing og afvikling af		2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED	
værdipapirer og derivater	150	EUROPA-PARLAMENTET	181
4.4 Andre aktiviteter	151		

KAPITEL 9		Note om fordeling af overskud/ dækning af tab	239
EKSTERN KOMMUNIKATION			
1 KOMMUNIKATIONSPOLITIK	184	6 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2010	240
2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER	185		
KAPITEL 10		BILAG	
INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB		RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK	244
1 ECB'S BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE	190	UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK	247
1.1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	190	KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG	254
1.2 Styrelsesrådet	191		
1.3 Direktionen	193	OVERSIGT OVER ECB'S KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET	258
1.4 Det Generelle Råd	194		
1.5 Eurosystem-/ESCB- komiteer, budgetkomiteen, Personalechefkredsen og Eurosystemets it-styringskomite	196	DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER	263
1.6 Corporate governance	197		
2 ORGANISATORISK UDVIKLING	200	ORDLISTE	264
2.1 Personaleforvaltning	200	BOKSE	
2.2 Forholdet til medarbejderne og den sociale dialog	201	1 Ekstraordinære tiltag i 2010	17
2.3 ECB's nye hovedsæde	201	Figur Rentespænd for statsobligationer i 2010 og primo 2011	18
2.4 Eurosystemets kontor til koordinering af indkøb	202	2 Sammenligning af den seneste udvikling i MFI-udlån til den ikke-finansielle private sektor med tidligere konjunk- turforløb med nedgang og opsving	32
2.5 Miljø	202	Figur A Årlig vækst i MFI'ernes reale udlån til den ikke-finansielle private sektor under væsentlige konjunkturedgange og -opsving siden 1990	32
2.6 It-serviceledelse	202	Figur B Årlig vækst i reelt BNP under væsentlige konjunktured- gange og -opsving siden 1990	33
3 PERSONALECHEFKREDSEN	204	Figur C Årlig vækst i MFI'ernes reale udlån til husholdninger under væsentlige konjunktured- gange og -opsving siden 1990	33
4 ESCB'S SOCIALE DIALOG	205		
5 ÅRSREGNSKAB FOR ECB	206		
Ledelsens beretning for regnskabsåret 2010	207		
Balance pr. 31. december 2010	212		
Resultatopgørelsen for perioden 1. januar til 31. december 2010	214		
Anvendt regnskabspraksis	215		
Noter til balancen	220		
Noter til resultatopgørelsen	234		
Revisionspåtegning	237		

	Figur D	Årlig vækst i MFT'ernes reale udlån til ikke-finansielle selskaber under væsentlige konjunktumedgange og -opsving siden 1990	34				
3		Udviklingen i markedsbaserede mål for inflationsforventningerne i 2010	40				
	Figur A	"Break-even"-inflation og indekserede swaprenter	41				
	Figur B	Ændringer i "break-even"-inflation og ændringer i nominelle renter og realrenter	41				
	Figur C	Fordeling af langsigtet "break-even"-inflation på termin baseret på en rentestrukturmodel	41				
	Figur D	5-årig "break-even"-inflation på termin 5 år frem for euroområdet og USA	42				
4		Fortolkning af undersøgelsesbaserede indikatorer for kreditstandarder for erhvervslån	48				
	Figur A	Ændringer i kreditstandarder for godkendelse af lån eller kreditfaciliteter til virksomheder	49				
	Figur B	Euroområdets virksomheders adgang til banklån	50				
	Figur C	Restriktive og ekspansive kreditstandardregimer og kreditstandarder for lån til euroområdets ikke-finansielle selskaber	50				
5		Udviklingen i råvarepriserne og deres indvirkning på HICP-inflationen	54				
	Figur A	Udviklingen i råvarepriserne	54				
	Tabel	Råolieprisernes gennemslag på energipriserne i HICP	55				
	Figur B	Industrielle råvarer og PPI for halvfabrikata	56				
6		Husholdningernes opsparingsadfærd i euroområdet	62				
	Figur A	Husholdningernes indkomst, forbrug og opsparing	62				
	Figur B	Husholdningernes finansielle nettoformue	63				
				7			
					Den seneste udvikling på arbejdsmarkedet i euroområdet og USA: de primære forskelle og et historisk perspektiv		67
	Figur	Udviklingen i beskæftigelsen i euroområdet og USA					67
	Tabel	Arbejdsmarkedsindikatorer i euroområdet og USA					68
				8	Makroøkonomiske omkostninger og fordele ved budgetkonsolidering		74
				9	Statistiske konsekvenser af udvidelsen af euroområdet med Estland		128
				10	ESCB's forskningsnetværk vedrørende makroprudentiel forskning		166
					TABELLER		
				1	Prisudviklingen		53
				2	Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger		58
				3	Sammensætningen af vækst i realt BNP		60
				4	Udviklingen på arbejdsmarkedet		66
				5	Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene		71
				6	Underskudsproceduren i eurolandene		72
				7	Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet		80
				8	HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet		81
				9	Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet		82
				10	Betalingsbalancen for EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet		83
				11	Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet		86
				12	Betalinger i Target2		102
				13	Fordeling af eurosiddelproduktionen i 2010		109
				14	De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Estland		126
					FIGURER		
				1	ECB-renter og EONIA-renten		16
				2	Renteudviklingen siden intensiveringen af finanskrisen		17
				3	Udviklingstendenser i de største industrialiserede økonomier		23
				4	Udviklingstendenser i råvarepriserne		27
				5	M3 og udlån til den private sektor		28
				6	M3's hovedkomponenter		29

7	MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente	29	37	Betalingsbalancens løbende poster og dens sammensætning	77
8	Sektorfordelte indskud	30	38	Euroområdet eksportmængder til udvalgte handelspartnere	78
9	M3's modposter	30	39	Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet	78
10	3-måneders-Eurepo, -Euribor og -OIS-rente	36	40	De vigtigste poster på de finansielle konti	79
11	ECB's renter og dag til dag-renten	36	41	Udviklingen i EU-valutaer i ERM2	84
12	Lange statsobligationsrenter	37	42	Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2 over for euroen	85
13	Rentespænd for statsobligationer i udvalgte eurolande	39	43	ECB's officielle renter og Eonia	90
14	Nulkupon "break-even"-inflation i euroområdet	40	44	Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2010	92
15	Væsentlige aktieindeks	43	45	Udeståender i de pengepolitiske operationer	93
16	MFI-lån til husholdningerne	44	46	Belånbare aktiver fordelt efter type	95
17	Renter på udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	45	47	Sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer mod udestående kredit i de pengepolitiske operationer	96
18	Husholdningernes gæld og rentebetaling	45	48	Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type	96
19	Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering	46	49	Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2010	107
20	Fordeling af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering efter instrument	47	50	Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2010	107
21	Profitmål for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet	48	51	Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2010 efter seddelværdi	109
22	De ikke-finansielle selskabers gældskvoter	51	52	Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2010	110
23	De vigtigste komponenter i HICP-inflationen	52	53	Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2010	110
24	De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen	53			
25	De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	58			
26	Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	59			
27	Lønomsninger i euroområdet	59			
28	Fordeling af BNP-deflator	59			
29	Boligprisudviklingen i euroområdet	60			
30	Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP	61			
31	Konjunkturbarometre	61			
32	Vækst i industriproduktionen og vækstbidrag	65			
33	Ledighed	66			
34	Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet	73			
35	Valutakursbevægelser og implicit volatilitet	76			
36	Nominelle og reale effektive eurokurser (EER-20)	77			

FORKORTELSER

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

ANDRE FORKORTELSER

BIS	Den Internationale Betalingsbank
BPM5	IMF's 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
MFI'er	Monetære finansielle institutioner
NCB'er	Nationale centralbanker
OECD	Organisation for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
PPI	Producentprisindeks
ULCM	Enhedslønomkostninger i fremstillingssektoren
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

I overensstemmelse med EU's 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 2010 måtte pengepolitikken gennemføres i et økonomisk klima, der på den ene side var præget af det økonomiske opsving i euroområdet og på den anden side af vedvarende spændinger på de finansielle markeder. Opsvinget i realøkonomien i løbet af 2010 blev noget kraftigere end forventet. Dette skyldtes delvis opsvinget i verdensøkonomien, men den indenlandske udvikling bidrog også til den positive udvikling. Overordnet set var der en stigning i realt BNP i euroområdet på ca. 1,7 pct. i 2010, efter at der i 2009 havde været et fald på 4,1 pct. For så vidt angår priserne, skyldtes inflationsstigningen i 2010 hovedsagelig stigninger i de globale råvarepriser. Samtidig var det underliggende indenlandske inflationspres fortsat moderat. Den gennemsnitlige årlige inflation steg som følge heraf fra 0,3 pct. i 2009 til 1,6 pct. i 2010.

På denne baggrund fastholdt Styrelsesrådet i 2010 og begyndelsen af 2011 renten ved de primære markedsoperationer på 1 pct., som er det historisk lave niveau, den har befundet sig på siden maj 2009. Dette stemte overens med Styrelsesrådets vurdering af, at inflationsudsigterne

på mellemlangt sigt fortsat var i overensstemmelse med prisstabilitet i 2010. Mere positive forventninger til væksten og kortsigtdynamikken i inflationen blev således ikke anset for at udgøre en trussel for prisstabilitet på mellemlangt sigt. Udviklingen i pengemængden og kreditgivningen bekræftede vurderingen af, at inflationspreset på lidt længere sigt skulle forblive afdæmpet. Inflationsforventningerne var 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. Dette påvirker den store troværdighed, som ECB's pengepolitik nyder, positivt.

Hvad angår de ekstraordinære pengepolitiske tiltag, som Eurosystemet har truffet som reaktion på den finansielle krise, bevirkede forbedringer af forholdene på de finansielle markeder i 2009 og de første par måneder af 2010, at ECB kunne reducere sin rolle som formidler. I maj blussede de akutte finansielle spændinger op igen. En mulig fortolkning af denne udvikling er, at den var resultatet af voksende bekymring i markedet om de offentlige financers holdbarhed, særlig i Grækenland, samtidig med at der var tydelige tegn på afsmitning på andre statsobligationsmarkeder i euroområdet. I disse segmenter af de sekundære markeder for gældinstrumenter i euro opstod der mangel på likviditet. Ydermere medførte justeringer af kreditværdigheden og kursfald hyppige "margin calls" og nedjusteringer af banksystemets aktiver, som førte til pludselige og bratte fald i værdien af bankernes sikkerheder. Efterhånden blev det private marked for genkøbsforretninger også påvirket. Rentespændene på pengemarkedet udvidede sig igen, alt imens omsætningen i dag til dag-segmentet faldt, bid-ask-spændet blev udvidet og både markedet for covered bonds og erhvervsobligationsmarkedet blev påvirket. Som en reaktion herpå genindførte Styrelsesrådet en række ekstraordinære tiltag, som allerede var blevet udfaset, eller som skulle have været udfaset. Eurosystemet besluttede således fortsat at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling ved de faste 3-måneders langfristede markedsoperationer i perioden ultimo maj

til ultimo december og indførte en ny 6-måneders-markedsoperation med fuld tildeling, som blev gennemført i maj. Endvidere blev den midlertidige swapfacilitet med Federal Reserve genindført, og Securities Markets Programme blev lanceret. Programmet har gjort det muligt for Eurosystemet at intervenere i obligationsmarkedet og dermed at medvirke til igen at få den pengepolitiske transmissionsmekanisme til at fungere hensigtsmæssigt i de markedssegmenter, som fungerer dårligt. Likviditetseffekter som følge af disse opkøb er blevet fuldstændig neutraliseret af ugentlige likviditetsopsugende operationer.

For så vidt angår finansreformen, blev der i 2010 taget en række betydelige skridt til at øge den finansielle sektors modstandsdygtighed. Globalt var det G20-landenes finansministre og centralbankchefer, som med deres ambitiøse dagsorden satte gang i processen bag de milepæle, der blev nået. Aftalen om Basel III-pakken, som blev indgået af Baselkomiteen og vedtaget af gruppen af centralbankchefer og cheferne for de nationale tilsyn, indebærer en betydelig stramning af kravene til bankernes kapital og likviditet og er en af hjørnesteenene i de nye rammer for tilsyn. ECB giver de nye rammer sin fulde støtte og er af den opfattelse, at den vedtagne gradvise gennemførelse af Basel III-pakken bør gives høj prioritet.

Et andet vigtigt indsatsområde for at styrke modstandsdygtigheden i det finansielle system har været Financial Stability Board's (FSB's) arbejde med at udvikle integrerede rammer med henblik på at reducere risiko og eksterne faktorer i tilknytning til systemisk vigtige finansielle institutioner. ECB, som er medlem af FSB, anser det for vigtigt, at der udvikles en ordentlig ramme, som kan sikre en høj grad af sammenhæng internationalt og derved skabe lige vilkår og reducere risikoen for reguleringsarbitrage.

Reformen af rammerne for forebyggelse, styring og løsning af kriser tog fart i 2010. Den sigter mod at implementere en ramme for koordine-

ringen af politikker i EU og forbedre EU-lovgivningen. ECB har aktivt bidraget til dette arbejde, og Eurosystemet har støttet udviklingen af en EU-ramme for afvikling af banker.

Oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) 16. december 2010 var en vigtig milepæl og et klar bevis på, at EU har lært af de erfaringer, som krisen gav. ESRB bliver ansvarlig for det makroprudentielle tilsyn i EU og får til opgave at identificere, vurdere og prioritere systemiske risici samt udstede advarsler og rette henstillinger i henhold til en mekanisme, som kræver handling eller forklaring. Sammen med De Europæiske Tilsynsmyndigheder (ESA'erne) og de nationale tilsynsmyndigheder er ESRB en del af det nye europæiske finanstilsynssystem (ESFS). ECB har fået til opgave at fungere som sekretariat for ESRB og yder ESRB analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte. ECB's forberedende arbejde for ESRB begyndte med oprettelsen af ESRB's Forberedende Sekretariat 1. marts 2010. ESRB's besluttende organ afholdt sit første møde 20. januar 2011.

ECB fortsatte med at bidrage til de vigtigste politiske og reguleringsmæssige initiativer, som skal forbedre stabiliteten i de finansielle markedsinfrastruktur, bl.a. med hensyn til over-the-counter (OTC) derivater. ECB offentliggjorde i april 2010 en rapport om erfaringerne fra den finansielle krise med hensyn til den måde, hvorpå infrastrukturen på de finansielle markeder i EU fungerer. En vurdering af systemisk vigtige betalingssystemer, som blev foretaget af en række nationale centralbanker, viste endvidere, at de forskellige systemoperatører holder et højt niveau med hensyn til forretningsvidereførelse og ordninger for krisekommunikation. ECB fortsatte desuden med at fungere som katalysator for aktiviteter i den private sektor ved at fremme kollektiv handling. Hvad angår det fælles eurobetalingsområde SEPA, har ECB kraftigt støttet EU's lovgivere i deres bestræbelser på at skabe den dynamik, som er nødvendig for at afslutte SEPA-projektet. Den planlagte lovgivning med slutdatoer for overgangen

til SEPA, som vil føre til, at brugen af nationale betalingsinstrumenter ophører, er afgørende for at sikre en rettidig og gnidningsløs indførelse af SEPA.

Hvad angår centralbankopgaver, driver Eurosystemet Target2, der er et system for store betalinger. Enkeltplatformssystemet Target2 muliggør realtidsbruttoafvikling i euro og giver 23 centralbanker i EU og deres respektive brugere mulighed for at benytte sig af den samme omfattende og avancerede tjeneste. I 2010 skete der store fremskridt med Eurosystemets Target2-Securities program (T2S), som er en ny værdipapirafviklingsløsning, der kan håndtere flere valutaer. I årets løb skete der fremskridt på en række centrale politikområder, og andre blev afsluttet. Der blev eksempelvis truffet beslutning om prispolitikken og fastsættelsen af en styringsramme, hvoraf det fremgår, hvordan Eurosystemet, nationale centralbanker uden for euroområdet, værdipapircentraler og markedsdeltagere kan deltage i den fremtidige udvikling og drift af T2S. Der skete også fremskridt i arbejdet med at oprette en fælles platform (CCBM2) til mobilisering af sikkerhed i Eurosystemet. Efter planen skal systemet være klar til brug i 2013, og det 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 1.421,5 ved udgangen af 2010 mod 1.385,5 ved udgangen af 2009. Stigningen skyldtes hovedsagelig de nye opgaver, som ECB har fået tildelt i forbindelse med oprettelsen af ESRB's sekretariat samt – mere overordnet set – støtte til ESRB. ECB's medarbejdere kommer fra alle EU's 27 medlemslande, og de ansættes – efter en åben udvælgelseskampagne – i ledige stillinger, som bliver opslået på ECB's websted. I overensstemmelse med ECB's mobilitetspolitik flyttede 204 medarbejdere i 2010 til andre stillinger internt i organisationen, mens otte medarbejdere blev udstationeret

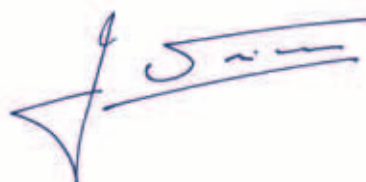
i andre organisationer, og 36 fik bevilget orlov uden løn for at studere, for at kunne arbejde i en anden organisation eller af private årsager. En af hjørnestenene i ECB's personalestrategi er fortsat en kontinuerlig udvikling af medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer.

Udviklingen af organisationskulturen satte fokus på mangfoldighed og fagetik. ECB lægger stor vægt på mangfoldighed og har offentliggjort sin politik på området. Et forbedret etisk grundlag for ECB's ansatte trådte i kraft i 2010.

Den 18. maj 2010 markerede den festlige nedlæggelse af grundstenen den officielle start på selve byggearbejdet på ECB's nye hovedsæde. I begyndelsen af 2010 var de respektive offentlige udbud blevet afsluttet med et godt resultat, og kontrakter på arbejde svarende til ca. 80 pct. af de beregnede byggeomkostninger var blevet udstedt inden for det planlagte budget. Byggeriet forventes at stå færdigt i slutningen af 2013.

ECB's regnskab viste et overskud på 1,33 mia. euro i 2010. Til sammenligning var overskuddet i 2009 på 2,22 mia. euro. Styrelsesrådet besluttede pr. 31. december 2010 at overføre 1,16 mia. euro til hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. Herved steg hensættelsen til 5,18 mia. euro, hvilket var det maksimalt tilladte beløb og svarede til værdien af den kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet havde indbetalt pr. denne dag. Hensættelsens størrelse tages hvert år op til fornyet vurdering. ECB's nettoresultat for 2010 var 170 mio. euro efter hensættelser. Dette beløb blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

Frankfurt am Main, marts 2011



Jean-Claude Trichet



ECB's nye hovedsæde: udsigten fra øst med Frankfurt am Mains bykerne i baggrunden

KAPITEL I

**DEN ØKONOMISKE
UDVIKLING OG
PENGEPOLITIKKEN**

I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

Igen i 2010 opererede Eurosystemet under forhold præget af store udfordringer og fornyede spændinger på de finansielle markeder. På nogle obligationsmarkeder i euroområdet opstod der alvorlig stress, navnlig fra maj 2010, som følge af statsgældskrisen. På den anden side var inflationsudsigterne fortsat moderate, idet der hverken var deflations- eller inflationspres over den politikrelevante tidshorizont. HICP-inflationen tiltog gradvis i årets løb og udgjorde i 2010 i gennemsnit 1,6 pct., mod 0,3 pct. i 2009. Den økonomiske vækst udviklede sig forholdsvis favorabelt i 2010, især når der tages højde for den alvorlige konjunkturedgang i 2009. Nøgletal og spørgeskemaundersøgelser i løbet af 2010 tydede generelt på noget bedre økonomiske resultater end forventet. På baggrund heraf vurderede Styrelsesrådet ECB's lempelige pengepolitik som hensigtsmæssig og fastholdt derfor ECB's renter uændret på de historisk lave niveauer, de nåede ned på i maj 2009. I hele 2010 var renten ved de primære markedsoperationer 1,00 pct., mens renten på indlånsfaciliteten var 0,25 pct. og renten på den marginale udlånsfacilitet var 1,75 pct. (se figur 1).

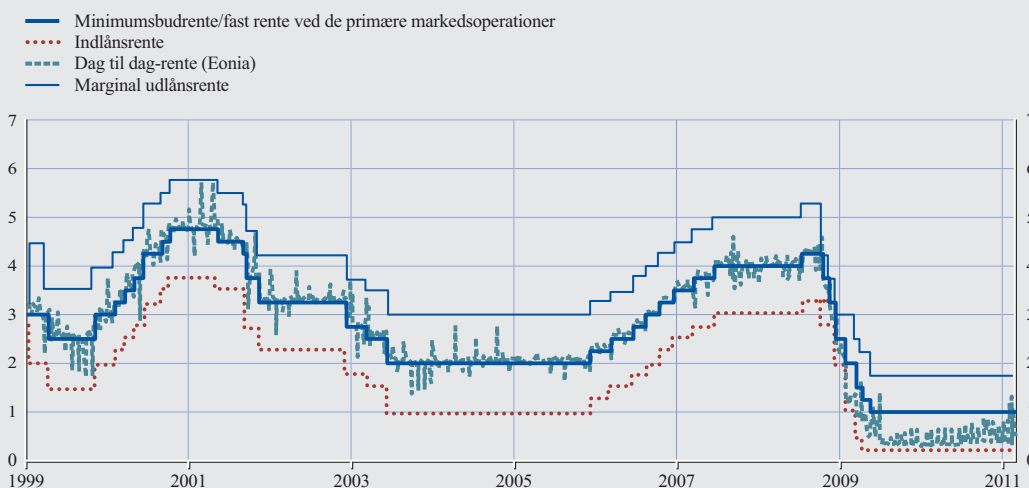
Ved en nærmere undersøgelse af renteutviklingen, siden den finansielle krise spidsede til efter den 15. september 2008 – hvor den amerikanske

finansielle institution Lehman Brothers gik konkurs – kan der fremhæves nogle vigtige datoer, der markerer begyndelsen på en ny fase i den finansielle krise (se figur 2).

Efter en positiv udvikling på pengemarkedet i 2009 var der lagt op til, at nogle af de ekstraordinære tiltag, der var blevet indført for at forbedre den pengepolitiske transmissionsmekanisme, skulle udfases i begyndelsen af 2010. I maj 2010 gik krisen imidlertid ind i en ny fase. Efterhånden som bekymringer i markedet om de offentlige finansers holdbarhed tiltog, især i visse eurolande, blev obligationsmarkederne i disse lande mere og mere dysfunktionelle. I betragtning af den rolle, statsobligationsmarkederne spiller i den pengepolitiske transmissionsmekanisme, lancerede ECB sit Securities Markets Programme (SMP) og genindførte nogle af de ekstraordinære tiltag, som var blevet udfaset i de foregående måneder (se boks 1). Både SMP og alle de andre ekstraordinære tiltag, der er blevet indført siden oktober 2008 med akutte spændinger på de finansielle markeder, er i sagens natur midlertidige og i fuld overensstemmelse med målsætningen om at fastholde prisstabiliteten på mellemlangt sigt.

Figur 1. ECB-renter og Eonia-renten

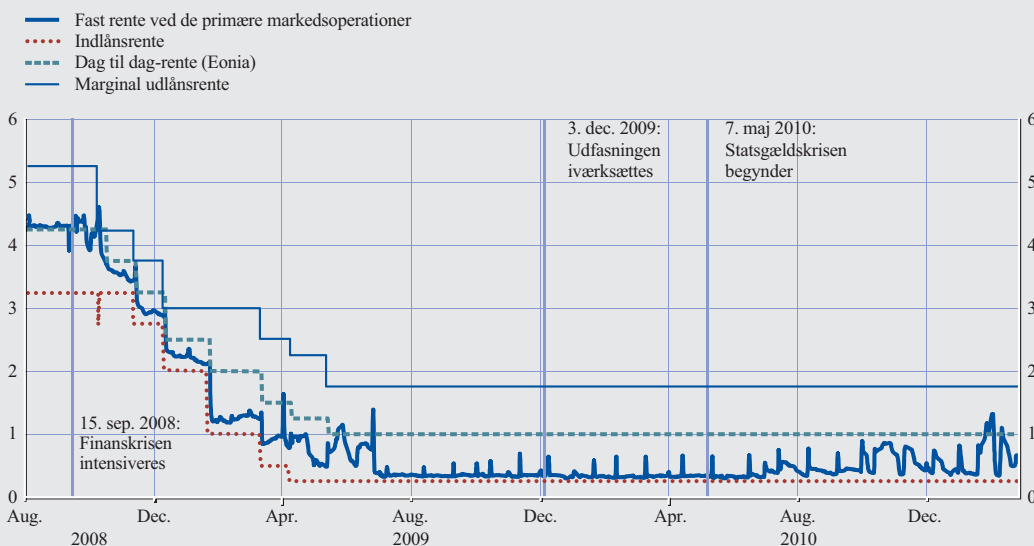
(I pct. p.a.; daglige observationer)



Kilder: ECB og Thomson Reuters.

Figur 2. Renteudviklingen siden intensiveringen af finanskrisen

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



Kilder: ECB og Thomson Reuters.

Boks I

EKSTRAORDINÆRE TILTAG I 2010¹

ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag har været en reaktion ud over det sædvanlige på exceptionelle forhold. Tiltagene er i sagens natur midlertidige. Primo 2010 blev nogle af de ekstraordinære tiltag, der ikke længere var behov for, udfaset i overensstemmelse med Styrelsesrådets beslutninger i december 2009. Baggrunden var bedre forhold på de finansielle markeder og indikationer af, at den pengepolitiske transmissionsmekanisme virkede mere normalt igen. Konkret besluttede Styrelsesrådet i december 2009, at den 12-måneders langfristede markedsoperation i december ville blive den sidste med 12 måneders løbetid, og at der kun ville blive udført én yderligere langfristet markedsoperation med en løbetid på 6 måneder (i marts 2010), samt at de supplerende 3-måneders langfristede markedsoperationer ville blive afviklet. Endvidere afviklede ECB i samarbejde med andre centralbanker de midlertidige likviditetstilførende markedsoperationer i valuta i februar 2010. Desuden blev det i marts 2010 besluttet igen at udføre de 3-måneders langfristede markedsoperationer som auktioner til variabel rente. Endelig afsluttedes i juni 2010 det 1-årige program til køb af covered bonds, der var blevet iværksat i maj 2009, efter at Eurosystemet som planlagt havde købt eurodenominerede covered bonds udstedt i euroområdet for 60 mia. euro. Samtidig blev andre af ECB's ekstraordinære tiltag videreført, fx udførelse af de primære markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

I foråret 2010 opstod der på ny spændinger i nogle segmenter af de finansielle markeder, navnlig på visse statsobligationsmarkeder i euroområdet. Rentespændet for 10-årige statsobligationer

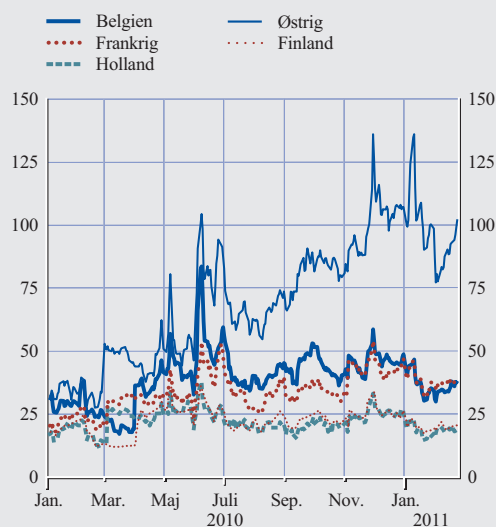
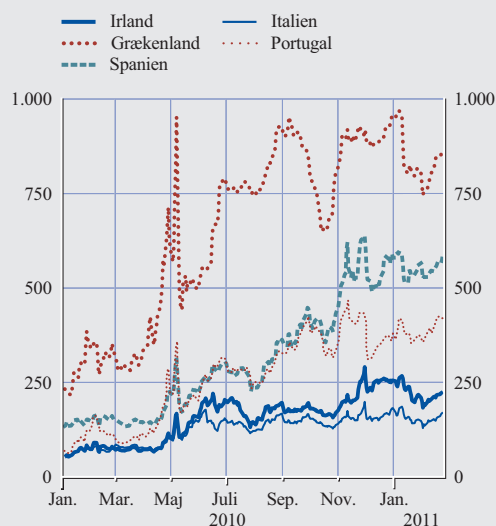
¹ Yderligere oplysninger om ECB's reaktioner på finanskrisen fra krisens start til primo september 2010 findes i artiklen "The ECB's response to the financial crisis", *Månedsoversigt*, ECB, oktober 2010.

mellem visse eurolande og Tyskland begyndte at vokse meget hurtigt (se figur). Den primære årsag var øgede bekymringer i markedet vedrørende de offentlige financers holdbarhed i visse eurolande i lyset af voksende underskud og gæld. Udvidelsen af spændene tiltog i april, og den 6. og 7. maj nåede de op på det hidtil højeste niveau siden oprettelsen af ØMU'en.² Det fik eurolandenes regeringer til at annoncere en omfattende pakke af tiltag, herunder European Financial Stability Facility, den 9. maj.

I den forbindelse lancerede Eurosystemet sit Securities Markets Programme den 10. maj 2010. Programmet sætter Eurosystemet i stand til at intervenere på euroområdet for offentlige og private gældsinstrumenter for at sikre dybde og likviditet i dysfunktionelle markedssegmenter og genoprette den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Statsobligationsmarkederne spiller en vigtig rolle i den pengepolitiske transmissionsproces via følgende kanaler.

- Statsobligationsrenter er normalt en af de vigtigste bestemmende faktorer for de renter, som finansielle og ikke-finansielle selskaber skal betale, når de udsteder obligationer ("priskanal"). Når obligationsmarkederne er alvorligt påvirket, slår centralbankens korte renter ikke i tilstrækkelig grad igennem på de længere renter, som er relevante for husholdningernes og virksomhedernes beslutninger og dermed for priserne.
- De bratte fald i obligationskurserne, der er konsekvensen af de meget højere længere renter på dysfunktionelle obligationsmarkeder, medfører betydelige tab på porteføljer i de finansielle og ikke-finansielle sektorer. Det betyder, at bankernes mulighed for långivning til økonomien forringes ("balancekanal").

Rentspænd for statsobligationer i 2010 og primo 2011



Kilde: Thomson Reuters.

Anm.: Spændene afspejler renten på 10-årige statsobligationer over for renten på en 10-årig tysk statsobligation. Der foreligger ingen sammenlignelige oplysninger for de eurolande, der ikke vises på figurene.

² Se også boksen "Finansmarkedernes udvikling i begyndelsen af maj", *Månedsoversigt*, ECB, juni 2010.

- Exceptionelt lav likviditet på statsobligationsmarkederne begrænser anvendelsen af statsobligationerne som sikkerhedsstillelse i markedsoperationer og hindrer således også bankernes långivning ("likviditetskanalen").

Beslutningen om intervention på obligationsmarkederne var således taget med henblik på at opretholde en passende pengepolitisk transmission til realøkonomien i euroområdet ved at gøre noget ved de dårligt fungerende segmenter på værdipapirmarkederne. Ifølge traktaten skal Eurosystemets køb af statsobligationer altid foregå på det sekundære marked.

Efter erklæringer fra eurolandenes regeringer og ECB den 9. og 10. maj 2010 mindskedes spændingerne på de finansielle markeder kortvarigt, hvorefter rentespændene udvidede sig igen for en række lande i resten af året.

Stigningen i likviditeten som følge af obligationskøb i forbindelse med Securities Markets Programme er fuldt steriliseret ved hjælp af specifikke operationer til at absorbere likviditeten igen, da programmet ikke sigter mod at tilføre yderligere likviditet til banksystemet. Likviditetsniveauet og pengemarkedsrenterne (dvs. pengepolitikens stramhedsgrad) påvirkes således ikke af programmet, som dermed ikke indebærer nogen inflationsrisiko. Ultimo 2010 beløb Eurosystemets intervention på obligationsmarkedet sig til 73,5 mia. euro, og der var absorberet likviditet fra pengemarkedet for nøjagtig samme beløb.

Ud over dette nye ekstraordinære tiltag suspendede ECB den 3. maj 2010 minimumsgrænsen for kreditværdigheden i forbindelse med krav om sikkerhedsstillelse i form af obligationer udstedt eller garanteret af den græske stat, efter at hjælpepakken til Grækenland fra EU og IMF var en realitet. Endvidere genindførte ECB i begyndelsen af maj nogle af de ekstraordinære tiltag, der ellers var blevet trukket tilbage, for at undgå negativ afsmitning fra de indenlandske statsgældsmarkeder til andre finansielle markeder. Der var risiko for, at markedernes funktion ville blive negativt påvirket, især i det første led i den pengepolitiske transmissionsmekanisme, nemlig forbindelsen mellem centralbanken og kreditinstitutterne. Det kunne til gengæld i alvorlig grad have forringet bankernes evne til – som den primære finansieringskilde i euroområdet – at yde kredit til realøkonomien. Eurosystemet genindførte auktioner til fast rente med fuld tildeling for de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer fra udgangen af maj. I maj blev der desuden udført en ny 6-måneders markedsoperation med fuld tildeling. De midlertidige gensidige swap lines med Federal Reserve System blev også genoptaget.

På baggrund af fortsatte spændinger i visse statsobligationssegmenter og fortsat høj usikkerhed besluttede Styrelsesrådet på sine møder i september og december 2010, at alle Eurosystemets langfristede markedsoperationer skulle tildeles ved auktioner til fast rente med fuld tildeling i henholdsvis 4. kvartal 2010 og 1. kvartal 2011. Renterne ved disse langfristede markedsoperationer blev fastsat som gennemsnittet af renten ved de primære markedsoperationer i den pågældende markedsoperations løbetid. I 2010 er de primære markedsoperationer blevet udført til fast rente med fuld tildeling.

Efter den markante nedgang i 2008-09 blev den økonomiske vækst i euroområdet positiv igen ved udgangen af 2009 og fortsatte med at tiltage i 2010. Den kvartalsvise vækst i realt BNP var i 1. halvår 2010 bedre end forventet, hvilket bl.a. afspejlede betydelige finanspolitiske stimuli og den lempelige pengepolitik samt det globale økonomiske opsving. Som forventet aftog den økonomiske vækst i 2. halvår, mens den underliggende fremdrift i euroområdets opsving forblev positiv. Alt i alt steg realt BNP i euroområdet med ca. 1,7 pct. i 2010 efter en nedgang på 4,1 pct. i 2009.

Inflationspresset var fortsat moderat i 2010 med tegn på et vist opadrettet pres ultimo året og primo 2011. Den gennemsnitlige årlige inflation lå på 1,6 pct. i 2010. Den månedlige udvikling i inflationen er imidlertid værd at bemærke, idet den årlige HICP-inflation steg gradvis i 2010 fra et lavpunkt på 0,9 pct. i februar til 2,2 pct. i december. Den gradvise stigning afspejlede hovedsagelig udviklingen i råvarepriserne, der blev drevet af det globale økonomiske opsving og basiseffekter. Ifølge markeds- og spørgeskemabaserede undersøgelser forblev de langsigtede inflationsforventninger stort set forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med Styrelsesrådets mål om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Pengemængdevæksten i euroområdet tiltog gradvis i 2010, selv om væksten i M3 fortsat lå på et lavt niveau, svarende til 0,6 pct. i gennemsnit i 2010. Det underbyggede vurderingen af en moderat underliggende pengemængdevækst og et behersket inflationspres på mellemlangt sigt. Den monetære analyse anvendt som grundlag for analysen og vurderingen af udviklingen i pengemængden og kreditgivningen er blevet løbende forbedret, og det har løftet ECB's pengepolitiske strategi på mellemlangt sigt.¹

DET GRADVISE ØKONOMISKE OPSVING OG UDFASNINGEN AF NOGLE EKSTRAORDINÆRE TILTAG

Et nærmere blik på de pengepolitiske beslutninger i 2010 viser, at oplysninger og analyser, der blev tilgængelige i begyndelsen af året, in-

dikerede, at et moderat økonomisk opsving var undervejs i euroområdet, som delvis blev understøttet af midlertidige faktorer. Endvidere var der tegn på, at opsvinget ville være ujævnt fordelt. Navnlig den økonomiske vækst og inflationen varierede mellem eurolandene, dog i mindre grad end i 2009. Forskellene kunne hovedsagelig tilskrives de igangværende korrektioner af ubalancer i euroområdet og afspejlede visse landes uholdbare vækstmønstre før krisen.

Makroøkonomiske prognoser og fremskrivninger for euroområdet forblev stort set uændrede i foråret 2010. De makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab i marts 2010 viste en årlig vækst i realt BNP i intervallet 0,4-1,2 pct. i 2010 og 0,5-2,5 pct. i 2011. Prisudviklingen forventedes at forblive afdæmpet over hele den politikrelevante tidshorisont, idet HICP-inflationen forventedes at være 0,8-1,6 pct. i 2010 og 0,9-2,1 pct. i 2011.

Krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske og den monetære analyse bekræftede fortsat vurderingen af et lavt inflationspres på mellemlangt sigt. Væksten i den brede pengemængde og kreditgivningen var fortsat lav. Pengemængdevæksten overvurderede i nogen grad den stejle rentekurves afdæmpende effekt på den underliggende pengemængdevækst, i form af et skift fra monetære aktiver til mere langfristede aktiver, der ikke indgår i M3.

Som besluttet i december 2009 iværksatte Styrelsesrådet i begyndelsen af 2010 en gradvis udfasning af de likviditetstiltag, der ikke længere var behov for i samme grad som tidligere. Især blev antallet af langfristede markedsoperationer reduceret. Udfasningen blev iværksat på baggrund af forbedrede forhold på de finansielle markeder, herunder pengemarkedet, i løbet af 2009. Eurosystemet fortsatte dog med at tilføre ekstraordinær likviditet for at understøtte bank-

¹ Yderligere oplysninger findes i artiklen "Enhancing monetary analysis", *Månedsoversigt*, ECB, november 2010 samt L. Papademos og J. Stark (red.) *Enhancing monetary analysis*, ECB, 2010.

systemet i euroområdet og dermed lette kreditgivningen i en situation med forsat usikkerhed omkring den fremtidige økonomiske udvikling. Det betød, at dag til dag-renten fortsat lå tæt på renten på indlånsfaciliteten, som den havde gjort siden indførelsen af auktioner til fast rente med fuld tildeling i oktober 2008. Før dette tidspunkt var de meget korte pengemarkedsrenter hovedsagelig styret af minimumsbudrenten ved de primære markedsoperationer.

KRISEN PÅ VISSE STATSGÆLDSMARKEDER FRA MAJ 2010

Store offentlige underskud, kraftigt stigende offentlige gældskvoter i forhold til BNP og voksende eventualforpligtelser vedrørende bankgarantier dannede grobund for en genoplussen af den finansielle krise. Markedspresset havde allerede været under opbygning mod slutningen af 2009 og i begyndelsen af 2010, men kulminerede i begyndelsen af maj 2010, hvor rentespændet for nogle eurolandes statsobligationer over for tyske benchmarkobligationer udvidedes til niveauer, der ikke var set siden euroens indførelse. Det gjaldt især de græske statsobligationer, hvis rentespænd over for tyske statsobligationer nåede op på et meget højt niveau, men andre eurolandes statsobligationsrenter var også påvirkede. I lyset af statsobligationsmarkedernes rolle i den pengepolitiske transmission til økonomien og i sidste ende priserne iværksatte ECB sit Securities Markets Programme, som gjorde det muligt for Eurosystemet at købe obligationer udstedt af den offentlige og den private sektor.

I 1. halvår 2010 var den makroøkonomiske udvikling mere gunstig end forventet trods statsgældskrisen. Disse positive tendenser medførte generelt en betydelig opjustering af de makroøkonomiske prognoser og fremskrivninger for euroområdet, der blev offentliggjort senere på året, herunder Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger i juni 2010. Samtidig var noget lavere vækstrater ventet i resten af året, dog med en positiv underliggende fremdrift. I fremskrivningerne fra september 2010 forventede ECB's stab en årlig vækst i realt BNP på 1,4-1,8 pct. i 2010 og 0,5-2,4 pct. i 2011. Det var en betydelig opjustering for 2010

i forhold til fremskrivningerne fra juni 2010, hvor Eurosystemets stab forventede en vækst på 0,7-1,3 pct. for året.

Bedringen af de makroøkonomiske forhold blev ledsaget af en mere positiv udvikling i kreditgivningen. I efteråret 2010 blev det efterhånden klart, at den årlige vækst i udlån til den private sektor havde nået et vendepunkt tidligere på året. Den årlige vækst i udlån til husholdninger havde allerede nået sit vendepunkt i 3. kvartal 2009, mens den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber først blev mindre negativ i den sidste del af 2010. Dette mønster var i generel overensstemmelse med tidligere konjunkturforløb, hvor udviklingen i udlån til ikke-finansielle selskaber havde fulgt udviklingen i den økonomiske aktivitet med nogen forsinkelse.

Efter stort set at have stabiliseret sig i 1. halvår 2010 steg Eonia-renten en smule i 2. halvår som følge af en gradvis nedgang i overskudslikviditeten. Eftersom ECB i denne periode fortsatte med at tilføre ubegrænset likviditet til MFI'erne – mod passende sikkerhedsstillelse – til den faste rente ved de primære markedsoperationer, var udviklingen i Eonia drevet af likviditets efterspørgslen. Udviklingen skulle således ikke betragtes som et tegn på pengepolitiske stramninger. Nedgangen i bankernes efterspørgsel efter finansiering fra Eurosystemet kunne snarere fortolkes som et udtryk for bedre adgang til markedsfinansiering, fx værdipapirer udstedt af banker og bankernes udlån til hinanden.

Mod slutningen af 2010 blussede spændingerne op igen på nogle obligationsmarkeder i lyset af voksende bekymringer om de offentlige financers holdbarhed i visse eurolande, bl.a. som følge af behovet for finansiel støtte til nødlidende banksystemer. Der var dog også i nogen grad tale om usikkerhed i forbindelse med forskellige aspekter af europæiske mekanismer til forebyggelse og løsning af statsgældskriser. Igen steg visse landes statsobligationsrenter brat. Den samtidige forværring af finansieringsforholdene for nogle banker medførte en stigning i Eurosystemets likviditetstilførsel.

Spændingerne i visse segmenter af de finansielle markeder og den potentielle afsmitning på realøkonomien i euroområdet medførte yderligere nedadrettede risici for de økonomiske udsigter ifølge fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab i december 2010, hvor de økonomiske udsigter var stort set uændrede i forhold til udsigterne for 2010 og 2011 i ECB's stabs fremskrivninger fra september 2010. Efter Styrelsesrådets opfattelse var der nedadrettede risici for de økonomiske udsigter, idet usikkerheden fortsat var høj. Ud over spændingerne på de finansielle markeder knytter der sig nedadrettede risici til fornyede prisstigninger på olie og andre råvarer samt til protektionistiske pres og muligheden for en ukontrolleret korrektion af globale ubalancer. På den anden side kan verdenshandlen stige mere end forventet, hvilket vil understøtte euroområdet eksport. Samtidig var erhvervstilliden i euroområdet stadig forholdsvis høj.

Hvad angår prisudviklingen, forudsagde Eurosystemets stab en årlig HICP-inflation i intervallet 1,3-2,3 pct. i 2011 i fremskrivningerne fra december 2010. Styrelsesrådet opfattede risiciene for udsigterne for prisstabilitet som stort set afbalancerede, men forventede højere prisstigninger i de kommende måneder. De opadrettede risici vedrørte navnlig prisudviklingen for energi og andre råvarer. Desuden kan stigningerne i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser blive større end forventet på grund af den budgetkonsolidering, som er nødvendig i de kommende år.

På baggrund heraf besluttede Styrelsesrådet primo september og primo december 2010 at fortsætte med at udføre de primære markedsoperationer og markedsoperationerne på særlige vilkår med en løbetid på én reservekravsperiode som auktioner til fast rente med fuld tildeling i det kommende kvartal. Fremgangsmåden for disse markedsoperationer var således den samme som i maj 2010. Endvidere besluttede Styrelsesrådet på de samme møder at udføre de 3-måneders langfristede markedsoperationer med tildeling i 4. kvartal 2010 og 1. kvartal 2011 som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Renterne

ved disse markedsoperationer blev fastsat som gennemsnittet af renten ved de primære markedsoperationer i den respektive markedsoperations løbetid.

I begyndelsen af 2011 steg inflationen fortsat, primært på grund af højere råvarepriser. I marts 2011 konkluderede Styrelsesrådet, at risiciene for udsigterne for prisudviklingen på baggrund af den økonomiske analyse var opadrettede, mens den underliggende pengemængdevækst fortsat var moderat. Den underliggende stigning i den økonomiske aktivitet i euroområdet forblev positiv, men usikkerheden var fortsat høj. Der var behov for stor årvågenhed med henblik på at dæmme op for den opadrettede risiko for prisstabiliteten. Det blev anset for at være væsentligt, at den seneste inflationsstigning ikke burde give anledning til et bredt baseret inflationspres på mellemlangt sigt, og Styrelsesrådet var fortsat parat til at handle rettidigt og med fasthed for at sikre, at de opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt ikke ville blive realiseret. Den fortsatte faste forankring af inflationsforventningerne blev betragtet som væsentlig.

Desuden besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med at udføre de primære markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det var nødvendigt og mindst frem til 12. juli 2011. Denne procedure var også fortsat gældende for markedsoperationerne på særlige vilkår, som ville blive udført så længe, det var nødvendigt og mindst til udgangen af 2. kvartal 2011. Desuden besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med at udføre de 3-måneders langfristede markedsoperationer tildelt i 2. kvartal 2011 som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

DET GLOBALE OPSVING FORTSATTE I 2010

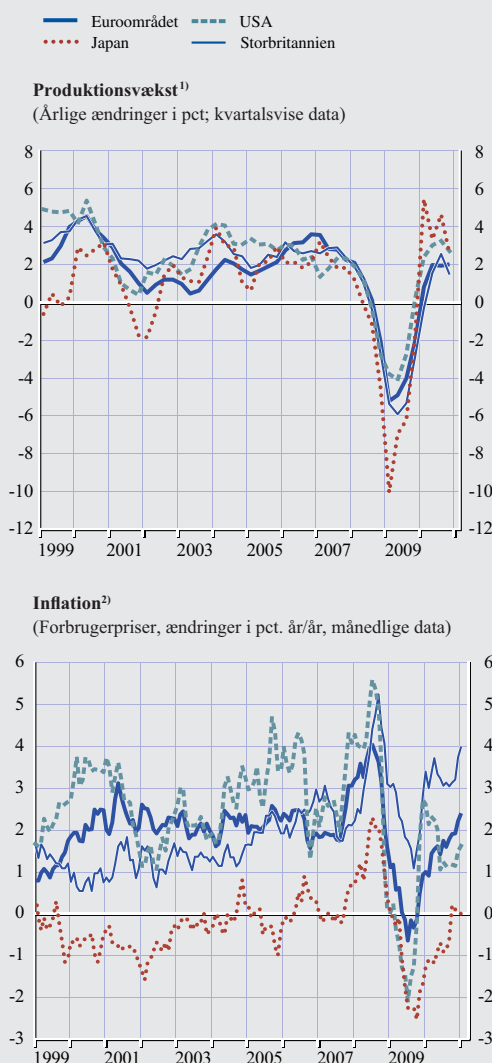
I 2010 fortsatte den globale økonomiske fremgang efter den alvorlige recession under den verdensomspændende finanskrisen. Især i 1. halvår blev opsvinget drevet af penge- og finanspolitiske stimuli, yderligere normalisering af finansieringsforholdene og bedre forbruger- og erhvervstillid. Desuden understøttede udviklingen i lagrene det globale økonomiske opsving, efterhånden som virksomhederne genopbyggede deres lagre som reaktion på bedre økonomiske udsigter. Faktisk bidrog genopbygning af lagrene betydeligt til BNP-væksten i de væsentligste økonomier i denne periode. Således steg det globale sammensatte Purchasing Managers' Index (PMI) fortsat i begyndelsen af 2010 og nåede et toppunkt på 57,7 i april, som var over niveauet lige før forværringen af den globale økonomiske krise efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008. Den samlede bedring i den økonomiske situation og aktivitetsstigningen – som var drevet af fremstillingssektoren – skete samtidig med en stærk stigning i verdenshandlen, som kom til udtryk i den markante import- og eksportvækst, især i 1. halvår. Dog er opsvinget forløbet meget uensartet i de forskellige regioner. I de udviklede økonomier var fremgangen stadig forholdsvis beskeden. Samtidig førte vækstøkonomierne, især i Asien, an i det økonomiske opsving, og der opstod endda bekymring for overophedning i flere lande. De globale beskæftigelsesindikatorer viste også en gradvis bedring i løbet af året efter omfattende tab af arbejdspladser i de to foregående år.

I 2. halvår tabte det globale opsving midlertidigt fart (se den øverste del af figur 3) i lyset af det aftagende bidrag fra lagerbeholdningerne og udfasningen af finanspolitiske stimuli, men opsvinget synes at være kommet ind i et mere selvberørende forløb. Flere lande har også annonceret konsolideringstiltag med henblik på at tackle den usikre finanspolitiske situation. Tilpasning af balancerne i forskellige sektorer og den træge udvikling på arbejdsmarkedet, i særdeleshed i udviklede økonomier, lagde desuden en dæmper på opsvinget i verdensøkonomien. Væksten i

verdenshandlen aftog ligeledes i 2. halvår 2010, hvor den var lavere end i 1. halvår. De foreliggende oplysninger tyder dog på, at væksten igen tog fart omkring årsskiftet.

På trods af den gradvise stigning i råvarepriserne – primært i 2. halvår – forblev inflationspresset i de udviklede økonomier beskeden i

Figur 3. Udviklingstendenser i de største industrialiserede økonomier



Kilder: Nationale tal, BIS, Eurostat og ECB's beregninger.

1) Observationer fra Eurostat anvendes for euroområdet og Storbritannien; nationale data anvendes for USA og Japan. BNP-tallene er sæsonkorrigerede.

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

2010 (se den nederste del af figur 3), dog med betydelige undtagelser såsom Storbritannien. Det kunne tilskrives fast forankrede inflationsforventninger og uudnyttet kapacitet. Det stod i modsætning til de dynamiske vækstøkonomier, hvor inflationspresset var mere udtalt, delvis på grund af højere råvarepriser samt tiltagende kapacitetsbegrænsninger. De vedholdende inflationsbekymringer forårsaget af overophedning fik flere centralbanker i vækstøkonomierne til at afvikle nogle af de ekstraordinære likviditetstiltag, som var blevet indført som reaktion på krisen og til at stramme pengepolitikken. Ifølge de seneste foreliggende oplysninger aftog den samlede forbrugerpris-inflation i OECD-området i 2010 fra et toppunkt på godt 2 pct. i januar 2010 til 1,6 pct. i august, før den igen steg, til 2,1 pct. i december. Det er også på linje med udviklingen i PMI for inputpriser, som også steg i 2. halvår 2010 og i januar 2011 lå på det højeste niveau i næsten to et halvt år. Højere fødevarer- og energipriser bidrog til denne stigning. Eksklusive fødevarer og energi aftog de årlige forbrugerprisstigninger i OECD fra 1,6 pct. i begyndelsen af 2010 til 1,2 pct. i december.

USA

I USA fortsatte den økonomiske fremgang i 2010. Et beskedent konjunkturopsving bed sig fast med støtte fra betydelige makroøkonomiske stimuli og en gradvis bedring af de finansielle forhold. Væksten i realt BNP steg med 2,8 pct. efter et fald på 2,6 pct. i 2009. Stigningen i den private indenlandske efterspørgsel var træg i historisk perspektiv og afspejlede afdæmpet vækst i privatforbruget. Husholdningernes forbrug var fortsat begrænset af høj ledighed, lav tillid og yderligere bestræbelser på at rette op på de anstrengte balancer. En stærk stigning i erhvervsinvesteringerne i materiel og software var en væsentlig faktor bag opsvinget og blev hjulpet på vej af lettere adgang til kredit samt solid rentabilitet i virksomhederne på baggrund af besparelser indført under konjunkturedgangen. Væksten blev desuden understøttet af midlertidige faktorer såsom politiske tiltag, der blev vedtaget for at fremme det økonomiske opsving, og genopbygning af lagrene. Nettobidraget fra handlen til BNP-væksten var negativt i 2010,

idet importen oversteg eksporten. Efter et markant fald under recessionen steg underskuddet på betalingsbalancen en smule, da opsvinget begyndte, og lå i gennemsnit på 3,3 pct. af BNP i de første tre kvartaler af 2010, i forhold til 2,7 pct. i 2009. Boligsektoren viste dog ingen bedring: Efter en tentativ stigning i 1. halvår faldt aktiviteten og priserne på boligmarkedet tilbage i 2. halvår, efter at nogle boligstøtteordninger var udløbet.

Samtidig med det beskedne økonomiske opsving var prisudviklingen fortsat afdæmpet, da det opadrettede omkostningspres var begrænset af den fortsat uudnyttede kapacitet på produkt- og arbejdsmarkedet. Den årlige ændring i forbrugerprisindekset for 2010 steg til 1,6 pct. fra -0,4 pct. i det foregående år på grund af stigende energiomkostninger. Forbrugerpris-inflationen ekskl. fødevarer og energi aftog fortsat og lå i gennemsnit på 1,0 pct. for hele året, mod 1,7 pct. i 2009.

Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) fastholdt federal fondsrenten på mellem 0 pct. og 0,25 pct. i 2010 og forventede fortsat, at der ville være behov for en exceptionelt lav federal fonds-rente i et godt stykke tid fremover på grund af de økonomiske forhold. Selv om de særlige likviditetsfaciliteter, der blev indført for at understøtte markederne under krisen, blev lukket, og de omfattende opkøb af realkreditpapirer var afsluttet medio 2010, besluttede FOMC i august 2010 at fastholde Federal Reserves beholdning af værdipapirer på samme niveau ved at reinvestere afdragsbetalinger fra realkreditinstitutters gæld og realkreditobligationer i langfristede statspapirer. FOMC besluttede desuden at forny Federal Reserves beholdning af statspapirer, efterhånden som de udløber. I november 2010 meddelte FOMC efterfølgende, at det er hensigten at købe lange statsobligationer for yderligere 600 mia. dollar inden udgangen af 2. kvartal 2011 med henblik på at fremme det økonomiske opsving.

Hvad angår finanspolitikken, faldt underskuddet på den føderale budgetsaldo en smule til ca. 8,9 pct. af BNP i finansåret 2010 – som sluttede i september 2010 – i forhold til 10 pct. året før.

Det medførte yderligere stigning i den offentlige sektors gæld til 62 pct. ved udgangen af finansåret 2010 fra 53 pct. i det foregående finansår. I forbindelse med det store underskud, stigende offentlig gæld og gennemførelse af flere finanspolitiske stimuli på kort sigt (på 858 mia. dollar) udsendte præsidentens finanspolitiske udvalg (President's Fiscal Commission) i december 2010 en rapport med konkrete forslag til håndtering af de finanspolitiske udfordringer på mellemlangt sigt og finanspolitisk holdbarhed på langt sigt.

CANADA

Den økonomiske aktivitet i Canada steg hurtigt i begyndelsen af 2010 efter recessionen medio 2009 og blev understøttet af solid indenlandsk efterspørgsel, makroøkonomiske stimuli og fornyet eksportvækst. I 3. kvartal 2010 tabte opsvinget dog fart på grund af et fald i byggeriet kombineret med et alt i alt negativt vækstbidrag fra handlen. Forholdene på arbejdsmarkedet var relativt gunstige, da de blev bedre i takt med det økonomiske opsving. Trods faldet til 7,6 pct. i december 2010 (det laveste niveau siden januar 2009) ligger ledigheden stadig et godt stykke over niveauet fra før recessionen. Den økonomiske aktivitet blev hjulpet af en lav rente (selv om Bank of Canada har anlagt en strammere pengepolitik siden medio 2010), stabile forhold på finansmarkederne og et robust banksystem, som stadig kunne yde kredit til virksomheder og husholdninger. Hvad angår prisudviklingen, ligger den samlede inflation og kerneinflationen stadig inden for centralbankens inflationsmål-sætning på mellem 1 pct. og 3 pct. Den årlige samlede stigning i forbrugerprisindekset har vist en stigende tendens i 2. halvår 2010 og lå på 2,4 pct. i december, hvilket afspejlede påvirkningen fra højere energi- og fødevarerpriser, mens kerneinflationen var 1,5 pct. i december efter et lille fald i løbet af 2010.

JAPAN

I Japan fortsatte den økonomiske fremgang i de første tre kvartaler af 2010, understøttet af en lempelig pengepolitik og betydelige stimulerende finanspolitiske tiltag. Bedringen i den økonomiske situation i Japan blev desuden frem-

met af en stærk global efterspørgsel, især fra de asiatiske vækstøkonomier og i særdeleshed i 1. halvår 2010. I 2. halvår faldt bidraget fra udenrigshandlen på grund af afmatningen i væksten i verdenshandlen, mens det indenlandske forbrug forblev robust. Mod slutningen af året og som følge af volatilitet i det indenlandske forbrug, efter at statens stimulerende tiltag ophørte, kom opsvinget i Japan ind i en bølgedal, hvilket medførte et fald i erhvervstilliden. Situationen på arbejdsmarkedet blev en del bedre i løbet af 2010, selv om ledigheden fortsat var høj historisk set.

Hvad angår prisudviklingen, faldt forbrugerpriserne i det meste af 2010 på årsbasis på grund af en betydelig uudnyttet kapacitet i økonomien. I oktober blev den årlige stigning i forbrugerpriserne positiv for første gang i næsten to år, primært drevet af en stigning i afgifterne på cigaretter og højere råvarepriser, men den årlige stigning i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi fortsatte tendensen til deflation, om end knap så udtalt.

I 2010 fortsatte Bank of Japan sin lempelige pengepolitik med henblik på at stimulere økonomien og bekæmpe deflation, idet banken i oktober sænkede sit mål for den pengepolitiske rente – uncollateralised overnight call rate – til mellem 0 pct. og 0,1 pct. samt indførte andre tiltag, herunder et nyt program for opkøb af værdipapirer, og forlængede den fastforrentede likviditetstilførende markedsoperation. Den 15. september 2010 intervererede de japanske myndigheder på valutamarkedet for første gang siden marts 2004 for at dæmme op for styrkelsen af yennen.

VÆKSTØKONOMIERNE I ASIEN

Asiens vækstøkonomier demonstrerede deres modstandskraft over for den globale økonomiske og finansielle krise med en meget stærk økonomisk udvikling i hele regionen i 2010 og en BNP-vækst på 9,1 pct. Mens de finans- og pengepolitiske stimuli blev udfaset, og bidraget fra nettoeksporten faldt i 2. halvår, tog den private indenlandske efterspørgsel og i særdeleshed de faste bruttoinvesteringer over som de primære faktorer bag den økonomiske vækst,

især i Indien og Indonesien. Samlet set var den økonomiske udvikling fortsat robust i 2. halvår 2010, selv om væksten aftog noget i forhold til det foregående halvår.

Efter meget lave forbrugerprisstigninger i 2009 øgedes inflationspresset markant i løbet af 2010. De årlige forbrugerprisstigninger for regionen lå på 5 pct. i december 2010, hovedsageligt på grund af stigende fødevarer- og råvarepriser. De fleste centralbanker i regionen begyndte at stramme pengepolitikken i 2. halvår 2010 og har således nedtrappet de pengepolitiske stimuli, der blev indført året før. I lyset af den stærke makroøkonomiske udvikling i Asiens vækstøkonomier og den faldende risikoaversion hos internationale investorer oplever regionen også en markant stigning i kapitalindstrømningen. En række lande intervererede på valutamarkedene for at lægge en dæmper på det deraf følgende apprecieringspres på valutaerne og indførte desuden restriktioner på kapitalbevægelserne og makroprudentielle tiltag.

I Kina steg væksten i realt BNP til 10,3 pct. i 2010 fra 9,2 pct. i 2009. Den kraftige økonomiske udvikling afspejlede tiltagende bidrag fra investeringer i den private sektor og nettoeksporten, som opvejede den negative effekt af den gradvise afskaffelse af de økonomiske stimuli. Det relative vækstbidrag fra forbruget faldt dog, og overskuddet på betalingsbalancen steg nominelt i 2010, hvilket bekræftede de fortsatte interne og eksterne balanceproblemer. Inflationspresset steg i årets løb, og forbrugerpriserne steg med 4,6 pct. i forhold til året før i december, primært på grund af stigende fødevarerpriser. Presset på ejendomspriserne begyndte at tage til på baggrund af rigelig likviditet, fortsat lempelige kreditvilkår og negative realrenter på indlån. Myndighederne reagerede med at stramme pengepolitikken i 2. halvår. Det resulterede bl.a. i større kvantitative begrænsninger på kredit og en forhøjelse af udlåns- og indlånsrenterne. En tiltagende kapitalindstrømning, især i 4. kvartal 2010, gav næring til en hastig stigning i valutareserven, som lå på 2,85 billioner dollar ultimo 2010. Den 19. juni 2010 vendte Kina tilbage til en mere fleksibel ordning

for renminbien, som apprecierede med 3,6 pct. over for dollaren, og den reale effektive valutakurs (CPI-deflateret) apprecierede med 4,7 pct. i 2010.

LATINAMERIKA

I Latinamerika fortsatte den økonomiske bedring med hastige skridt i 2010. BNP-væksten var især robust i 1. halvår, primært på grund af stor indenlandsk efterspørgsel, som rigeligt opvejede det betydelige negative bidrag til BNP-væksten fra den udenlandske efterspørgsel (ca. 3 procentpoint i 3. kvartal). Efterfølgende aftog væksten i takt med udfasningen af de finanspolitiske stimuli og nedgangen i den udenlandske efterspørgsel. På årsbasis steg realt BNP 6,0 pct. gennemsnitligt i regionen i de første tre kvartaler af 2010. Væksten i regionen blev især drevet af de faste bruttoinvesteringer, inkl. lageropbygning, og privatforbruget. Investeringerne blev fremmet af de forbedrede vækstudsigter, stigningen i råvarepriserne, faldet i realrenten og de øgede finansieringsmuligheder, som i visse lande blev fremmet af udlån fra de offentligt ejede banker. Væksten i privatforbruget blev understøttet af en hastig bedring i tilliden samt i beskæftigelsen og reallønnen.

Selv om outputgabene indsnævredes, bevægede inflationen i begyndelsen af året markant mod de respektive målsætninger i de fleste lande med inflationsmål, men der var dog betydelige forskelle fra land til land. I forbindelse med den kraftigt tiltagende økonomiske aktivitet og stigende råvarepriser begyndte inflationspresset at tage til senere på året, og nogle lande begyndte at afvikle en del af de pengepolitiske stimuli, som blev indført under krisen. Fra april påbegyndte flere centralbanker i regionen en cyklus af renteforhøjelser. Efterhånden som de finansielle forhold globalt set fortsat blev bedre, og risikovilligheden vendte tilbage, indsnævredes spændene for credit default swaps på statsgæld i Latinamerika, aktiekurserne gik markant i vejret, og kapitalstrømmene vendte tilbage med deraf følgende appreciering af valutaerne. I slutningen af 2010, hvor der var risiko for, at de højere renter ville medføre kraftig kapitalindstrømning, og i lyset af usikkerheden om den

globale økonomiske udvikling blev processen mod strammere pengepolitik afbrudt i nogle lande, og en række initiativer til at dæmme op for en stor kapitalindstrømning blev indført (fx opbygning af reserver, makroprudentielle tiltag og kapitalrestriktioner).

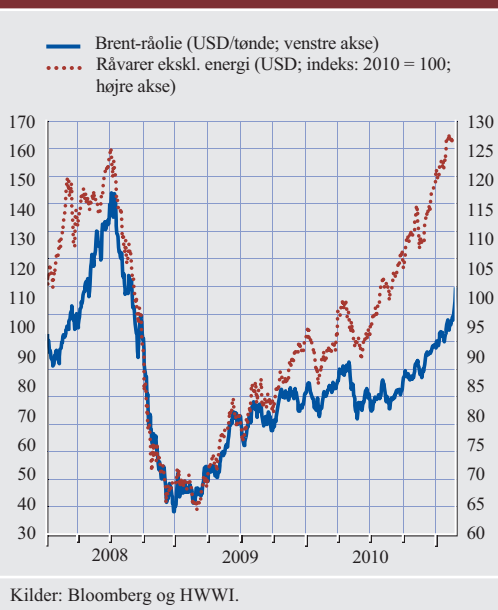
RÅVAREPRISERNE STEG I 2010

Efter at have ligget stort set stabilt – dog med en vis volatilitet – i 1. halvår 2010 begyndte olieprisen at stige støt i august, hvor prisen på Brent-råolie lå på 113 dollar pr. tønde den 25. februar 2011 i forhold til 78 dollar pr. tønde primo 2010. Målt i dollar var niveauet i slutningen af februar 2011 generelt på linje med niveauet i maj 2008. For 2010 som helhed var den gennemsnitlige pris på Brent-råolie 80 dollar pr. tønde, svarende til 29 pct. over gennemsnittet i det foregående år.

Olieprisstigningerne skete på baggrund af en stigning i olieefterspørgslen på verdensplan, som opstod og blev konsolideret i løbet af året og desuden blev understøttet af det globale økonomiske opsving samt af vejrforholdene på den nordlige halvkugle i 2. halvår. Væksten i efterspørgslen medførte også en revurdering af udsigterne for den fremtidige efterspørgsel, som virkede meget mere robuste end året før og tydede på, at markedet kunne blive strammere fremover. Et tegn på dette var de gentagne opjusteringer af efterspørgselsprognoserne fra Det Internationale Energiagentur, både for vækstøkonomierne og de udviklede økonomier. På udbudssiden viste produktionen i Nordamerika og det tidligere Sovjetunionen sig at blive højere end forventet, men til gengæld besluttede OPEC sig for ikke at øge produktionskvoterne i 2010 trods rigelig reservekapacitet. I en situation med kraftig efterspørgsel førte dette til et betydeligt træk på OECD's lagre, som dog forblev høje historisk set. I de første to måneder af 2011 medførte de geopolitiske begivenheder i Nordafrika og Mellemøsten en stramning af udbuddet i markedet og dermed prisstigninger.

Priserne på råvarer ekskl. energi steg også i 2010 (se figur 4) samtidig med robust efterspørgsel fra vækstøkonomierne og udbudsbe-

Figur 4. Udviklingstendenser i råvarepriserne



grænsninger. Priserne på metal – især kobber, nikkel og tin – steg markant, hvilket ligeledes blev understøttet af en robust import til vækstøkonomierne. På baggrund af udbudsbegrænsningerne steg fødevarerpriserne også, anført af majs, sukker og hvede. Samlet set lå priserne på råvarer ekskl. energi (i amerikanske dollar) gennemsnitligt ca. 36 pct. højere mod slutningen af februar 2011 end i begyndelsen af 2010.

2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

PENGEMÆNGDEVÆKSTEN VISTE TEGN PÅ TENTATIVT OPSVING

Den årlige vækst i det samlede M3 blev positiv i 2010 og lå på 1,7 pct. i december, i forhold til -0,3 pct. ultimo 2009. Det er en stigning, selv om der mod slutningen af 2010 var voksende usikkerhed om dens omfang, idet væksten var påvirket af særlige faktorer (overførsel af aktiver til afviklingsbanker² og aktivitet på repomarkedet som følge

2 I den bredeste fortolkning er "afviklingsbanker" særlige ordninger, der oprettes og støttes af regeringerne med henblik på at gøre det nemmere for kreditinstitutter at fjerne de aktiver fra deres balance, som er i farezonen for værdiforringelse eller er vanskelige at værdiansætte.

af interbanktransaktioner via centrale modparter). Overordnet set var pengemængdevæksten i 2010 drevet af tre økonomiske faktorer, nemlig en opadrettet effekt af det økonomiske opsving og en aftagende negativ påvirkning fra rentekurven – idet den storstilede omfordeling af midler fra instrumenter, der indgår i M3, til finansielle aktiver uden for M3 var ophørt – og en nedadrettet effekt af afdæmpningen som følge af afviklingen af tidligere opbygget monetær likviditet. På modpost-siden tiltog den årlige vækst i MFI'ernes udlån til den private sektor i årets løb til 1,9 pct. i december 2010 fra -0,2 pct. ultimo 2009 (se figur 5). Den afdæmpede vækst i udlån til den private sektor afspejlede en stabilisering af den årlige vækst i udlån til husholdninger og en lille styrkelse af væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber. Den stort set parallelle stigning i henholdsvis M3-væksten og udlånsvæksten tyder på en nedgang i 2010 i den underliggende pengemængdevækst, som fanger de monetære tendenser, der giver det relevante signal om risici for prisstabiliteten. Nedgangen blev afløst af en moderat stigning.

EFFEKTEN AF DEN STEJLE RENTEKURVE AFTOG

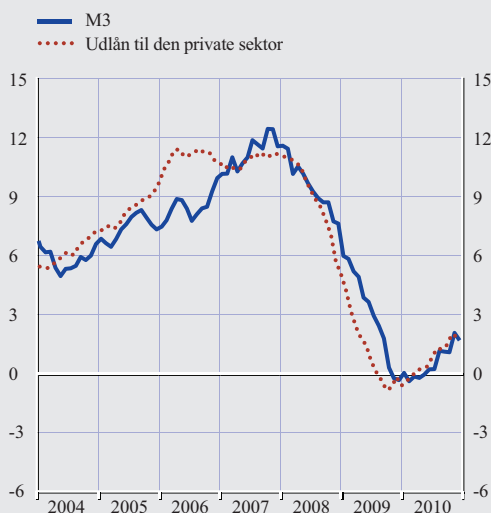
Udviklingen i renteforholdene påvirkede ikke kun skift mellem aktiver, der indgår i M3, og aktiver uden for M3, men også skift inden for M3. Den gradvise stigning i den årlige vækst i M3 dækkede over store forskelle i de enkelte komponenter (se figur 6). Den årlige vækst i M1 aftog betydeligt i 2010, men forblev positiv og robust (4,4 pct. i december), mens den årlige vækst i omsættelige instrumenter og kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring (dvs. M3 minus M1) blev mærkbart mindre negativ (-1,5 pct. i december). Forskellen mellem de to vækstrater indsnævredes således betydeligt til 6,1 procentpoint i december i forhold til 22,0 procentpoint ultimo 2009. Det afspejlede primært renteutviklingen (se figur 7). Renten for indlån på anfordring var stort set stabil i 2010, mens renten for indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år steg mærkbart, og renten for indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder steg en smule. Det fik alternativomkostningerne ved at holde de mest likvide M3-indskud til at stige, og afbalanceringen inden for M3 til fordel for disse indskud aftog. Effekten af den stejle rentekurve aftog i 2010, hvilket medførte ophør af de storstilede skift til finansielle aktiver uden for M3, der hovedsagelig påvirker omsættelige instrumenter og kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring. Den årlige vækst i disse aktiver blev således mindre negativ. Den årlige vækst i omsættelige instrumenter blev også drevet af øget aktivitet på repomarkedet, navnlig mod årets slutning, hovedsagelig som følge af interbanktransaktioner via centrale modparter (klassificeret som ikke-monetære finansielle formidlere undtagen forsikringselskaber og pensionskasser, dvs. "andre finansielle formidlere").

FORSKELLIGE TENDENSER I DE ENKELTE SEKTORERS PENGEBEHOLDNINGER

Den bredeste aggregering af M3-komponenter, for hvilken der findes pålidelige sektorfordelte oplysninger, er kortfristede indskud og genkøbsforretninger (herefter benævnt M3-indskud). Vendepunktet i den årlige vækst i M3-indskud i 2010 afspejlede primært et særligt stort bidrag fra andre finansielle formidlere. Den årlige vækst i andre finansielle formidlers beholdning-

Figur 5. M3 og udlån til den private sektor

(Årlig ændring i pct.; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)

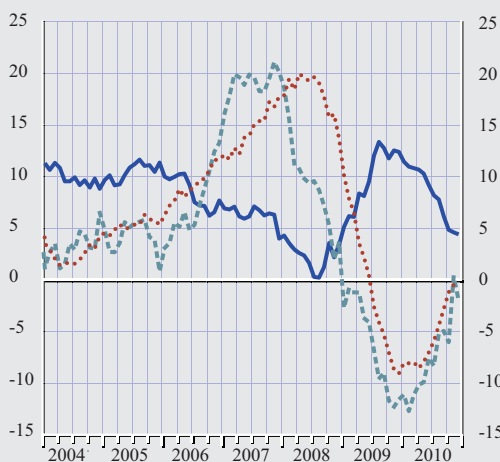


Kilde: ECB.

Figur 6. M3's hovedkomponenter

(Årlig ændring i pct.; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)

- M1
- Andre kortfristede indskud (M2-M1)
- - - - - Omsættelige instrumenter (M3-M2)

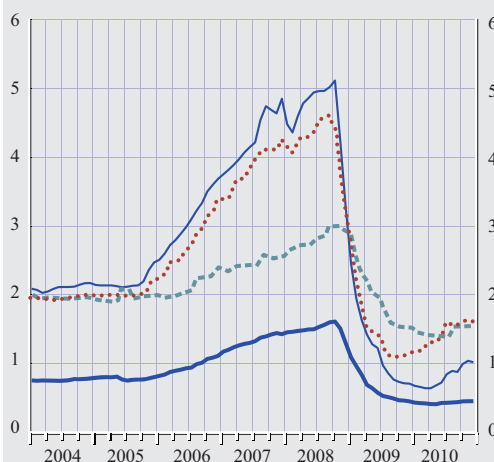


Kilde: ECB.

Figur 7. MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente

(1 pct. p.a.)

- Indlån på anfordring
- Indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år
- - - - - Indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder
- 3-måneders-Euribor



Kilde: ECB.

ger af M3-indskud steg betydeligt, til 10,8 pct. i december i forhold til -3,1 pct. ultimo 2009. Stigningen afspejlede navnlig omfattende interbanktransaktioner på repoområdet i 2. og 4. kvartal samt en tiltagende indstrømning af indlån på anfordring i årets første tre kvartaler.

I modsætning til andre finansielle formidlere aftog den årlige vækst i husholdningernes M3-indskud marginalt til 1,9 pct. i december i forhold til 2,0 pct. ultimo 2009 (se figur 8). Det dækkede over et fald i 1. halvår 2010 og et op-sving i 2. halvår. Udviklingen i husholdningernes M3-beholdninger i 2010 afspejlede primært renteutviklingen. Nedgangen i den årlige vækst i 1. halvår 2010 afspejlede en mere afdæmpet indstrømning af indlån på anfordring, efterhånden som effekten af den stejle rentekurve aftog. Den beherskede stigning i 2. halvår var udtryk for en betydeligt lavere udstrømning af indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år, der skyldtes en indsnævring af rentespændet mellem disse indskud og kortfristede opsparingsindskud samt andre indskud uden for M3.

Den årlige vækst i ikke-finansielle selskabers M3-indskud aftog også i 2010, idet den var ret volatil i 1. halvår, hvor den samlet set aftog, mens den kun steg en smule i 2. halvår. Den var 4,4 pct. i december i forhold til 5,4 pct. i december 2009. Udviklingen i de ikke-finansielle selskabers beholdninger af M3-aktiver afspejlede konjunkturopgangen og muligvis også udlån, idet virksomhederne kan have anvendt deres indskud til at reducere gælden eller i stedet for banklån i 1. halvår. Den positive udlånsstrøm i 2. halvår kan have gjort det muligt for virksomhederne at genopbygge deres likviditetsstøpuder mod slutningen af året.

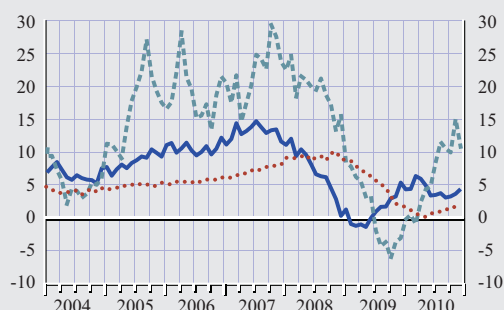
VÆKSTEN I KREDITGIVNINGEN TIL DEN PRIVATE SEKTOR TILTOG EN SMULE

Hvad angår M3's modposter, tiltog den årlige vækst i MFI'ernes kreditgivning til residenter i euroområdet en smule i 2010 til 3,4 pct. i december i forhold til 2,5 pct. i december 2009 (se figur 9). Stigningen, som primært fandt sted i 2. halvår, kunne hovedsagelig tilskrives den lille stigning i den årlige vækst i kreditgivningen til den private sektor. Ultimo 2010 var den årlige vækst i kredit-

Figur 8. Sektorfordelte indskud

(Årlig ændring i pct.; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)

- Ikke-finansielle selskaber
- Husholdninger
- - - Andre finansielle formidlere



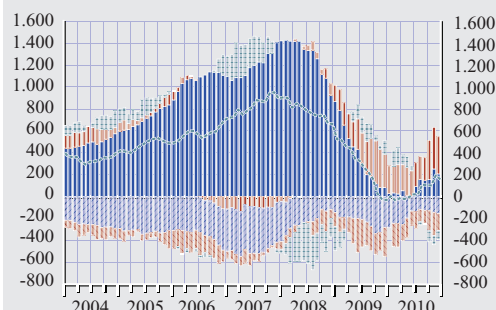
Kilde: ECB.

Anm.: Den rapporterende sektor omfatter MFI'er ekskl. Euro-systemet.

Figur 9. M3's modposter

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

- Kreditgivning til den private sektor (1)
- ▨ Kreditgivning til den offentlige sektor (2)
- Nettofordringer på udlandet (3)
- ▨ Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) (4)
- ▨ Andre modposter (inkl. kapital og reserver) (5)
- - - M3



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.

givningen til den offentlige sektor næsten på niveau med væksten ultimo 2009, selv om den var aftaget i det meste af 2010. Nedgangen afspejlede MFI'ernes reduktion af køb af statspapirer, eftersom rentekurven ikke blev stejlere og i lyset af spændinger på markedet. Tendensen vendte i 4. kvartal 2010, hvor kreditgivningen til den offentlige sektor steg brat som følge af overførsel af MFI-aktiver til afviklingsbanker.³

Den lille stigning i væksten i kreditgivningen til den private sektor afspejlede primært den langsomme, men stabile styrkelse af den årlige vækst i udlån. Derimod faldt den årlige vækst i MFI'ernes beholdninger af værdipapirer undtagen aktier udstedt af den private sektor yderligere i 1. halvår 2010 som følge af lavere securitisering. Denne aktivitet viste en beskeden stigning i 2. halvår 2010, hvilket delvis afspejlede overførsel af aktiver mellem MFI'er og afviklingsbanker, og bidrog dermed til stabiliseringen af MFI'ernes beholdninger af værdipapirer undtagen aktier udstedt af den private sektor.

Den årlige vækst i MFI'ernes udlån til den private sektor, som er den største komponent i kreditgivningen til den private sektor, tiltog gradvis fra det marginalt negative niveau ultimo 2009 til 1,9 pct. i december 2010 (se figur 5). Det stemmer overens med et moderat opsving i efterspørgslen efter lån og understøttes også af de foreliggende oplysninger om udviklingen i kreditstandarderne. I den forbindelse fremgår det af undersøgelsen af euroområdet's bankers udlån, at effekter på udbudssiden aftog i årets løb. På baggrund af den lave securitiseringsaktivitet var forskellen mellem den samlede årlige vækst i udlån til den private sektor og væksten korrigeret for lån, der ikke længere indregnes på MFI'ernes balance, beskeden i 2010.

Hvad angår de enkelte sektorer, kan den tiltagende årlige vækst i udlån til den private sektor primært tilskrives udlån til den ikke-finansielle

³ Se også boksen "Revisiting the impact of asset transfers to 'bad banks' on MFI credit to the euro area private sector", *Månedsoversigt*, ECB, januar 2011

private sektor, dvs. husholdninger og ikke-finansielle selskaber. I december 2010 lå den årlige vækst i udlån til husholdninger på 2,9 pct. (i forhold til 1,3 pct. ultimo 2009) sammenlignet med -0,2 pct. for udlån til ikke-finansielle selskaber (der var -2,2 pct. i december 2009). Den årlige vækst i udlån til andre finansielle formidlere steg i 2. halvår, hovedsagelig som følge af øget interbankaktivitet på repoområdet via centrale modparter, der alt i alt har medført en stigning i MFI'ernes udlån til andre finansielle formidlere.

Den kraftigere vækst i udlån til den private sektor i 1. halvår var primært drevet af udviklingen i udlån til husholdninger, som næsten udelukkende skyldtes øget udlån til boligkøb. Det faldt sammen med tiltagende årlig vækst i boligpriserne i euroområdet. Den fortsatte stigning i udlån til den ikke-finansielle private sektor i 2. halvår skyldtes hovedsagelig vendepunktet i den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber (som dog forblev negativ). Korrigeret for lån, der ikke længere indregnes på MFI'ernes balance – som navnlig vedrørte overførsler til afviklingsbanker – ville den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber være blevet positiv i 2010.

Alt i alt var udviklingen i udlån til den ikke-finansielle private sektor i 2010 i overensstemmelse med et typisk konjunkturførløb. Vendepunktet i væksten i udlån til husholdninger kommer typisk tidligt i konjunkturførløbet, mens vendepunktet for udlån til ikke-finansielle selskaber typisk følger efter med en vis forsinkelse. Kvartalsvise data for den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber tyder på, at vendepunktet forekom i 2. kvartal 2010, hvorimod vendepunktet for den årlige vækst i udlån til husholdninger var indtruffet et år tidligere. I overensstemmelse med tidligere forløb hænger forbedringen i udlån til ikke-finansielle selskaber i 2010 sandsynligvis sammen med virksomhedernes øgede investeringer og udgifter i lyset af forbedrede forventninger til indtjeningen og konjunkturopgangen. Den kan muligvis også afspejle ændringer i markedsfinansiering som attraktiv finansieringskilde i forhold til andre kil-

der, da erhvervsobligationer også er påvirket af rentestigningerne i forbindelse med statsgældskrisen. Samtidig varierede udviklingen i udlån mellem eurolandene, hvilket muligvis afspejlede forskelle i opsvingets styrke mellem lande og økonomiske sektorer i euroområdet samt sektorenes forskellige behov og muligheder for at benytte banklån i stedet for interne midler og/eller markedsbaseret finansiering. Se boks 2 med hensyn til en sammenligning af den seneste udvikling i den årlige vækst i udlån til den ikke-finansielle private sektor og dens hovedkomponenter med mønstrene i to tidligere forløb med konjunkturedgang og -opgang.

Blandt M3's øvrige modposter faldt den årlige vækst i MFI'ernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) hos den pengeholdende sektor mærkbart i årets løb til 3,0 pct. i december i forhold til 6,0 pct. ultimo 2009. Det var særligt tydeligt for langfristede indskud (både indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder og indskud med en aftalt løbetid på over 2 år), men også for langfristede MFI-gældsinstrumenter (med en løbetid på over 2 år). Nedgangen i væksten i langfristede indskud afspejler sandsynligvis en mindre attraktiv forrentning som følge af den lidt fladere rentekurve i årets løb, mens nedgangen for langfristede gældsinstrumenter kan skyldes opfattelsen af et højere risikoniveau for MFI-gældsinstrumenter.

I euroområdet faldt MFI'ernes nettofordringer på udlandet yderligere i 2010, nemlig med 89 mia. euro. Det skyldtes en negativ strøm af eksterne aktiver, som var større end faldet i eksterne passiver. Alt i alt betyder det, at den pengeholdende sektors samspil med resten af verden via euroområdets MFI'er resulterede i en nettoindstrømning af kapital.

FORHOLDENE PÅ PENGEMARKEDET FORBEDREDES TRODS NOGEN VOLATILITET

Pengemarkedsrenterne i euroområdet var påvirket af en række faktorer i 2010. Samlet set fortsatte Eurosystemet med at yde ekstraordinær likviditetsstøtte til euroområdets banker. På grundlag af den observerede bedring af forholdene på de finansielle markeder i løbet af 2009

begyndte Eurosystemet tidligt i 2010 en gradvis udfasning af de ekstraordinære pengepolitiske tiltag, som ikke længere blev anset for nødvendige, hvorved den gennemsnitlige løbetid for de likviditetstilførende operationer blev kortere. Statsgældskrisen i maj førte imidlertid til alvorlige spændinger på statsobligationsmarkederne i visse eurolande. Det havde en negativ indvirkning på den pengepolitiske transmissionsmekanisme, som gav sig udslag i højere opfattede

likviditets- og kreditrisici. Med henblik på at afhjælpe værdipapirmarkedernes dårlige funktion og genoprette en passende pengepolitisk transmissionsmekanisme introducerede Eurosystemet sit Securities Markets Programme og genindførte nogle af de udfasede ekstraordinære tiltag. Boks 1 beskriver de ekstraordinære tiltag, som blev anvendt i 2010, og som var med til at begrænse den afsmittende effekt, for så vidt angår pengemarkedsrenterne. I 2. halvår 2010 førte

Boks 2

SAMMENLIGNING AF DEN SENESTE UDVIKLING I MFI-UDLÅN TIL DEN IKKE-FINANSIELLE PRIVATE SEKTOR MED TIDLIGERE KONJUNKTURFORLØB MED NEDGANG OG OPSVING

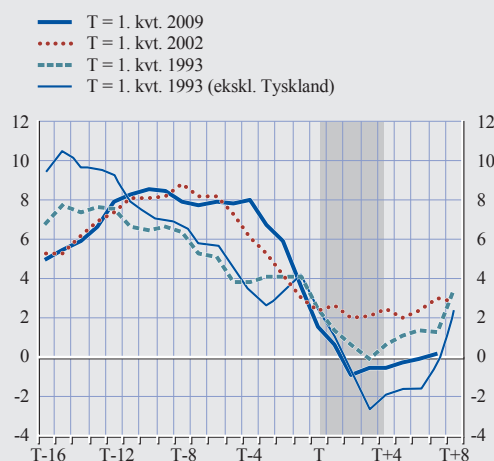
På grund af omfanget og karakteren af konjunkturedgangen efter finanskrisen er en exceptionel udvikling i MFI'ernes udlån sandsynlig. Derfor sammenligner denne boks den seneste udvikling i den årlige vækst i udlån til den ikke-finansielle private sektor og dens vigtigste komponenter med udviklingen under to tidligere konjunkturforløb med nedgang og opsving, nemlig i begyndelsen af 1990'erne og begyndelsen af 2000'erne. Her fokuseres på MFI'ernes reale udlån (med BNP som deflator) med henblik på bedre sammenlignelighed, hvad angår udviklingens omfang.

Udviklingen i det samlede udlån til den ikke-finansielle private sektor

Den årlige vækst i reelt udlån til den ikke-finansielle private sektor faldt med ca. 9 procentpoint (fra top- til lavpunkt) i den seneste konjunkturedgang, hvor den endte med at blive negativ. Faldet var betydeligt stærkere end i konjunkturedgangsperioderne i begyndelsen af 1990'erne og 2000'erne, hvor den årlige vækst faldt med 6-7 procentpoint og forblev positiv (se figur A). Desuden foregik størstedelen af det seneste fald i løbet af en forholdsvis kort periode (seks kvartaler) i forhold til 16 kvartaler i begyndelsen af 1990'erne og ni kvartaler i begyndelsen af 2000'erne. Det seneste fald synes dog ikke at være uforholdsmæssigt stort eller brat i lyset af, hvor alvorlig den seneste konjunkturedgang har været. Den årlige vækst i reelt BNP aftog med næsten 9 procentpoint i løbet af et år i den seneste konjunkturedgang i forhold til 6 procentpoint i

Figur A. Årlig vækst i MFI'ernes reale udlån til den ikke-finansielle private sektor under væsentlige konjunkturedgange og -opsving siden 1990

(Årlig ændring i pct.)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Det skraverede område repræsenterer konfidensintervallet omkring det gennemsnitlige lead/lag-kvartal, hvor korrelationen mellem den årlige vækst i de respektive udlånsrækker og den årlige vækst i reelt BNP er størst. Konfidensbåndene beregnes som korrelationskoefficienten plus/minus en standardfejl. Se også fodnote 1 i teksten. "T" repræsenterer kvartalet med lavpunktet for vækscyklussen for reelt BNP.

løbet af fire år i begyndelsen af 1990'erne og 4 procentpoint i løbet af knap to år i begyndelsen af 2000'erne (se figur B).

For eurolandene er det usædvanligt, men ikke enestående, at den årlige vækst i udlån til den ikke-finansielle private sektor blev negativ. Under konjunkturedgangen i begyndelsen af 1990'erne blev udlån til den ikke-finansielle private sektor understøttet af en betydelig vækst i udlån til tyske husholdninger efter genforeningen. Hvis udlån til den tyske ikke-finansielle private sektor tages ud af beregningen, aftog den årlige vækst i reelt udlån til sektoren med 13 procentpoint til et mere negativt niveau end under den seneste konjunkturedgang (se figur A).

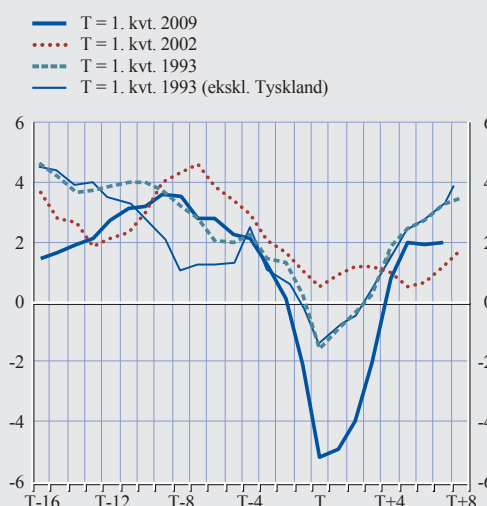
Den årlige vækst i reelt udlån til den ikke-finansielle private sektor nåede sit vendepunkt i 3. kvartal 2009, dvs. i overensstemmelse med en typisk konjunkturudvikling.¹ Ved både den seneste konjunkturedgang og konjunkturedgangen i begyndelsen af 2000'erne indtraf opsvinget i udlån til den ikke-finansielle private sektor to kvartaler efter vendepunktet i væksten i reelt BNP, mens opsvinget i begyndelsen af 1990'erne kom tre kvartaler efter vendepunktet i reelt BNP.

Udviklingen i udlån til husholdninger

I forhold til tidligere episoder med svag økonomisk aktivitet har udviklingen i udlån til husholdningerne spillet en langt mere fremtrædende rolle i det seneste konjunkturforløb med nedgang og opsving i forbindelse med den samlede udvikling i udlån til den ikke-finansielle private sektor. Faldet fra top- til lavpunkt i den årlige vækst i reelt udlån til husholdningerne var mere markant i den seneste konjunkturedgang, og den årlige vækst blev negativ, hvilket afspejlede det mere alvorlige tilbageslag på boligmarkedet (se figur C). Vendepunktet i den årlige vækst i reelt udlån til husholdningerne indtraf i 3. kvartal 2009, to

Figur B. Årlig vækst i reelt BNP under væsentlige konjunkturedgange og -opsving siden 1990

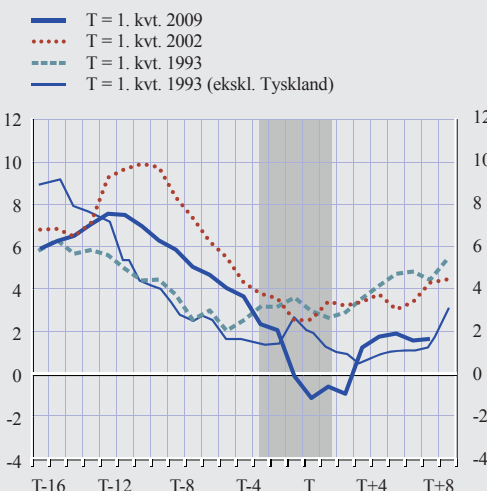
(Årlig ændring i pct.)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

Figur C. Årlig vækst i MFI'ernes reale udlån til husholdninger under væsentlige konjunkturedgange og -opsving siden 1990

(Årlig ændring i pct.)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Det skraverede område repræsenterer konfidensintervallet omkring det gennemsnitlige lead/lag-kvartal, hvor korrelationen mellem den årlige vækst i de respektive udlånsrækker og den årlige vækst i reelt BNP er størst. Konfidensbåndene beregnes som korrelationskoefficienten plus/minus en standardfejl. Se også fodnote 1 i teksten. "T" repræsenterer kvartalet med lavpunktet for vækstcyklussen for reelt BNP.

1 Se boksen "Loans to the non-financial private sector over the business cycle in the euro area", *Månedsoversigt*, ECB, oktober 2009.

kvartaler efter vendepunktet i den årlige vækst i realt BNP. Det var noget senere end i de to andre betragtede perioder, og det er ikke i overensstemmelse med det normale forhold mellem realt udlån til husholdningerne og realt BNP.

Et forholdsvis sent vendepunkt i den årlige vækst i det reale udlån til husholdningerne er dog set før. I begyndelsen af 1990'erne indtraf et klart vendepunkt i den årlige vækst i det reale udlån til ikke-tyske husholdninger i euroområdet først tre kvartaler efter vendepunktet i den årlige vækst i realt BNP. Den pågældende periode var også karakteriseret ved faldende huspriser efter betydelige opsving i en række eurolande. Det indikerer, at de forsinkede opsving i begge tilfælde kan skyldes en vis balancetilpasning hos både husholdninger og banker. I alle de betragtede perioder var opsvinget i den årlige vækst i realt udlån til husholdningerne drevet af udlån til boligkøb.

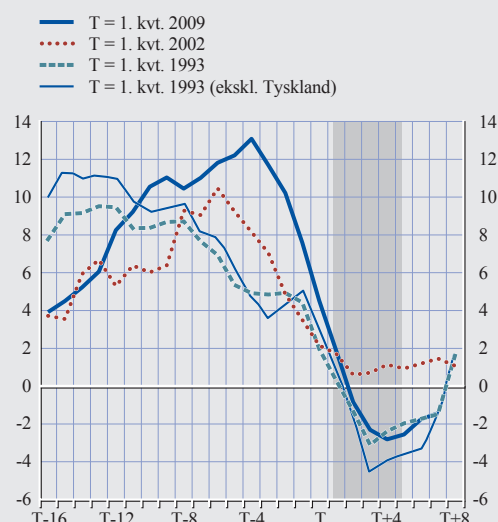
Udviklingen i udlån til ikke-finansielle selskaber

Den overordnede tendens i den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber i det seneste konjunkturførløb har stort set svaret til tendensen i tidligere forløb (se figur D). Faldet var dog kraftigere, idet den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber faldt med 15 procentpoint fra top- til lavpunkt, sammenlignet med 10 og 12 procentpoint i henholdsvis begyndelsen af 1990'erne og begyndelsen af 2000'erne. Det markante fald i realt udlån til ikke-finansielle selskaber under den seneste konjunkturedgang afspejler den betydelige nedgang i den økonomiske aktivitet, navnlig i byggeriet og ejendomssektoren, samt øget anvendelse af markedsbaseret finansiering.² Disse sektorer er relativt låneintensive, der har været hoveddrivkraften for udlån til ikke-finansielle selskaber i euroområdet på grund af de seneste års kraftige opsving på boligmarkedet i forskellige eurolande.

Vendepunktet i den årlige vækst i realt udlån til ikke-finansielle selskaber indtraf i begyndelsen af 2010, fire kvartaler efter vendepunktet i den årlige vækst i realt BNP. Det er stort set i overensstemmelse med et typisk forløb, dog lidt senere end i de to andre betragtede perioder. Selv om den årlige vækst i realt udlån til ikke-finansielle selskaber fortsat var en smule negativ ultimo 2010, har opsvinget været hurtigere og kraftigere end i begyndelsen af 1990'erne. Som i tidligere perioder var opsvinget i udlånsvæksten drevet af en mærkbar stigning til den årlige vækst i kortfristede udlån.

Figur D. Årlig vækst i MFI'ernes reale udlån til ikke-finansielle selskaber under væsentlige konjunkturedgange og -opsving siden 1990

(Årlig ændring i pct.)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Det skraverede område repræsenterer konfidensintervallet omkring det gennemsnitlige lead/lag-kvartal, hvor korrelationen mellem den årlige vækst i de respektive udlånsrækker og den årlige vækst i realt BNP er størst. Konfidensbåndene beregnes som korrelationskoefficienten plus/minus en standardfejl. Se også fodnote 1 i teksten. "T" repræsenterer kvartalet med lavpunktet for vækstcyklussen for realt BNP.

2 Se boks 2, "Real estate developments in the euro area and their impact on loans to the private sector", *Månedsoversigt*, ECB, maj 2010.

Konklusion

Det seneste fald i den årlige vækst i udlån til den ikke-finansielle private sektor var markant absolut set, men det stemmer overens med tidligere konjunkturedgange, når der tages højde for den relativt aftagende vækst i realt BNP. Udviklingen i den årlige vækst i realt udlån til husholdninger har været lidt usædvanlig, idet væksten aftog relativt kraftigt til et negativt niveau, og vendepunktet kom et stykke tid efter vendepunktet i den årlige vækst i realt BNP. Begge disse faktorer afspejler sandsynligvis boligmarkedets specielle rolle i den seneste konjunkturedgang. Alt i alt har udviklingen i MFI'ernes reale udlån til den ikke-finansielle private sektor vist stort set samme mønster som under tidligere konjunkturforløb med nedgang og opsving.

den automatiske udfasning af ekstraordinære tiltag, efterhånden som de langfristede markedsoperationer med løbetider på 6 måneder og 1 år udløb, til et fald i den overskydende likviditet og stigende pengemarkedsrenter.

De sikrede og usikrede pengemarkedsrenter faldt noget for alle løbetider i 1. kvartal 2010, men steg derefter betydeligt i resten af året. Hvad angår de 3-måneders usikrede renter, lå 3-måneders-Euribor tæt på 0,70 pct. primo januar 2010 for derefter først at falde til 0,63 pct. ultimo marts og så at stige til 1,09 pct. den 25. februar 2011 (se figur 10). På det sikrede pengemarked lå 3-måneders-Eurepo på ca. 0,40 pct. primo januar 2010 og faldt derefter en smule i årets 1. kvartal til 0,34 pct. ultimo marts. Derefter steg den kraftigt til et toppunkt på 0,80 pct. i begyndelsen af november, men aftog på ny til ca. 0,56 pct. primo januar 2011, inden den igen steg til 0,81 pct. den 25. februar.

Som følge af denne udvikling sås der i årets løb en vis volatilitet i spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter, der var noget snævrere den 25. februar 2011 end primo januar 2010. Det var forholdsvis højt efter historisk målestok. I løbet af 2010 og i begyndelsen af 2011 svingede spændet mellem 3-måneders-Euribor og 3-måneders-Eurepo mellem 23 og 46 basispoint. Ved begyndelsen af 2010 lå det på ca. 30 basispoint, mens det lå på 28 basispoint den 25. februar 2011 (se figur 10).

For de helt korte pengemarkedsrenters vedkommende afspejler udviklingen i Eonia i 2010 i

det store og hele, at Eurosystemet fortsatte med at yde betydelig likviditetsstøtte til bankerne i euroområdet, som det havde gjort siden oktober 2008. Med enkelte undtagelser forblev Eonia, i en situation med betydelig overskydende likviditet, et godt stykke under den faste rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer og langfristede markedsoperationer og tæt på renten på indlånsfaciliteten (se figur 11). Mod slutningen af juni, efterhånden som de langfristede markedsoperationer med løbetider på 6 måneder og 1 år udløb, og bankerne valgte ikke at forny den udløbende likviditet fuldt ud, faldt den overskydende likviditet, og Eonia begyndte at udvise en vis volatilitet. Idet den overskydende likviditet er aftaget, har Eonia også vist et mere udtalt mønster inden for hver reservekravsperiode, idet den har ligget højere i begyndelsen af perioden for derefter at aftage mod slutningen. Det hænger tæt sammen med, at bankerne foretrækker at opfylde reservekravet tidligt i reservekravsperioden, som de har gjort, siden den finansielle uro begyndte i august 2007. Denne "front-loading" havde ikke nogen effekt på markedsrenterne i 12-måneders-perioden for den første 1-årige langfristede markedsoperation (dvs. medio 2009 til medio 2010), hvor likviditetsoverskuddet var højere end nogensinde, men påvirkede dog renterne, da overskudslikviditeten aftog i 2. halvår 2010. Eonia var fortsat volatil i begyndelsen af 2011, og den 25. januar lå den for første gang siden juni 2009 højere end renten ved de primære markedsoperationer. Desuden sås i hele 2010 bratte stigninger i Eonia i slutningen af reservekravsperioderne

og ultimo perioden for likviditetsstyring (dvs. ultimo året).

KRAFTIGE SPÆNDINGER PÅ STATSOBLIGATIONS-MARKEDERNE I VISSE EUROLANDE I 2010

Overordnet set var obligationskurserne drevet af to markante forløb i 2010. Det første, som specifikt gjaldt euroområdet, begyndte med uroen på statsgældsmarkederne i en række eurolande. Det andet, som var af langt mere generel karakter, var den ventede afmatning i den globale økonomiske vækst i 2. halvår 2010.

Ved udgangen af 2010 lå den 10-årige benchmarkobligationsrente i USA og euroområdet (AAA-ratede) på stort set samme niveau mellem 3,2 pct. og 3,4 pct. Samlet set sluttede året ca. 50 og 40 basispoint under værdierne i de respektive økonomiske områder ved udgangen af 2009 (se figur 12). Det samlede rentefald dækker over modsatrettede tendenser inden for året, nemlig en længere periode med fald frem til slutningen af august efterfulgt af en stærk

stigning især mod slutningen af året. Omkring slutningen af august, da perioden med rentefald ophørte, var renten faldet til henholdsvis ca. 140 og 120 basispoint under niveauet ultimo 2009. Som følge af disse modsatrettede bevægelser svingede den implicite volatilitet i obligationsrenterne markant i løbet af 2010, hvor den toppede i maj og september og alt i alt steg fra 5 pct. til 7 pct. i gennemsnit begge steder. Trods denne stigning var volatiliteten i 2010 langt under niveauet i slutningen af 2008 og 1. halvår 2009, hvor den i gennemsnit lå over 10 pct. i både euroområdet og USA.

Det er bemærkelsesværdigt, at bevægelserne i de 10-årige statsobligationsrenter i 2010 generelt var temmelig ens i USA og euroområdet, selv om korrelationen varierede betydeligt. Helt konkret var korrelationen ret lav i de første fire måneder af 2010, hvor renten stort set lå stabilt i USA, men faldt i euroområdet. I denne periode var væksten i erhvervsaktiviteten temmelig stærk i både USA og euroområdet, hvil-

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

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

- 3-måneders-Eurepo (venstre akse)
- ... 3-måneders-Euribor (venstre akse)
- - - 3-måneders-OIS (venstre akse)
- Spænd mellem 3-måneders-Euribor og 3-måneders-Eurepo (højre akse)

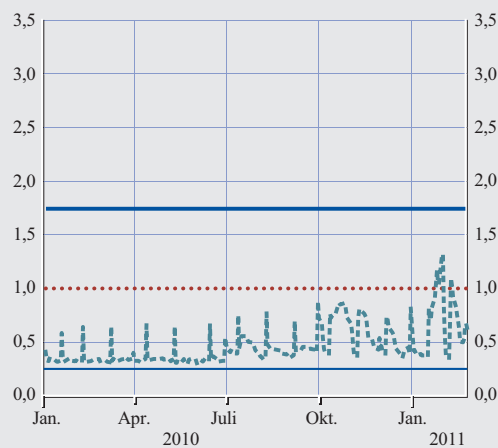


Kilder: ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.

Figur 11. ECB's renter og dag til dag-renten

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

- Marginal udlånsrente
- ... Fast rente ved de primære markedsoperationer
- - - Dag til dag-rente (Eonia)
- Indlånsrente



Kilder: ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.

ket kom til udtryk bl.a. i den stort set parallelle udvikling i aktiekurserne. I samme periode blev renten på AAA-statsobligationer i euroområdet dog presset nedad af investorernes flugt til sikkerhed som følge af ovennævnte uro på nogle af statsgældsmarkederne i euroområdet. Samtidig steg obligationsrenterne i USA på baggrund af den igangværende økonomiske fremgang. Det fortsatte resten af året, især fra juli, hvor renten konvergerede til ensartede niveauer i USA og euroområdet og begyndte at bevæge sig parallelt, og korrelationen voksede. Faktisk betød en revurdering af styrken af det økonomiske opsving i USA og midlertidigt mindre uro på statsgældsmarkederne i euroområdet mere synkron bevægelser i obligationsrenterne på begge sider af Atlanten. Hen imod slutningen af året, hvor det var den almindelige opfattelse, at den økonomiske vækst tog fart igen, som indikeret i bl.a. en stigning i de globale PMI-indeks for december, steg den 10-årige obligationsrente dog hurtigere i USA end i euroområdet. Denne udvikling afspejledes på aktiemarkedet, hvor de amerikanske aktiekurser steg hurtigere, muligvis på grund af bekymringer i markedet for, at især europæiske finansielle institutioner ville lide kurstab på grund af de fornyede spændinger på statsgældsmarkederne i euroområdet.

Hvis man ser nærmere på bevægelserne i løbet af året, udviklede statsobligationsmarkederne i USA og euroområdet sig i forskellig retning fra omkring medio november 2009 til primo april 2010, idet renten steg med ca. 50 basispoint i USA og faldt med ca. 25 basispoint i euroområdet. På det tidspunkt af året var det ventet, at de pengepolitiske renter på begge sider af Atlanten ville forblive lave i en længere periode, mens de makroøkonomiske nøgletal bekræftede, at væksten var robust. I lyset af denne udvikling kan de modsatte bevægelser i de lange obligationsrenter i USA og euroområdet primært tilskrives stigende bekymring i markedet vedrørende de offentlige finansers holdbarhed i visse eurolande, hvilket generelt medførte et nedadrettet pres på renten på de højest ratede statsobligationer i euroområdet.

Figur 12. Lange statsobligationsrenter



Kilder: Bloomberg, EuroMTS, Thomson Reuters og ECB.
 Anm.: Den 10-årige obligationsrente i euroområdet er repræsenteret af den 10-årige par-rente afledt af ECB's skønnede AAA-statsrentekurve for euroområdet. For USA anvendes 10-årige obligationsrenter.

Fra begyndelsen af april begyndte statsobligationsrenten i USA også at falde. De amerikanske renter faldt ret kraftigt i denne periode, og rentespændet mellem USA og euroområdet indsnævredes fra ca. 60 basispoint ved udgangen af marts til omkring nul ved udgangen af juni. Mens den økonomiske udvikling i euroområdet fortsat var gunstig, og tillidsindikatorerne generelt blev bedre, faldt renten på lange AAA-statsobligationer i euroområdet på baggrund af stigende uro på de europæiske statsgældsmarkeder. Uroen aftog noget, efter at en økonomisk hjælpepakke fra EU til Grækenland blev vedtaget i weekenden 10.-11. april, men den blussede op igen i de følgende dage, da nedjusteringen af både Grækenland og Portugals statsgæld – til "speculative grade" for Grækenlands vedkommende – medvirkede til en tillidskrise vedrørende holdbarheden af Grækenlands offentlige finanser. Den manglende tillid gav således næring til en omfattende omallokering af midler til AAA-statsobligationer fra euroområdet eller USA, som til sidst kulminerede i investorernes storstilede flugt til sikre aktiver den 6.-7. maj. Det skal bemærkes, at renten på græske 10-årige obligationer allerede var steget i forhold til

de tilsvarende tyske obligationer i 1. kvartal 2010, men renten var generelt forblevet stabil i de andre eurolande, da risikoen for afsmitning havde været beskeden. Situationen ændrede sig drastisk i begyndelsen af april, hvor renten ikke alene steg i Grækenland, men også i Irland og Portugal samt – knap så udtalt – i Spanien, Italien og Belgien. Foringelsen af den opfattede holdbarhed af gældssituationen i visse eurolande i denne periode blev klart bekræftet i spændene på "credit default swaps" (CDS) på statsgæld, altså instrumenter, som investorerne anvender til at beskytte sig mod risikoen for misligholdelse af statsgæld.

Forholdene blev langt bedre i løbet af maj på grund af exceptionelle foranstaltninger fra EU's side, fx beslutningerne om den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (European Financial Stabilisation Mechanism) og den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (European Financial Stability Facility) samt flere tiltag, som annonceret den 10. maj af Eurosystemet, for at genoprette en hensigtsmæssig pengepolitisk transmissionsmekanisme, herunder programmet for værdipapirmarkederne (Securities Markets Programme), der banede vejen for intervention på markederne for private og offentlige gældsinstrumenter i euroområdet. Yderligere støtte til euroområdets obligationsmarked i løbet af juli kan også have været en følge af offentliggørelsen af resultatet af stresstestene i hele EU og dermed oplysninger om bankernes eksponering for statsgæld. Spændingerne aftog dog ikke helt, som det bl.a. sås i en fortsat stigning i renten i en række eurolande trods yderligere fald i de tyske obligationsrenter. Sidstnævnte var muligvis ikke kun forårsaget af flugt til sikre aktiver, men også af tiltagende tegn på en opbremsning i den økonomiske aktivitet i euroområdet og især i USA, hvilket primært viste sig som en ny forværring af det amerikanske bolig- og arbejdsmarked. Konjunkturedgangen i USA påvirkede faktisk markedsstemningen i en række andre større økonomier og medførte betydelig kapitalindstrømning til de statsobligationsmarkeder, der blev anset for at være mindre risikofyldte, hvilket også medførte forventninger om en anden runde af kvantitative lempelser.

I årets sidste kvartal begyndte renten at stige på begge sider af Atlanten. Den generelle stigning i renten i denne periode stemte godt overens med, at de økonomiske udsigter igen blev bedre, hvilket var tydeligere i euroområdet end i USA, hvor de makroøkonomiske nøgletal generelt var positive, men også temmelig uensartede. Sammenlignet med langfristet AAA-statsgæld steg renten på obligationer fra de fleste udstedere af statsgæld med lavere kreditvurdering langt kraftigere og viste meget højere volatilitet inden for 4. kvartal 2010. Det 10-årige statsobligationsrentespænd over for Tyskland steg i særdeleshed for Irland, nemlig med 280 basispoint fra begyndelsen af september til slutningen af november, hvor markedsdeltagerne fokuserede på Irland på grund af den stigende bekymring for de budgetmæssige konsekvenser af statsstøtten til finanssektoren. Spændingerne spredte sig også til Portugal og Spanien, hvor spændene udvidede sig med henholdsvis 110 og 105 basispoint i samme periode, mens afsmitningen til andre lande såsom Grækenland, Italien og Belgien var begrænset, idet spændene kun udvidede sig med henholdsvis 7, 42 og 65 basispoint over for Tyskland (se figur 13). Øget bekymring i markedet i den sidste del af året medførte en stigning i obligationsrentens implicite volatilitet i både USA og euroområdet.

I forhold til både de nominelle renter og udviklingen i 2009 udviste realrenterne betydeligt mindre udsving i 2010 og lå generelt stabilt omkring 1,5 pct. i euroområdet. De faldt med 50 basispoint fra januar til september, men faldet blev senere indhentet. Den efterfølgende stigning afspejlede mere robuste økonomiske udsigter, især mod slutningen af året. Med stabile realrenter antyder faldende nominelle renter, at inflationsforventningerne spot, målt ved "break-even"-inflationen, generelt faldt i løbet af året, og den udvikling var særlig udtalt i juli og august, efterfulgt af en vis stabilisering (se også boks 3). Den 5-årige "break-even"-inflation på termin 5 år frem lå stabilt omkring 2,5 pct. fra januar til juli 2010 og faldt efterfølgende til ca. 2 pct. ultimo året (se figur 14). Dette fald synes dog i højere grad at have været relateret til lavere inflationsrisikopræmier end til ændringer

i inflationsforventningerne. Udviklingen i indeksobligationer skal desuden betragtes med en vis forsigtighed, især i en krisesituation. I den forbindelse pegede undersøgelsen af inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt fra Consensus Economics – selv om den vedrørte en lidt anden periode – på en moderat stigning i inflationsforventningerne fra 1,9 pct. i oktober 2009 til 2,1 pct. i oktober 2010.

I løbet af de første to måneder af 2011 steg de lange AAA-statsobligationsrenter i euroområdet en smule til et lidt højere niveau end ultimo 2010, mens de i USA var stort set stabile omkring dette niveau. Den overordnede stabilitet i de lange obligationsrenter i de første to måneder af 2011 i begge økonomiske områder dækker over forholdsvis store udsving. Obligationsrenterne nåede et relativt toppunkt i begyndelsen af februar på baggrund af positive økonomiske nøgletal og aftagende spændinger i euroområdet. Dette blev dog næsten udlignet i resten af måneden på grund af øgede geopolitiske risici. I euroområdet indsnævredes spændene for 10-årige obligationsrenter over for Tyskland yderligere i de første to måneder af 2011. Det afspejlede bl.a. markedsdeltagernes forventninger om muligheden for udvidelse af EFSF's anvendelsesområde og størrelse samt auktioner over gældsinstrumenter med en større efterspørgsel end forventet.

AKTIEKURSTIGNINGERNE I EUROOMRÅDET AFTOG I 2010

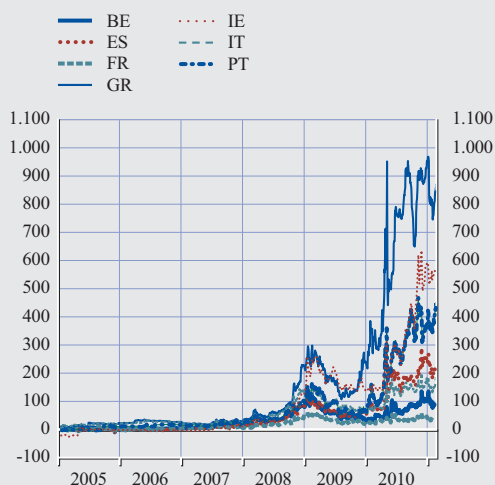
Mens stigningerne i aktieindeksene i både USA og euroområdet var sammenlignelige i 2009 (omkring 23,5 pct. begge steder), viste de en ret så uens udvikling i 2010. Med en vækst på næsten 13 pct. klarede det amerikanske indeks sig betydeligt bedre end indekset for euroområdet, der var stort set uændret (se figur 15). Uanset de forskellige mønstre for 2010 som helhed bevægede aktiekurserne i begge økonomiske områder sig klart sidelæns i løbet af året, hvor gevinster og tab i forhold til ultimo 2009 var omkring 10 pct., så der var betydelige udsving i den realiserede volatilitet. På baggrund af disse udsving samt udviklingen i investorernes forventninger om fremtidige spændinger svingede den impli-

citte volatilitet i aktiekurserne også betydeligt i 2010, med et toppunkt på næsten 35 pct. (årligt i gennemsnit i USA og euroområdet) omkring slutningen af maj. Toppunktet for volatiliteten i 2010 lå langt lavere end i perioden fra december 2008 til marts 2009. Generelt har det været opfattelsen i 2010, at den fremtidige aktiekursudvikling er mere usikker i euroområdet end i USA.

Efter en positiv udvikling i den sidste del af 2009 faldt aktiekurserne i både USA og euroområdet i januar og februar 2010, muligvis også fordi stemningen i stadig højere grad blev påvirket af uroen på statsgældsmarkederne i euroområdet. I euroområdet skete det mest udtalte kursfald i aktier fra finansielle virksomheder, mens kursudviklingen i andre sektorer var meget blandet uden noget klart mønster. I USA klarede finanssektoren sig til gengæld meget bedre, især på grund af den robuste indtjeningsvækst i de store banker. Da bekymringerne for gældsniveauet ebbede ud, steg aktiekurserne igen i både USA og euroområdet frem til omkring begyndelsen af maj til de højeste niveauer

Figur 13. Rentespænd for statsobligationer i udvalgte eurolande

(Basispoint; daglige observationer)



Kilde: Thomson Reuters.

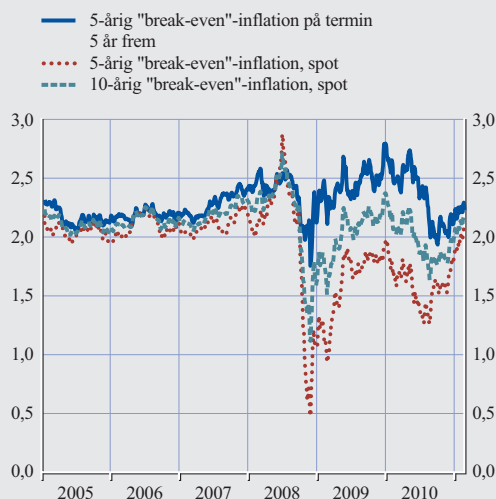
Anm.: Rentespænd mellem de 10-årige statsobligationer og den tilsvarende tyske statsobligation.

siden november 2008. Denne positive udvikling blev desuden understøttet af de økonomiske nøgletal i 1. kvartal 2010 samt af en stigning i indtjeningsvæksten, som – selv om den stadig var negativ – begyndte at vise spæde tegn på fremgang fra et meget negativt niveau. For selskaber i Dow Jones Euro Stoxx-indekset steg indtjeningsvæksten fra 40 pct. i november 2009 til 22 pct. i februar 2010, mens indtjeningsforventningerne i de følgende 12 måneder var hele 27 pct. på sidstnævnte tidspunkt.

Da spændingerne på statsgældsmarkederne igen eskalerede i euroområdet i maj, medførte den øgede globale risikoaversion, at midler blev kanaliseret over til de tyske og amerikanske statsobligationsmarkeder, som blev opfattet som relativt mere sikre. Som følge heraf påvirkede et massivt frasalg de internationale aktiemarkeder, hvilket overskyggede det positive bidrag fra gunstige økonomiske nøgletal, og kurserne faldt kraftigt i både USA og euroområdet. Ligesom i januar og februar var kurserne på aktier fra finansielle virksomheder i euroområdet de første, der blev påvirket af de tiltagende spændinger,

Figur 14. Nulkupon "break-even"-inflation i euroområdet

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



Kilder: Thomson Reuters og ECB's beregninger.

på grund af bekymring for nedskrivninger på bankernes beholdninger af statsgældsinstrumenter fra eurolandene. Den kraftige uro i denne pe-

Boks 3

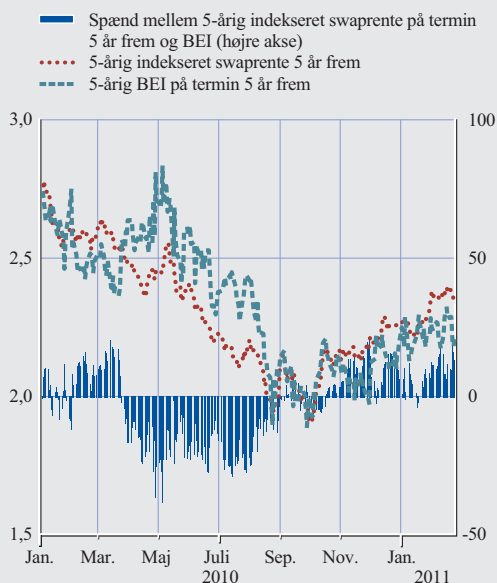
UDVIKLINGEN I MARKEDSBASEREDE MÅL FOR INFLATIONSFORVENTNINGERNE I 2010

Markedsbaserede mål for inflationsforventningerne anvendes ofte til at vurdere inflationsudsigterne. I perioder med finansielt stress skal sådanne mål dog tolkes med særlig stor forsigtighed. Selv om der var betydelige spændinger på de europæiske finansmarkeder i 2010, var de markedsbaserede mål for inflationsforventningerne udledt af indekserede swaps samt af nominelle og reale statsobligationer mindre volatile og mindre påvirket af likviditetsforvridninger end i perioden, efter Lehman Brothers gik konkurs. I denne boks gennemgås udviklingen i inflationsforventningerne for euroområdet i 2010 på baggrund af priserne for instrumenter på de finansielle markeder.

I 1. halvår forblev den 5-årige "break-even"-inflation på termin 5 år frem, udledt af nominelle og indekserede obligationer, generelt stabil omkring 2,5 pct. (se figur A). I løbet af sommeren faldt den kraftigt og genvandt kun til dels det tabte frem mod begyndelsen af 2011. Et alternativt mål udledt af indekserede swaps indikerer en lignende, men dog mindre volatil udvikling. Samlet set var volatiliteten i markedsbaserede mål for inflationsforventningerne meget lavere i 2010 end i tidligere år. Således lå forskellen mellem 5-årige renter på termin 5 år frem udledt af obligationer og af swaps ikke meget over 30 basispoint i 2010, hvorimod forskellen var mere end 70 basispoint i 2. halvår 2008, hvor krisen var på sit højeste efter Lehman Brothers' konkurs.

Figur A. "Break-even"-inflation og indekserede swaprenter

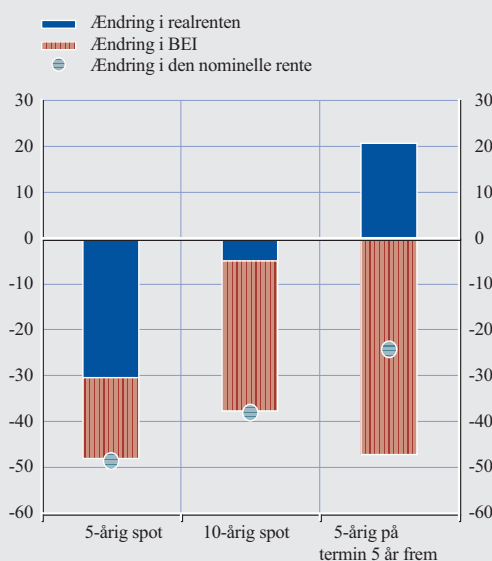
(1 pct. p.a.; i basispoint)



Kilder: Thomson Reuters, EuroMTS og ECB.
Anm.: "Break-even"-inflationen er sæsonkorrigeret.

Figur B. Ændringer i "break-even"-inflation og ændringer i nominelle renter og realrenter

(1 basispoint)

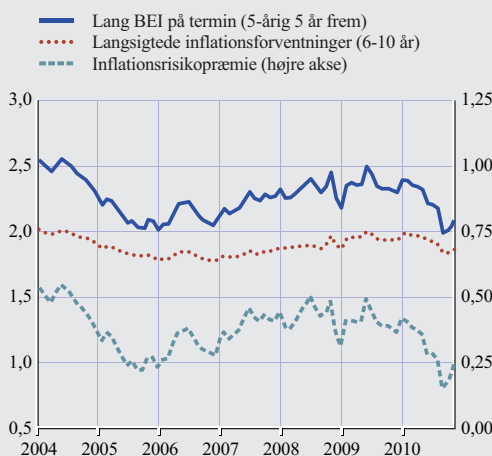


Kilder: Thomson Reuters, EuroMTS og ECB.
Anm.: "Break-even"-inflationen og realrenten er sæsonkorrigerede.

Faldet i "break-even"-inflation spot og på termin i 2010 skete i en situation med faldende 5-årige reale obligationsrenter og stabile 10-årige realrenter (se figur B). Dermed afspejlede faldet i de nominelle renter primært en reduktion i markedsdeltagernes krav om kompensation for fremtidig inflation. Denne kompensation omfatter en komponent for forventet inflation og en inflationsrisikopræmie. For at udrede disse to komponenter illustrerer figur C komponenterne i den langsigtede "break-even"-inflation på termin, som vist ved en rentestrukturmodel.¹ Den modelbaserede "break-even"-inflation, udledt af observationer af markedsvolatiliteten, faldt i løbet af 2010, men viste en lille stigning hen imod begyndelsen af 2011. Denne udvikling skyldtes i højere grad ændringer i inflationsrisikopræmien end ændringer i selve inflationsforventningerne, som forblev stort set stabile og tæt på det langsigtede gennemsnit. Denne konklusion bekræftes

Figur C. Fordeling af langsigtet "break-even"-inflation på termin baseret på en rentestrukturmodel

(1 procentpoint)



Kilder: Thomson Reuters og ECB's beregninger.
Anm.: Lang BEI på termin og dennes komponenter betragtes for en horisont for 5-årige på termin 5 år frem. Se flere oplysninger om rentestrukturmodellen i Garcia og Werner (se fodnote 1).

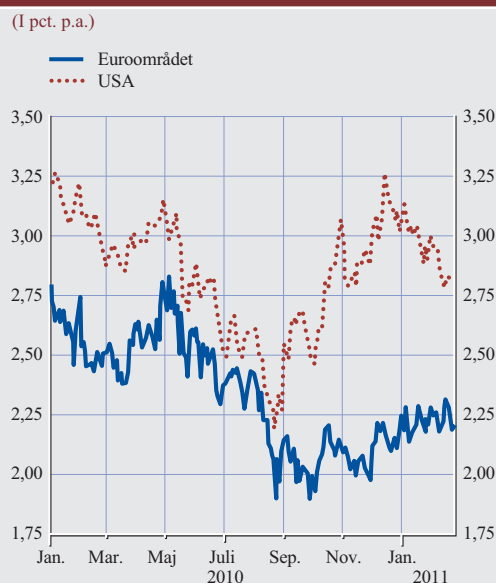
¹ En nærmere beskrivelse findes i García, J.A. og Werner, T., "Inflation risks and inflation risk premia", *Working Paper Series*, nr. 1162, ECB, marts 2010.

også af mere langsigtede undersøgelsesbaserede inflationsforventninger for euroområdet, som forblev ganske stabile i 2010.

"Break-even"-inflationen i euroområdet fulgte et noget mere stabilt mønster i 2010 sammenlignet med USA (se figur D). Hvor faldet fra maj til august 2010 var en del af en generel udvikling, som også blev observeret i amerikanske indikatorer, blev stabilisering af lange terminsrenter i euroområdet i slutningen af 2010 og begyndelsen af 2011 ikke observeret i USA.

Alt i alt tyder de markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne for euroområdet på, at markedsdeltagernes krav om kompensation for inflation og inflationsrisiko på mellemlangt til langt sigt faldt i 2010, især i sommermånederne. Denne udvikling var primært et resultat af et fald i inflationsrisikopræmien, mens inflationsforventningerne lå stort set stabilt omkring det langsigtede gennemsnit og fast forankret på linje med ECB's målsætning om at fastholde prisstabiliteten på mellemlangt sigt.

Figur D. 5-årig "break-even"-inflation på termin 5 år frem for euroområdet og USA



Kilder: Thomson Reuters, Federal Reserve Board og ECB's beregninger.

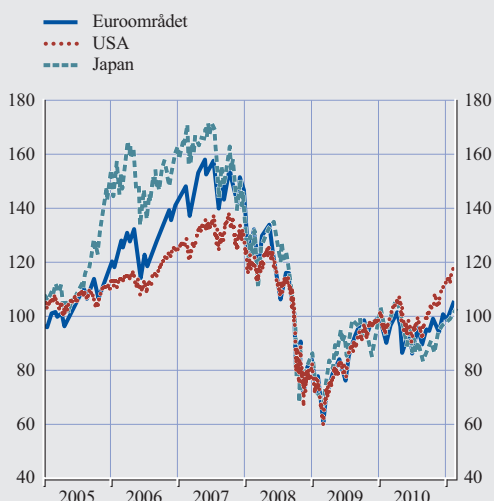
riode medførte dog også et fald i aktiekurserne på ikke-finansielle virksomheder både i euroområdet og i USA.

Fra maj til august fortsatte aktieindeksene alt i alt med at svinge i et snævert interval, hvilket afspejlede udsving i markedsstemningen og risikoaversionen. Selv om de aftagende spændinger og mere moderate forventninger til den fremtidige volatilitet betød, at aktiekurserne i første omgang indhentede faldet fra begyndelsen af maj, faldt kurserne igen efterfølgende, da den globale vækst begyndte at aftage, og markedsdeltagerne igen rettede opmærksomheden mod gældsproblemerne i visse eurolande. I samme periode forblev markedets forventninger til indtjeningsvæksten på 12 måneders sigt pænt positive på mere end 20 pct. i både USA og euroområdet, så faldet i aktiekurserne afspejlede primært en risikorelateret kanal over det positive bidrag fra en gunstig udvikling i udbytteforventningerne.

I årets sidste kvartal steg de brede aktieindeks på begge sider af Atlanten. I USA var udviklingen på aktiemarkedet drevet af blandede, men generelt positive, økonomiske nyheder og tegn på en gunstig resultatudvikling på tværs af børsnoterede selskaber i 3. kvartal 2010. Samtidig kan den positive effekt delvis være blevet udlignet af investorerens usikkerhed om holdbarheden af det økonomiske opsving i USA. I euroområdet understøttede den positive fremdrift i væksten aktiekurserne, mens stigende lange renter samt fornyede spændinger på statsgældsmarkederne kan have haft en negativ effekt. Det europæiske aktiemarkeds negative respons på spændingerne på det europæiske statsgældsmarked i denne periode var dog begrænset til finanssektoren i de lande, hvor uroen havde været størst, mens vækstforventningerne fortsat var solide i andre sektorer og lande. Faktisk fortsatte investorerne på aktiemarkedet med at indregne forholdsvis positive udsigter for de fleste sektorer uden for finanssektoren, og faldet i bankaktiekurserne

Figur 15. Væsentlige aktieindeks

(Indeks: 1. januar 2010 = 100; daglige observationer)



Kilde: Thomson Reuters.

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

i Grækenland var desuden mange gange større end i Frankrig og Tyskland. Generelt faldt kurserne for finansielle virksomheder med ca. 15 pct. i 2010, mens aktiekurserne for ikke-finansielle virksomheder steg med 7,5 pct. I samme periode steg de finansielle aktiekurser i USA med 11 pct., mens kurserne på ikke-finansielle aktier steg ca. 15 pct.

I de første to måneder af 2011 steg aktiekurserne i både euroområdet og USA. I modsætning til 2. halvår 2010, hvor aktiekurserne steg dobbelt så meget i USA som i euroområdet, var stigningerne i de første to måneder af 2011 omkring 5 pct. i begge økonomiske områder. Udviklingen i aktiekurserne afspejlede primært generelt bedre indtjeningsresultater, end markedsdeltagerne havde forventet, og fortsat bedring af de økonomiske udsigter i begge økonomiske områder.

HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING ER FLADET UD

I 2010 tiltog den årlige vækst i det samlede udlån til husholdningerne yderligere, men i et behersket tempo, til et skøn på 2,8 pct. i årets 4. kvartal. Stigningen afspejlede primært udviklin-

gen i MFI'ernes udlån til husholdningerne, mens den årlige vækst i lån fra ikke-MFI'er fortsatte med at aftage i 2010, hovedsagelig som følge af en lavere grad af securitisering.

Lån til boligkøb var fortsat den primære drivkraft bag væksten i MFI'ernes udlån til husholdningerne. Den årlige vækst i realkreditlån var i december 2010 steget til 3,7 pct. i forhold til 1,5 pct. i december 2009 (se figur 16). Indstrømningen stabiliseredes dog i 2. halvår. Udviklingen i realkreditlån fulgte boligpriserne, der steg beskedent i 2010 efter store fald i 2009. Den var også i overensstemmelse med undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet, som viste en nedgang i nettoandelen af banker, der meldte om stramning af kreditstandarderne. Undersøgelsen viste ligeledes, at efterspørgslen efter boliglån var stigende, navnlig i årets første del. Bankernes udlånsrenter til husholdninger aftog moderat i løbet af 2010, nemlig med 19 basispoint for boliglån og 52 basispoint for forbrugerkredit.

Modsat realkreditlån viste forbrugerkredit ikke nogen stigning i den årlige vækst, som lå under nul i hele 2010. Udviklingen i forbrugerkredit stemte også overens med de økonomiske faktorer, som det fx fremgik af det bratte fald i bilsalget (efter udløb af de fleste landes skrotpræmieordninger), og med forbrugerundersøgelser, der viste en ret lav tilbøjelighed til at foretage større anskaffelser. Undersøgelsen af bankernes udlån pegede også på fortsat svag efterspørgsel efter forbrugerkredit. Den modsatrettede udvikling i forbrugerkredit og lån til boligkøb kan i nogen grad skyldes renteforholdene. Omkostningerne ved forbrugerkredit er gerne højere end omkostningerne ved boliglån, da der som regel stilles mindre sikkerhed. Renten for forbrugslån faldt dog i 2010, navnlig for lån med en løbetid på mindre end 1 år (se figur 17).

HUSHOLDNINGERNES GÆLDSÆTNING FORTSATTE MED AT STIGE, MENS RENTEBYRDEN AFTOG YDERLIGERE

I 2010 steg husholdningernes låntagning beskedent, men ikke desto mindre hurtigere end deres disponible indkomst. Derfor øgedes gælden

som andel af disponibel indkomst en smule til et anslået niveau på 98,8 pct. i årets 4. kvartal (se figur 18). Omvendt var husholdningernes gæld som andel af BNP stort set uændret i forhold til niveauet i december 2009, idet realt BNP steg mere end husholdningernes disponible indkomst. Selv om husholdningernes gældsætning var stort set uændret i euroområdet, mens den viste et tydeligt fald i USA og Storbritannien, er den fortsat lavest i euroområdet. Samtidig sås der stadig en meget uensartet udvikling i husholdningernes gældsætning eurolandene imellem, idet den lå klart over gennemsnittet for euroområdet i de lande, hvor der var spændinger på statsgældsmarkedet.

Husholdningernes rentebyrde (rentebetalinger som andel af den disponible indkomst) aftog lidt i 2010, om end den stabiliserede sig mod slutningen af året. Det skyldtes to faktorer: yderligere faldende renter på nye og genforhandlede lån, efterhånden som nedsættelserne af de officielle renter slog igennem, og den lille stigning i husholdningernes disponible indkomst.

HISTORISK LAVE OMKOSTNINGER VED EKSTERN FINANSIERING I 2010

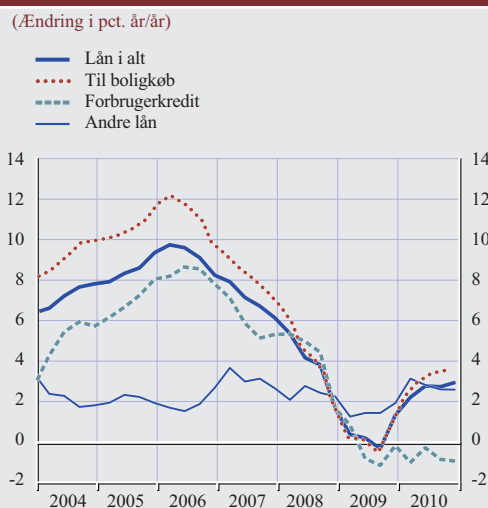
Efter det bratte fald i 2009 steg euroområdet ikke-finansielle selskabers samlede realomkostninger ved ekstern finansiering noget i forbindelse med statsgældskrisen og de øgede spændinger på de finansielle markeder i 2010. Udviklingen dækkede over store forskelle mellem de enkelte finansieringskilder. Mens nedgangen i de reale omkostninger ved både banklån og udstedelse af gældsinstrumenter var lavere end nogensinde i 2010, steg realomkostningerne ved at udstede aktier markant til et rekordhøjt niveau i slutningen af året (se figur 19). Alt i alt var de samlede realomkostninger ved ekstern finansiering i 2010 lave efter historisk målestok.

Hvad angår omkostningerne ved bankfinansiering, faldt de reale korte MFI-udlånsrenter en smule fra 1,62 pct. i december 2009 til 1,40 pct. i december 2010. Bankernes korte udlånsrenter afspejler primært udviklingen i pengemarkedsrenterne, der som regel har betydning for ban-

kernes omkostninger ved kortsigtet finansiering. Fra ultimo 2009 til ultimo 2010 steg 3-måneders-Euribor faktisk lidt, nemlig med 33 basispoint. Efter at have været helt nede på 0,64 pct. i april 2010 steg den langsomt til 1,03 pct. ultimo året. Bankernes nominelle korte renter for udlån til ikke-finansielle selskaber fulgte udviklingen i Euribor tæt, men på baggrund af en gradvis stigning i inflationsforventningerne på kort sigt faldt bankernes reale korte udlånsrenter med 22 basispoint i løbet af året.

De reale lange MFI-udlånsrenter nåede deres laveste niveau i begyndelsen af 2010, og der sås en lille stigning fra 1,56 pct. ultimo 2009 til 1,71 pct. ultimo 2010. Bankernes længere udlånsrenter afspejler som regel hovedsagelig ændringer i statsobligationsrenterne. Den 7-årige statsobligationsrente udledt af rentekurven for euroområdet fortsatte med at falde i det meste af 2010 og nåede ned på 2,11 pct. i august, hvorefter den steg mod slutningen af året. Samlet set faldt den med 33 basispoint fra december 2009 til december 2010. De nominelle lange udlånsrenter fulgte ikke samme mønster, idet de stabiliserede sig tidligere på året og viste en moderat opadgående tendens mod slutningen af 2010. Det betød, at

Figur 16. MFI-lån til husholdningerne



Kilde: ECB.

spændet mellem bankernes lange udlånsrenter og de sammenlignelige statsobligationsrenter begyndte at vokse igen. I forbindelse med statsgældskrisen i foråret nåede det op på over 100 basispoint, svarende til niveauet under den finansielle uro i 2008.

Udviklingen i MFI-udlånsrenterne i 2010 afspejlede også i vid udstrækning den gradvis aftagende effekt af tidligere nedsættelser af ECB's officielle renter på bankernes detailrenter. Til trods for den finansielle uro ser gennemslaget fra nedsættelserne af de officielle renter til bankrenterne i euroområdet ud til at have været stort set i overensstemmelse med det historiske mønster.

De reale omkostninger ved markedsbaseret gældsfinansiering var kraftigt påvirket af udviklingen i erhvervsobligationsspændene (målt som forskellen mellem erhvervsobligationsrenten og statsobligationsrenten) i hele 2010. Selvom spændet udvidedes fra maj til august 2010 på baggrund af stigende spændinger på stats-

gældsmarkedet, som fik finansielle investorer til at søge mod mere likvide og sikre aktiver, var de gennemsnitlige reale omkostninger ved markedsbaseret finansiering i 2010 lavere end i de foregående år og endda blandt de laveste, der overhovedet er observeret.

Omvendt steg de reale omkostninger ved at udstede børsnoterede aktier markant i 2010, navnlig drevet af hastigt stigende forventninger til virksomhedernes indtjening på 2-5 års sigt. Fra december 2009 til december 2010 steg disse omkostninger således med 194 basispoint til det højeste niveau nogensinde i en situation med øget volatilitet på de globale finansielle markeder.

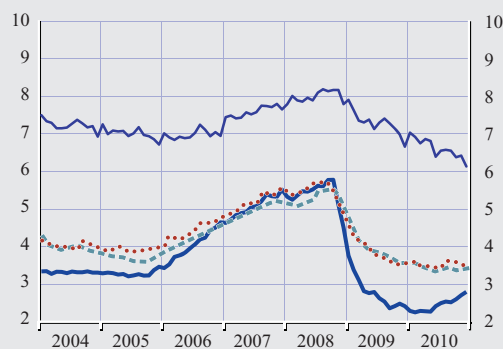
DEN EKSTERNE FINANSIERING FORTSATTE MED AT FALDE I 2010

Den årlige vækst i euroområdet's ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering fortsatte med at falde i 2010, drevet af den igangværende reduktion af MFI'ernes udlån, der blev modsvaret af positiv, men dog faldende, udstedelse af

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

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

- Korte udlånsrenter til ikke-finansielle selskaber
- Lange udlånsrenter til ikke-finansielle selskaber
- Renten på udlån til husholdninger til boligkøb
- Renten på udlån til husholdninger til forbrugerkredit

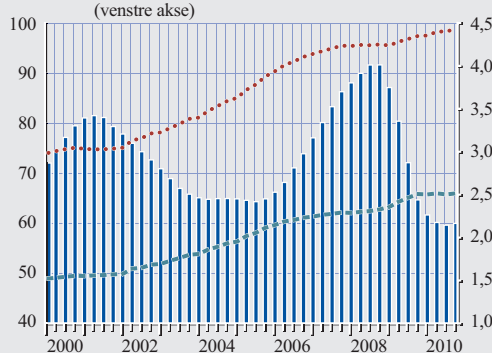


Kilde: ECB.

Figur 18. Husholdningernes gæld og rentebetalinger

(I pct.)

- Rentebyrde som andel af disponibel bruttoindkomst (højre akse)
- Husholdningernes gæld som andel af disponibel bruttoindkomst (venstre akse)
- Husholdningernes gæld som andel af BNP (venstre akse)



Kilder: ECB og Eurostat.

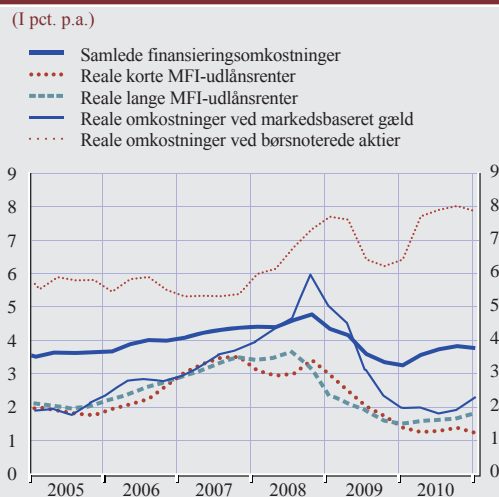
Anm.: Husholdningernes gæld omfatter det samlede udlån til husholdninger fra alle institutionelle sektorer, herunder resten af verden. Rentebetalinger omfatter ikke husholdningernes fulde finansieringsomkostninger, da de ikke inkluderer gebyrer for finansielle tjenesteydelser. Tallene for det seneste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

gældsinstrumenter og aktier (se figur 20). Trods en bredt funderet forbedring af de økonomiske forhold var de ikke-finansielle selskabers behov for ekstern finansiering fortsat begrænset af lave investeringer og behersket aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser samt en igangværende opbygning af interne midler. Mod slutningen af 2010 var der tegn på en gradvis normalisering, og der sås et stigende finansieringsbehov hos virksomhederne. Ifølge undersøgelsen af bankernes udlån blev nettoefterspørgslen efter erhvervslån positiv efter at have været negativ i over to år. Især lagerbeholdninger og driftskapital blev angivet som faktorer, der i stigende grad bidrog til den fornyede efterspørgsel efter lån.

En af de primære årsager til den forholdsvis lave efterspørgsel efter ekstern finansiering i 2010 var den bredt funderede vækst i den ikke-finansielle sektors salg og lønsomhed, hvilket betød, at der var betydeligt flere interne midler til rådighed. Bedømt ud fra regnskaberne for børsnoterede ikke-finansielle selskaber rettede lønsomheden – målt som nettoindtægter i forhold til salg – sig kraftigt i 2010 (se figur 21). Stigningen i de interne midler afspejledes i større pengebeholdninger, formodentlig som følge af løbende reduktion af omkostningerne kombineret med lavere nettorentebetaling og udbytter. Denne forbedring af virksomhedernes finanser skal dog tages med et vist forbehold, idet undersøgelser viser, at lønsomheden udviklede sig mindre gunstigt for de små og mellemstore virksomheder end for de store i 2010. Det kunne tyde på, at de små og mellemstore virksomheder er mere sårbare, eller at de halter noget bagefter de store virksomheder.⁴

Ud over at der har været flere interne midler til rådighed, ser det ud til, at euroområdet ikke-finansielle selskaber har benyttet sig af en bredere vifte af finansieringsmuligheder i de senere år, navnlig ved at erstatte bankgæld med markedsbaseret finansiering og ved i højere grad at udstede gældsinstrumenter. Denne proces, som begyndte i 2009 og fortsatte i 2010, har givet sig udslag i en betydeligt lavere efterspørgsel efter banklån. Det betyder, at den årlige vækst i lån-

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



Kilder: ECB, Thomson Reuters, 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 ECB's Månedsoversigt for marts 2005).

givningen, der nåede et lavpunkt i årets 1. kvartal, var negativ i hele 2010. Især de kortfristede lån blev kraftigt påvirket, da den faldende efterspørgsel efter lån blev forstærket af et igangværende skift fra kortere til længere løbetider. Den årlige vækst i kortfristede lån (dvs. lån med en initial løbetid på under 1 år) faldt i gennemsnit til næsten -9 pct. i 2010, mens den gennemsnitlige vækst i langfristede lån (dvs. lån med en initial løbetid på over 5 år) faktisk forblev positiv, nemlig omkring 3 pct. Hvis der tages højde for, hvor alvorlig den seneste recession var, og for denne substitutionsproces, ser væksten i udlån til virksomheder dog ud til at have været stort set i overensstemmelse med det historiske mønster, konjunkturcyklen taget i betragtning. Den finansielle krise havde en kraftig effekt, men den medførte ikke en brat afbrydelse af kreditforsyningen til økonomien. I årets løb begyndte bankerne at melde om en mindre grad af

⁴ Se "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area", ECB, oktober 2010 (findes på ECB's hjemmeside).

stramning for udlån til virksomheder, navnlig som følge af det lavere bidrag fra risikobaserede faktorer såsom den generelle økonomiske situation og låntagernes konkursrisiko (se boks 4).

Den årlige vækst i udstedelsen af gældsinstrumenter nåede et toppunkt på 12,3 pct. i 1. kvartal 2010, hvorefter den gradvis aftog i resten af året. Den solide efterspørgsel blandt investorer gennem det meste af året kan have været drevet af en jagt på afkast og af virksomhedernes forbedrede balancer. I det højtforrentede segment nåede udstedelsen rekordhøjder i 2010. Samtidig vedblev udstedelsen af børsnoterede aktier at være behersket med en nedadgående tendens, muligvis påvirket af de øgede omkostninger ved at udstede aktier.

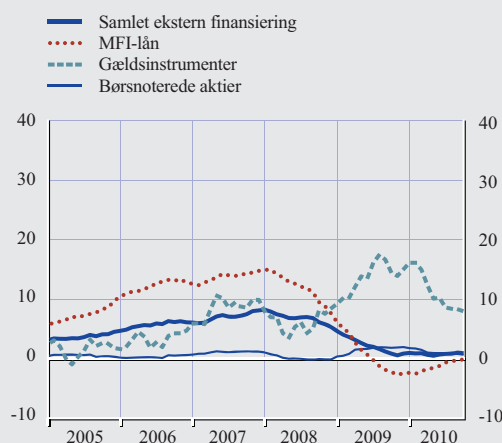
FALD I VIRKSOMHEDERNES GÆLD

Eftersom væksten i virksomhedernes indtjening ikke var ledsaget af en væsentlig stigning i investeringerne eller store lønforhøjelser til medarbejderne, førte den højere indtjening til en markant stigning i opsparingskvoten for euroområdet ikke-finansielle selskaber, og tendensen fortsatte året ud. I 2. kvartal 2010 blev væksten i de samlede aktiver positiv for første gang siden begyndelsen af 2009, drevet af en opbygning af likviditet. Som følge af virksomhedernes indsats for at nedbringe deres gearing samt en kraftig stigning i virksomhedernes opsparring i forhold til BNP, blev finansieringsgab (dvs. de ikke-finansielle selskabers behov for at benytte eksterne finansieringskilder) i 2010 positivt for første gang i mere end 10 år. Det tyder på, at virksomhederne havde tilstrækkelige interne midler til at dække deres finansieringsbehov i forbindelse med investeringer.

Som følge af denne udvikling faldt virksomhedernes gæld betragteligt i løbet af 2010 (se figur 22). I 3. kvartal 2010 faldt gælden i forhold til BNP og i forhold til bruttooverskud af produktionen til henholdsvis 80,6 pct. og 421,1 pct. Alligevel var konkurssandsynligheden for euroområdet virksomheder meget høj gennem det meste af 2010. Gældskvoterne ligger stadig meget højt efter historisk målestok, hvilket tyder på, at virksomhederne i euroområdet fort-

Figur 20. Fordeling af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering efter instrument

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Anm.: Børsnoterede aktier denomineret i euro.

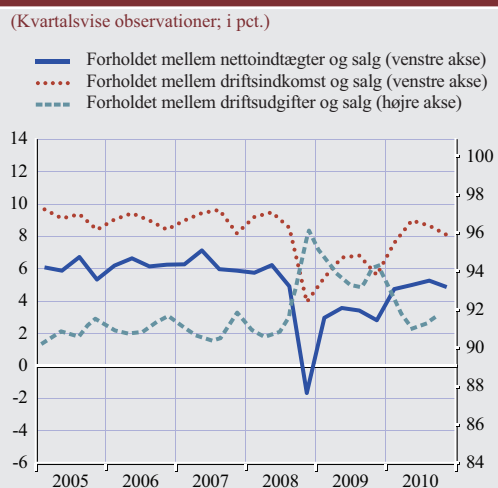
sat er sårbare over for højere omkostninger ved eksternt finansiering eller en afdæmpning af den økonomiske aktivitet.

2.3 UDVIKLINGEN I PRISER OG OMKOSTNINGER

Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation steg i 2010 til 1,6 pct. efter i 2009 at være faldet til 0,3 pct. fra 3,3 pct. i 2008 (se tabel 1). Stigningen indikerer, at prisudviklingen er på vej mod normale tilstande med en positiv årlig HICP-inflation i 2010 i modsætning til de negative tal i perioden fra juni til oktober. Selv om den årlige HICP-inflation i 2010 lå under gennemsnittet på 2,0 pct. siden 1999, begyndte den dog at stige mod årets slutning.

Stigningen i HICP-inflationen i 2010 kunne overvejende tilskrives betydeligt højere råvarepriser (især priserne på råolie) i forhold til de lave niveauer i 2009 (se figur 23). Udviklingen i råvarepriserne afspejlede opsvinget efter den globale konjunkturedgang i 2009, som havde trykket priserne ned. De højere råvarepriser bidrog til HICP-inflationen i 2010 mere end opvejede det lavere pres på priserne på tjeneste-

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



Kilder: Thomson Reuters og ECB's 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.

ydelser, hvor der sås en forsinket effekt af den alvorlige konjunkturedgang og de forværrede arbejdsmarkedsforhold i 2009. Efter en gradvis nedgang igennem 2009 faldt de årlige prisstigninger for tjenesteydelser yderligere en smule i begyndelsen af 2010 for derefter at holde sig forholdsvis uændrede.

Hvad angår lønvæksten i 2010, tyder det på, at udviklingen i lønomkostningerne nåede et lavpunkt som følge af stabiliseringen af arbejdsmarkedsforholdene. Lønsum pr. ansat steg i 2010 med en hastighed svarende til stigningen

i 2009 og blev overgået af væksten i arbejds-kraftsproduktivitet pr. ansat, hvorved enheds-lønomkostningerne faldt, og avancerne steg. Ikke desto mindre aftog væksten i aftalt løn markant, formodentlig på grund af lønftaler-nes forsinkede reaktion på markedsforholdene. Væksten i timelønnen faldt også markant, hvil- ket i en vis udstrækning blot afspejlede effekten af et større antal arbejdstimer.

Forbrugernes inflationsopfattelse og forventnin- ger på kort sigt steg i 2010 fra de meget lave niveauer i 2009. De langsigtede inflationsfor- ventninger var ifølge konjunkturbarometrene meget stabile, hvilket viste, at forventningerne fortsat var fast forankrede i ECB's styrelsesråds målsætning om at holde inflationen tæt på, men under 2 pct. på mellemlangt sigt.

HICP-INFLATIONEN STEG PÅ GRUND AF UDVIKLINGEN I ENERGI- OG FØDEVAREPRISERNE

En markant stigning i råvarepriserne var den vigtigste årsag til, at HICP-inflationen i euroområdet steg i 2010. Industri-, fødevarer- og især energirå- varepriserne steg fra de lave niveauer i 2009 (se boks 5), således at HICP-inflationen steg på trods af den afdæmpende effekt af en aftagende løn- vækst og et fortsat lavt aktivitetsniveau. Det lave pres på arbejdskraftsomkostningerne påvirkede også de årlige prisstigninger på tjenesteydelser, som faldt endnu en smule i begyndelsen af 2010 og lå på et temmelig lavt niveau resten af året (se tabel 1 og figur 24).

På grund af de globale oliepriser steg energi- komponenten i HICP – som udgør 9,6 pct. af det samlede HICP – i 2010 og nåede op på et

Boks 4

FORTOLKNING AF UNDERSØGELSESBASEREDE INDIKATORER FOR KREDITSTANDARDER FOR ERHVERVSLÅN

Den finansielle krise medførte en usædvanlig kraftig stramning af euroområdet bankers kredit- standarder for udlån til den private sektor, især til ikke-finansielle selskaber, i 2008. Siden 2009 er der blevet strammet yderligere, men i et gradvis aftagende tempo. I denne boks gennemgås udviklingen i undersøgelsesbaserede indikatorer for kreditstandarder, navnlig i 2010, og der gi-

ves et bud på, hvorvidt de peger i retning af begrænsninger i kreditforsyningen.

Gradvis normalisering af undersøgelsesbaserede indikatorer for kreditstandarder for lån

De detaljerede resultater af undersøgelsen af bankernes udlån, som ECB har offentliggjort, inkluderer nettoændringerne i procent i kreditstandarderne for udlån til ikke-finansielle selskaber, beregnet som forskellen mellem den andel af respondenterne, som svarede, at de havde strammet deres kreditstandarder noget eller betydeligt, og den andel, som svarede, at de havde lempet dem noget eller betydeligt. Et positivt tal angiver således en nettostramning og et negativt tal en nettolempelse af kreditstandarderne. Under den finansielle uro steg nettoandelen af banker, som meldte om stramninger, drastisk – til hele 64 pct. i slutningen af 2008. Siden da er andelen gradvis faldet, uden at der dog har været tale om lempelse af kreditstandarderne. I 2010 vedblev euroområdet banker at foretage moderate stramninger året igennem, idet nettoandelen, som svarede, at de havde strammet kreditstandarderne, lå en smule under det langsigtede gennemsnit (se figur A). Stik imod alle forventninger vendte den nedadgående tendens i nettostramningen for erhvervsudlån midlertidigt i 2. kvartal på baggrund af spændingerne i forbindelse med statsgældskrisen. Efter den negative udvikling i kreditstandarderne for erhvervsudlån i 2. kvartal 2010 pegede data for 2. halvår på en stabilisering, idet først 4 pct. og derefter 0 pct. af bankerne rapporterede om nettostramning.

Presset på solvensgrad og løbende finansiering i forbindelse med den finansielle uro, der satte ind medio 2007, har tvunget euroområdet banker til at genoverveje deres gearing. Typisk har bankerne været nødt til at afhænde aktiver, først og fremmest de mere likvide og kortfristede, mens kreditgivning til virksomheder og husholdninger består af mere langfristede aktiver, som er blandt dem, der afhændes sidst. Generelt kan de kun mindskes ved at opsigte lån eller begrænse nyudlån. Derfor kan en del af den seneste tids stramninger af kreditstandarderne forklares ved disse "rene" begrænsninger på udbudssiden, som skyldes hensyn til bankernes balance. Det ser ud til, at risikoopfattelsen, dvs. bankernes vurdering af, hvordan makroøkonomiske forhold påvirker låntagernes risikoprofil og kreditværdighed, i 2010 spillede en fremtrædende rolle i forhold til stramningen af kreditstandarderne. Jævnført med situationen i 2008 og 2009 synes de "rene" begrænsninger på udbudssiden at have været mindre væsentlige, hvilket tyder på en gradvis normalisering af bankernes villighed til at låne penge til den private sektor. Det vil sandsynligvis yderligere mindske risikoen for en kreditklemme. Hidtil er en sådan blevet undgået takket være et fald i efterspørgslen efter lån, mens effekten af de "rene" begrænsninger på udbudssiden er blevet mindsket gennem ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag.

Figur A. Ændringer i kreditstandarder for godkendelse af lån eller kreditfaciliteter til virksomheder

(Nettoandel i pct. af banker, som bidrager til stramning af standarderne)



Kilde: ECB's undersøgelse af bankernes udlån.

Observationer fra undersøgelsen af bankernes udlån kan med fordel suppleres med resultaterne af undersøgelsen af de små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering. Den seneste undersøgelse af denne art, for perioden fra marts til september 2010, indikerede, at det var blevet lidt lettere at få adgang til banklån (se figur B). Alt i alt mente de små og mellemstore virksomheder stadig, at det var blevet sværere at låne i banken, men antallet, som svarede, at det var blevet sværere, var halveret i forhold til undersøgelse i 2009. Blandt de store virksomheder var andelen, som meldte om lettere adgang til banklån, højere end andelen, der sagde det modsatte. Undersøgelsesresultaterne pegede også på, at flere ansøgninger om banklån blev imødekommet, og at bankerne var blevet lidt mere villige til at yde lån.

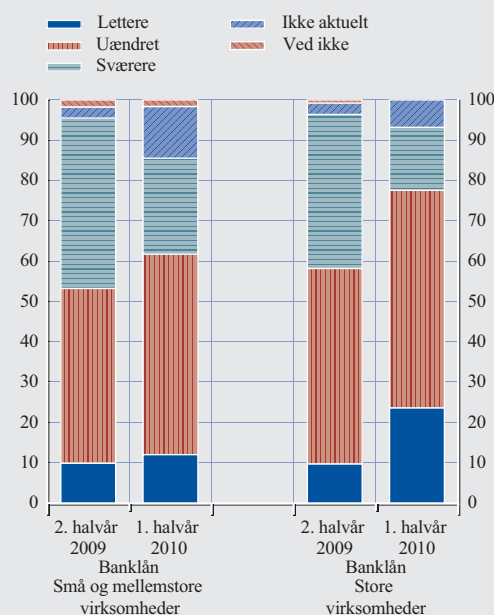
En alternativ fortolkning af undersøgelsesresultater vedrørende kreditstandarder

Selv om 2010-undersøgelserne tyder på en gradvis normalisering af kreditstandarderne for lån, bør det fremhæves, at resultaterne fokuserer på ændringer, og at der ikke foretages nogen direkte vurdering af stramhedsgraden. Eftersom kreditstandarderne løbende er blevet strammet gennem mere end to år, kan man passende spørge, om stramhedsgraden kan påvirke den samlede kreditforsyning – og i givet fald hvordan.

Et udtryk for kreditstandardernes niveau kan i princippet udledes ved at akkumulere de procentvise nettoændringer i kreditbetingelserne over tid. I så fald ses en opadrettet tendens i serien. Det kan tyde på en bias i bankernes besvarelser i retning af stramning af kreditstandarder. Samme fænomen kan faktisk observeres i den amerikanske pendant til undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet, nemlig "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices". Det kan antages, at det langsigtede gennemsnit for kreditstandarder (som viser en gennemsnitlig nettostramning på 16 pct.) er et meget enkelt mål for denne bias. Da observationsperioden imidlertid er forholdsvis kort, indeholder dette langsigtede gen-

Figur B. Euroområdet virksomheders adgang til banklån

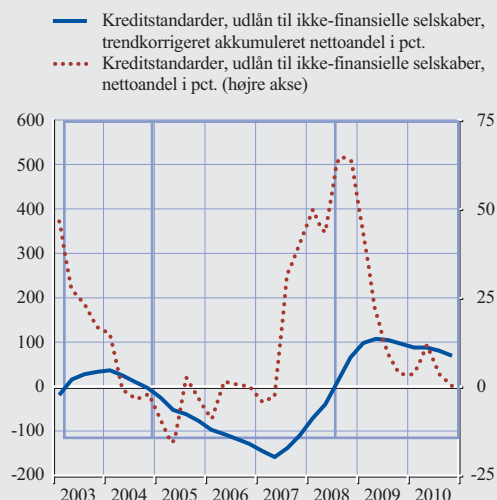
(I pct. af respondenterne)



Kilde: EU-ECB-undersøgelse om små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering.

Anm.: 1. halvår 2010 vedrører perioden fra marts til september 2010.

Figur C. Restriktive og ekspansive kreditstandardregimer og kreditstandarder for lån til euroområdets ikke-finansielle selskaber



Kilde: ECB.

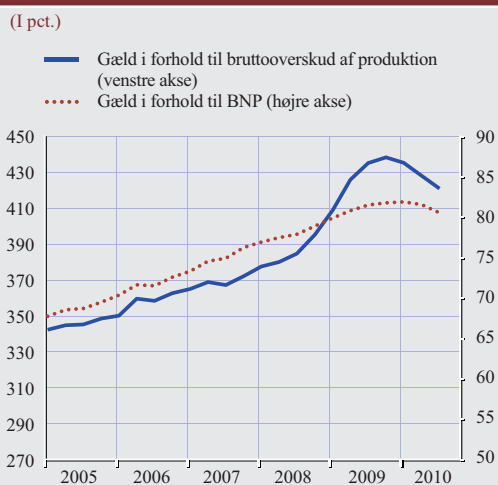
nemsnit flere cykler med stramninger end med lempelser, hvorved den faktiske bias muligvis overvurderes. Når der trendkorrigeres for den mulige bias, kan de akkumulerede kreditstandarder anvendes til at definere forskellige kreditstandardregimer, hvor negative afvigelser fra trenden tyder på en ekspansiv kreditpolitik, mens positive afvigelser tyder på en restriktiv politik.

Ud fra en sådan analyse kan perioden fra 2003 til 2004 betegnes som et "restriktivt kreditstandardregime" for erhvervslån, mens perioden fra primo 2005 til medio 2008 svarer til et "ekspansivt kreditstandardregime" (se figur C). Derefter peger indikatoren på en ny periode med kreditrestriktioner. Ultimo 2010 lå den stadig et godt stykke over den historiske trend.

Generelt er der en tendens til, at stramning af kreditstandarderne mindsker lånvæksten, mens lempelse af kreditstandarderne øger lånvæksten. Empiriske observationer på grundlag af niveauindikatoren afslører yderligere ikke-lineære effekter. Navnlig synes effekten af kreditstandarder på lånvækst at mindskes alt efter kreditstandardregime: i et restriktivt kreditstandardregime er den negative effekt af nettostramning af kreditstandarder på lånvæksten ikke så kraftig, som den er i en periode med ekspansive kreditstandarder (fx fra medio 2007 til 2008). Tilsvarende dæmpes den positive effekt på lånvæksten af en nettolempelse af kreditstandarder i et restriktivt kreditstandardregime, og der kræves en længere periode med løbende lempelse, for at det skal have en positiv indvirkning på kreditvæksten. Det synes at være meget relevant i forhold til den faktiske udvikling i 2010. Grundet den forsinkede virkning af stramningen af kreditstandarderne og disse tilsyneladende ikke-lineære effekter peger undersøgelsen af bankernes udlån i 2010, trods en tilsyneladende normalisering af ændringerne i kreditstandarderne, på en potentiel negativ effekt af udbudsfaktorer på lånvæksten efter udgangen af 2010 og et stykke ind i 1. halvår 2011. Fremadrettet består udfordringen i at øge den private sektors adgang til kredit, når efterspørgslen bider sig fast.

12-måneders gennemsnit på 7,4 pct., hvilket var en vending i forhold til nedgangen på 8,1 pct. i 2009. Virkningen af denne stigning var mest tydelig for priser med direkte tilknytning til oliepriserne som fx flydende brændsel og brændstof og smøremidler til personlige transportmidler, mens der sås en forsinkelse, hvad angår forbrugerpriserne på gas. Fødevarerpriserne steg også kraftigere, især priserne på uforarbejdede fødevarer, der steg med 1,2 pct. i gennemsnit i 2010 mod kun 0,2 pct. i 2009. Ud over stigende globale priser på fødevareråvarer afspejlede stigningerne i forbrugerpriserne på fødevarer midlertidige ugunstige indenlandske vejrforhold, som påvirkede frugt og grøntsager. Væksten i inflationen i de sidste måneder af 2010 var forholdsvis beskeden for komponenten forarbejdede fødevarer – der omfatter poster som brød og kornprodukter – så 12-måneders-gennemsnittet (på 0,9 pct.) var endnu lavere i 2010 end i 2009, hvor det var 1,1 pct.

Figur 22. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter



Kilder: ECB, Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: Gælden indrapporteres på grundlag af de kvartalsvise europæiske sektorkonti. Den omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter og pensionskassereserver frem til 3. kvartal 2010.

Den gennemsnitlige HICP-inflation ekskl. energi- og fødevarerpriser var lavere i 2010 end i 2009. Det skyldtes den afdæmpende effekt, som indenlandske faktorer havde på prisstigningerne på tjenesteydelser, kombineret med en forholdsvis stabil gennemsnitlig årlig inflation i priserne på industrivarer ekskl. energi. Den dækker også over den gradvise stigning, der er sket i den årlige HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer, fra det meget lave niveau i 2. kvartal 2010. Årsagen hertil er opadrettede prispres fra forsyningskæden som fx stigninger i priserne på halvfabrikata og i kapacitetsudnyttelsen. Desuden presede højere indirekte skatter og deprecieringen af den effektive eurokurs den årlige stigning i priserne på industrivarer ekskl. energi op, idet den steg fra et lavpunkt på 0,1 pct. i 1. kvartal 2010 til 0,7 pct. i december. Stigningen i priserne på industrivarer ekskl. energi blev i et vist omfang dæmpet af en moderat udvikling i arbejdskraftsomkostningerne. I modsætning til priserne på industrivarer ekskl. energi steg priserne på tjenesteydelser kun ganske lidt i løbet af 2010 efter ved årets begyndelse at være faldet yderligere en smule i forhold til et år tidligere. Som følge heraf fortsatte de årlige prisstigninger på tjenesteydelser med at aftage i 2010 som helhed, til 1,4 pct. mod 2,0 pct. i 2009. Denne lavere stigningstakt i priserne på tjenesteydelser var temmelig bredt funderet, idet den afspejlede såvel mere begrænsede omkostningspres som øget konkurrence om kunderne på baggrund af en forholdsvis svag efterspørgsel. En enkelt undtagelse var kommunikationstjenester, hvor bidraget, som normalt er negativt, blev mindre negativt.

PRODUCENTPRISERNE STEG I 2010

I løbet af 2010 udviklede der sig et opadrettet prispres fra forsyningskæden, primært som følge af en større efterspørgsel efter råvarer. Det medførte stigende producentpriser i forskellige led i produktionskæden, hvilket blev forstærket af basiseffekterne fra en begrænset aktivitet og større konkurrence i 2009.

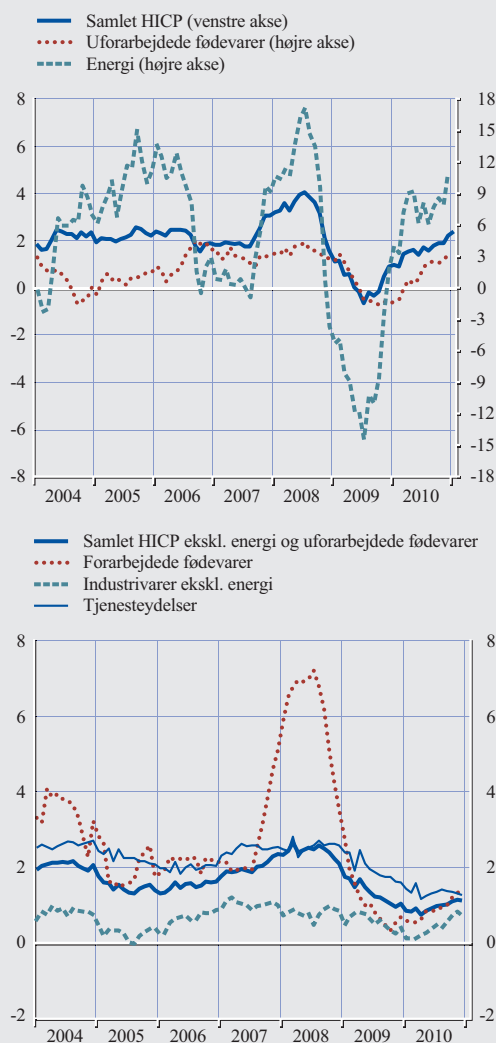
Den årlige vækst i producentpriser på industrivarer (ekskl. byggeri) i euroområdet steg med 2,9 pct. i 2010 i forhold til et fald på 5,1 pct. i

2009. Den primære drivkraft bag denne prisudvikling var oliepriserne, der skubbede den årlige ændring i producentpriserne på energivarer op til 6,4 pct. i 2010 i forhold til et fald på 11,8 pct. i 2009.

Den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. byggeri og energi tiltog også, men langt mindre (1,6 pct. i 2010 mod et fald på 2,9 pct. i 2009). Ændringen var særlig markant i komponenten halvfabrikata og mindre udtalt for

Figur 23. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen

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



Kilde: Eurostat.

Tabel I. Prisudviklingen

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

	2008	2009	2010	2009 4. kvrt.	2010 1. kvrt.	2010 2. kvrt.	2010 3. kvrt.	2010 4. kvrt.	2010 Dec.	2011 Jan.
HICP og dets komponenter										
Samlet indeks ¹⁾	3,3	0,3	1,6	0,4	1,1	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Energi	10,3	-8,1	7,4	-3,2	4,8	8,1	7,3	9,1	11,0	.
Uforarbejdede fødevarer	3,5	0,2	1,2	-1,5	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,2	.
Forarbejdede fødevarer	6,1	1,1	0,9	0,5	0,6	0,8	0,9	1,3	1,5	.
Industrivarer ekskl. energi	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,8	0,7	.
Tjenesteydelser	2,6	2,0	1,4	1,7	1,5	1,2	1,4	1,3	1,3	.
Andre pris- og omkostningsindikatorer										
Producentpriser i industrien ²⁾	6,1	-5,1	2,9	-4,7	-0,1	3,0	4,0	4,7	5,3	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) ³⁾	65,9	44,6	60,7	51,2	56,0	62,6	59,6	64,4	69,6	72,6
Råvarepriser ⁴⁾	2,0	-18,5	44,7	3,1	29,0	48,2	51,5	48,6	49,6	45,7

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters, Hamburg Institute of International Economics og ECB's beregninger.

Anm.: HICP-tallene for 2011 er inklusive Estland.

1) HICP-inflationen i januar 2011 ifølge Eurostats foreløbige skøn.

2) Ekskl. byggeri.

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

4) Ekskl. energi; i euro.

komponenterne forbrugs- og kapitalgoder (se figur 25).

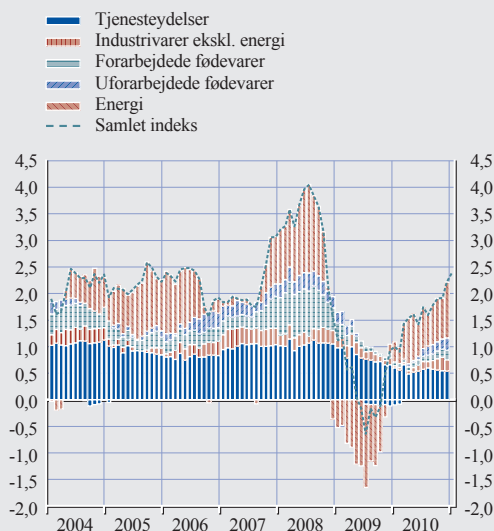
UDVIKLINGEN I ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGER VAR AFDÆMPET

Indikatorerne for arbejdskraftsomkostningerne i euroområdet tydede på en afdæmpet udvikling i arbejdskraftomkostninger i 2010 og på, at udviklingen i lønomkostninger nåede et lavpunkt. Mens den årlige vækst i både aftalt løn og time-løn faldt betydeligt, svarede væksten i lønsum pr. ansat i 2010 til det lave niveau året før.

Aftalt løn faldt markant i løbet af 2010 og nåede ned på en årlig vækst på 1,6 pct. i 4. kvartal fra 2,6 pct. i 2009. Denne indikator afspejler den vigtigste lønkomponent, som er aftalt på forhånd gennem kollektive overenskomster. Nedgangen kan tilskrives lønftalernes forsinkede reaktion på de forværrede arbejdsmarkedsforhold, som gav arbejdstagerne en ringere forhandlingsposition (se tabel 2).

Figur 24. De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen

(Bidrag i procentpoint år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

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

UDVIKLINGEN I RÅVAREPRISERNE OG DERES INDVIRKNING PÅ HICP-INFLATIONEN

Kraftige udsving i råvarepriserne har givet anledning til stor bekymring i de seneste år. Priserne på både olie og andre råvarer faldt brat efter den finansielle krise, men er steget igen siden 2009 (se figur A). Da råvarepriser er en vigtig faktor for udviklingen i HICP-inflationen i euroområdet, indeholder denne boks en gennemgang af den seneste udvikling i og fremtidsudsigterne for de internationale råvarepriser samt en vurdering af deres indvirkning på HICP-inflationen i euroområdet, både begrebsmæssigt og empirisk.

Udviklingen i råvarepriserne

Oliepriserne steg fra ca. 45 dollar pr. tønde ultimo 2008 til 97 dollar pr. tønde i januar 2011. Også metalpriserne og råvarepriserne på fødevarer steg brat i samme periode. Stigningerne har muligvis været relateret til mere positive forventninger til det globale økonomiske opsving. Desuden understøttede nedskæringer i OPEC-produktionen oliepriserne i 2010, hvorefter stigningerne i priserne på metal og fødevarer sandsynligvis kan tilskrives en stigende efterspørgsel fra vækstøkonomierne, knaphed på udbudssiden og små lagre. Der har været en heftig debat om, hvilken rolle finansielle strømme og spekulation på råvaremarkederne har spillet, men den faktiske effekt er svær at måle empirisk.

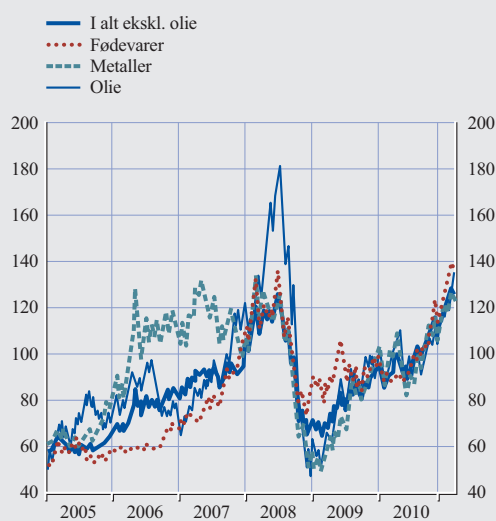
Udsigterne for råvarepriserne på mellemlangt sigt er sandsynligvis knyttet til de internationale økonomiske udsigter. Efterhånden som det globale opsving bider sig fast, vil udbuds- og efterspørgselsbalancen på oliemarkedet muligvis blive strammere, og priserne på råvarer ekskl. olie kan blive udsat for et opadrettet pres. Selv om det er vanskeligt at forudsige, hvordan råvarepriserne vil udvikle sig fremover, tyder forskellige fremadrettede indikatorer – fx futurespriser og forventninger fra investeringsbanker og andre professionelle prognosemagere – konsekvent på stigende råvarepriser på mellemlangt sigt.

Transmissionen af et råvareprisstød: den begrebsmæssige ramme

Et råvareprisstøds effekt på forbrugerpriserne kan opdeles i direkte og indirekte første runde- og anden runde-effekter.¹ Direkte første runde-effekter vedrører effekten af ændringer i priserne på

Figur A. Udviklingen i råvarepriserne

(Indeks 2010 = 100)



Anm.: Den seneste observation vedrører 24. februar 2011 for olie og 18. februar 2011 for øvrige råvarer.
Kilder: Bloomberg og HWWL.

¹ Se artiklen "Oil prices and the euro area economy", *Månedsoversigt*, ECB, november 2004, og boksen "Recent oil price developments and their impact on euro area prices", *Månedsoversigt*, ECB, juli 2004.

primære råvarer (fx fødevarer og olie) på forbrugerpriserne på fødevarer og energi. Indirekte første runde-effekter vedrører ændringer i forbrugerpriserne, der optræder, når råvarepriserne påvirker producentomkostningerne (fx en olieprisstigning, der får inputomkostningerne og priserne på varer og tjenesteydelser med et stort olieindhold, såsom visse kemikalier og transporttjenester, til at stige). Første runde-effekter får prisniveauet til at stige, men har ingen varig inflationseffekt.

Anden runde-effekter omfatter pris- og løndannelsens reaktion på råvareprisstødet. Økonomiske aktørers forsøg på at kompensere for tabet i realindkomst som følge af tidligere inflationsstød kan påvirke inflationsforventningerne samt løn- og prisdannelsen. Herved kan et midlertidigt stød blive rodfæstet og dyrere at fjerne. Sandsynligheden for, at et råvareprisstød fører til anden runde-effekter, afhænger af flere faktorer, herunder konjunktursituationen, vare- og arbejdsmarkedets fleksibilitet (især om der er indeksregulering, der påvirker løn- og prisdannelsen), inflationsforventningernes reaktion og, hvad der er afgørende i denne forbindelse, centralbankens troværdighed.

Olieprisstød og HICP-inflation

Udsving i olieprisen har en direkte effekt på HICP-inflationen gennem energikomponenten i HICP. Det direkte gennemslag fra olieprisstød til forbrugerpriserne før afgift på energi er generelt fuldstændigt, hurtigt og symmetrisk.² Fordi energipriserne på forbrugerniveau, især på brændstof til transport og boligopvarmning, også afhænger af faktorer som raffinerings- og salgsomkostninger og -avancer og betydelige afgifter, bliver elasticiteten af gennemslaget til en funktion af råolieprisniveauet (se tabellen). Ved en pris på 20 euro pr. tønde er HICP-energiprisernes reaktion på en stigning på 10 pct. i råoliepriserne på ca. 16 pct. Ved 60 euro pr. tønde er reaktionen på ca. 33 pct. Hvis oliepriserne steg til 100 euro pr. tønde, ville elasticiteten stige til over 40 pct., hvis det antages, at raffineringmargin, forhandleravancer og afgifter er uændrede.

Det er vanskeligere at skønne de indirekte effekter og anden runde-effekterne af ændringer i energipriser, og der er større usikkerhed forbundet med resultaterne. Ifølge simple, ikke-strukturelle modeller er de kumulerede indirekte og anden runde-effekter på HICP-inflationen efter tre år med

2 Se A. Meyler, "The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices", *Energy Economics*, vol. 31, nr. 6, november 2009, s. 867-881.

Råoliepriserne gennemslag på energipriserne i HICP

(Elasticitet)

Råolie (euro pr. tønde)	Vægtet gennemsnitligt gennemslag på energipriserne i HICP ¹⁾	Benzin (2,6 pct.) ²⁾	Diesel (1,4 pct.) ²⁾	Fyringsolie (0,7 pct.) ²⁾	Naturgas (1,8 pct.) ²⁾
20	16	15	19	39	24
40	26	26	32	56	39
60	33	35	41	66	49
80	38	41	48	72	56
100	42	47	54	76	61

Kilde: Eurosystemets stabs beregninger.

Anm.: Det vægtede gennemsnit undervurderer sandsynligvis gennemslaget en smule, da det af mangel på et klart og solidt forhold til oliepriser antager et gennemslag på nul for el og fast brændsel.

1) På grundlag af skatter (moms, afgifter m.m.) pr. ultimo 2009 og medianen af raffinerings- og distributionsomkostninger og avancer siden 1999. Det skønnes, at varmeenergi i HICP (vægtet med 0,6 pct.) bevæger sig parallelt med naturgas.

2) Vægt i det samlede HICP.

en stigning i oliepriserne på 10 pct. fx omkring 0,2 procentpoint.³ Mere komplekse modeller, hvor forventningerne spiller en formel rolle, og reaktionen fra realøkonomien og dens feedbackvirkninger på nominelle variable kommer eksplicit til udtryk, peger imidlertid på en mindre effekt på ca. 0,1 procentpoint, for så vidt stødet i energipriserne anses for forbigående, og inflationsforventningerne forbliver fast forankrede efter ændringen i energipriserne.

Virkingen af ændringer i priserne på industrielle råvarer og fødevareråvarer

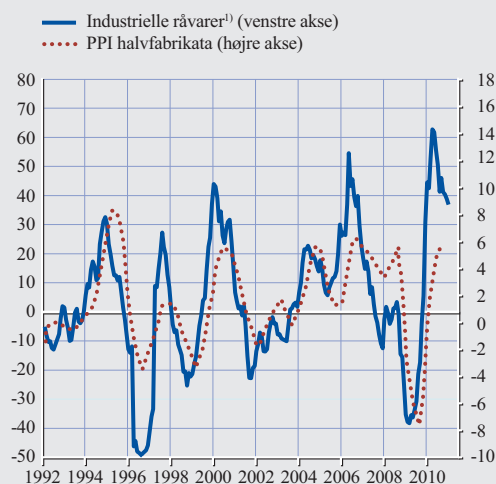
Empiriske undersøgelser peger på, at en permanent stigning på 10 pct. i priserne på industrielle råvarer (fx landbrugsråvarer og metaller) medfører en stigning i HICP på under 0,1 procentpoint inden for tre år, med en meget begrænset virkning det første år. Industrielle råvarer anvendes i produktionen af en lang række HICP-poster, enten som direkte input (fx metaller til biler, tekstiler til beklædning) eller som indirekte input i udstyr, som anvendes til at producere varer og tjenester. I de tidlige stadier i produktionsprocessen er industrielle råvarer af stor relevans, og der er et klart, forsinket forhold mellem ændringer i deres priser og producentpriserne på industrielle halvfabrikata i euroområdet (se figur B). Hvis man ser på endelige forbrugsvarer, er andelen af det industrielle råvareinput imidlertid lille i forhold til andre input som fx arbejdskraft og energi, hvilket forklarer det forholdsvise lave gennemslag.⁴

En permanent stigning på 10 pct. i råvarepriserne på fødevarer skønnes at medføre en stigning i de samlede fødevarerpriser i HICP på ca. 0,5 procentpoint, og da fødevarer udgør 19,2 pct. af HICP-kurven, fører det til en stigning på 0,1 procentpoint i den samlede HICP-inflation i det første år efter prisstødet. I dette skøn er der taget højde for, at priserne på en række fødevareråvarer, som fremstilles direkte i EU (fx kornprodukter, hvede, majs samt smør og skummetmælk), historisk har været noget lavere på de internationale markeder og væsentligt mere volatile end priserne i EU. Forskellen skyldes i vidt omfang den fælles landbrugspolitik, som med prisstøtte som fx interventionspriser, importtold og kvoter bidrager til at afbøde transmissionen af globale stød til EU-priserne.⁵

Samlet set er gennemslaget af råvareprisstød på forbrugerpriserne et komplekst fænomen og resultatet af mange faktorer, bl.a. kilden til stødet (om det er efterspørgsels- eller udbudsdrivet), forventninger med hensyn til, om det er midlertidigt eller permanent, samt strukturelle aspekter

Figur B. Industrielle råvarer og PPI for halvfabrikata

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: HWWI, Eurostat og ECB's beregninger.

1) Serierne er vist med 6-måneders forspring.

³ *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Structural Issues Report, ECB, juni 2010.

⁴ Se B. Landau og F. Skudelny, "Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area", *Working Paper Series*, nr. 1104, ECB, november 2009.

⁵ Se G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez og L. Onorante, "Food price pass-through in the euro area: The role of asymmetries and nonlinearities", *Working Paper Series*, nr. 1168, ECB, april 2010.

af økonomien, herunder sektorspecialisering samt løn- og prisdannelsesinstitutioner. Mens pengepolitikken ikke kan gøre ret meget ved første runde-effekterne af et råvareprisstød, skal anden runde-effekter undgås. I den henseende er mere fleksible løn- og prisdannelsesmekanismer og en troværdig pengepolitik nøglen til at sikre, at enkeltstående ændringer i råvarepriserne ikke fører til højere inflation på mellemlangt sigt.

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat var på 1,5 pct. i 3. kvartal 2010, uændret i forhold til 2009. Væksten i lønsum pr. ansat var stigende inden for tre områder, nemlig industri ekskl. byggeri, markedsrelaterede tjenesteydelser inden for handel og transport samt markedsrelaterede tjenesteydelser vedrørende liberale erhverv. I de øvrige sektorer faldt væksten i lønsum pr. ansat (se figur 26).

Som det også var tilfældet med aftalt løn, aftog den årlige vækst i timelønsomkostninger betydeligt i modsætning til i 2009, da der fortsat var høje stigninger i timelønnen. Den faldende vækst i timelønsomkostninger kan delvis skyldes effekten af et større antal arbejdstimer, idet længere arbejdstid ikke nødvendigvis medfører højere lønsum pr. ansat som følge af forskellige ordninger (fx fleksible arbejdstidskonti og arbejdsfordeling med statstilskud). Faldet i den årlige vækst i timelønsomkostninger i 2010 kunne tilskrives industrien. I 2009 havde denne sektor den højeste vækst i timelønsomkostninger og var den sektor, som gjorde mest brug af fleksibel arbejdstid.

Arbejdskraftsproduktivitet pr. ansat steg mere end lønsum pr. ansat i euroområdet, så enhedslønomkostningerne faldt, og avancerne steg. Den årlige vækst i arbejdskraftsproduktiviteten pr. ansat steg i gennemsnit til 2,2 pct. i de første tre kvartaler af 2010 i forhold til et fald på 2,3 pct. i 2009. På baggrund af udviklingen i lønsum pr. ansat faldt enhedslønomkostningerne med 0,5 pct. årligt frem til 3. kvartal 2010 i forhold til en stigning på 3,9 pct. i 2009 (se figur 27). Som følge af dette fald i enhedslønomkostningerne steg overskudsgraden, og virksomhedernes øgede "pricing power" kom til udtryk i den gradvise stigning i den årlige vækst i BNP-deflatoren. Denne stigning afspejlede også et

positivt bidrag fra stykafgiftskomponenten fra 2. kvartal 2010 (se figur 28).

BOLIGPRISERNE STEG

Boligpriserne i euroområdet, som ikke indgår i HICP, steg med 2,4 pct. i løbet af året indtil 3. kvartal 2010 efter at være faldet med 2,9 pct. i 2009 (se figur 29). Den samlede stigning siden begyndelsen af 2010 dækker imidlertid over forskellige udviklingstendenser i euroområdets lande og regioner, hvoraf nogle har oplevet fortsat faldende boligpriser i 2010.

UDVIKLING I INFLATIONSFORVENTNINGERNE

Information fra professionelle prognosemagere viser, at spørgeskemabaserede langsigtede inflationsforventninger (fem år frem) var tæt på 2,0 pct. ifølge Consensus Economics, Euro Zone Barometer og ECB's Survey of Professional Forecasters. I henhold til sidstnævnte forblev prognosemageres punktestimater for inflationen i 2015, som ECB har samlet, inden for et snævert interval på 1,9-2 pct. i 2010. Markedsbaserede indikatorer, som fremkommer ved "break-even"-inflationen afledt af indeksobligationer og tilsvarende vækstrater udledt af indekserede swaprenter, tydede ligeledes på fast forankrede inflationsforventninger.

2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

BNP I EUROOMRÅDET BEGYNDTE AT STIGE IGEN I 2010

Efter det markante fald på 4,1 pct. i 2009 steg realt BNP i euroområdet med 1,9 pct. i løbet af året indtil 3. kvartal 2010 (se tabel 3). Opsvinget i 2010 skyldtes forskellige faktorer. For det første steg euroområdets eksport som følge af den voksende globale aktivitet og efterspørgsel. For

Figur 25. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien



det andet bidrog lagerbeholdningerne positivt, især i 1. halvår, hvor virksomhedernes lagernedbringelse aftog. For det tredje udviste den indenlandske efterspørgsel (ekskl. lagerbeholdninger) en moderat stigning, idet det offentlige forbrug fortsatte med at vokse, og det private forbrug og investeringerne ikke længere faldt, som de gjorde i 2009, men viste en svag stigning (på årsbasis) i 3. kvartal 2010. Fremgangen i det private forbrug og investeringerne skyldtes delvis øget tillid i forhold til de tidligere meget lave niveauer. Den fornyede økonomiske fremgang i euroområdet er

ligeledes blevet styrket af den lempelige pengepolitik og tiltagene til at få det finansielle system til at fungere igen.

STIGNINGEN I BNP VAR HOVEDSAGELIG UNDERSTØTTET AF EKSPORTEN OG LAGERBEHOLDNINGERNE

Den økonomiske vækst i 2010 var primært drevet af eksporten og lagerbeholdningerne. Det offentlige forbrug fortsatte med at sige, mens det private forbrug og investeringerne udviste en moderat årlig vækst i 3. kvartal 2010 efter et fald i 2009. Det positive bidrag fra lagerbeholdningerne var primært begrænset til 1. halvår, hvor virksomhedernes lagernedbringelse aftog i forhold til 2009. Euroområdet eksport drog fordel af de forbedrede forhold uden for euroområdet, som var forbundet med den aftagende finansielle krise. Det gav sig udslag i en stærkere vækst i både de industrialiserede lande og vækstøkonomierne. Stigningen i den udenlandske efterspørgsel medførte en særlig kraftig stigning i eksporten i løbet af 2010. Dette resulterede dog ikke i et positivt samlet bidrag fra nettoeksporten. Det skyldtes stigningen i importen, som var en smule kraftigere. Der var igen positiv vækst i det private forbrug og investeringerne, som dog ikke helt overvandt virkningen af den seneste exceptionelle finansielle uro og lavkonjunktur (se figur 30).

Væksten i det private forbrug var positiv, nemlig 1,0 pct. i 2010 indtil 3. kvartal efter nedgangen på 1,1 pct. i 2009. Dette opsving blev understøttet af en vækst i den disponible realindkomst og et fald i opsparringen af forsigtighedshensyn på

Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger

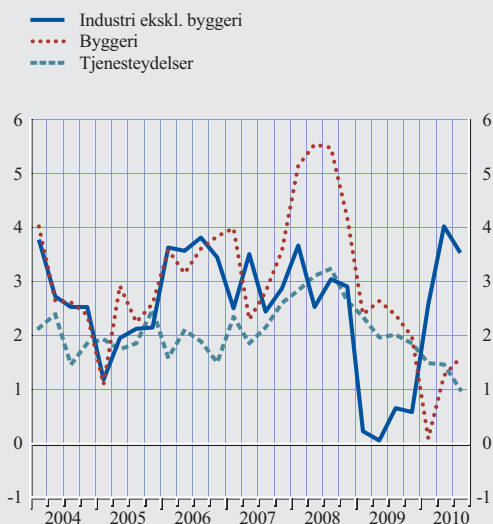
(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)

	2008	2009	2010	2009 4. kv.	2010 1. kv.	2010 2. kv.	2010 3. kv.	2010 4. kv.
Aftalt løn	3,3	2,6	1,7	2,1	1,8	1,9	1,5	1,6
Samlede timelønsumkostninger	3,4	2,9	.	2,0	1,9	1,6	0,8	.
Lønsum pr. ansat	3,2	1,5	.	1,4	1,5	1,9	1,5	.
<i>Memoposter:</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	-0,3	-2,3	.	0,0	2,1	2,5	2,1	.
Enhedslønomkostninger	3,5	3,9	.	1,4	-0,5	-0,6	-0,5	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECB's beregninger.

Figur 26. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor

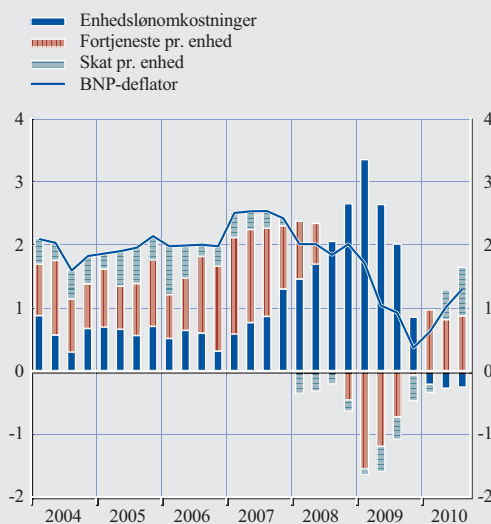
(Ændring i pct. år/år; kvartalsvise observationer)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Figur 28. Fordeling af BNP-deflator

(Ændring i pct. år/år; procentpoint)



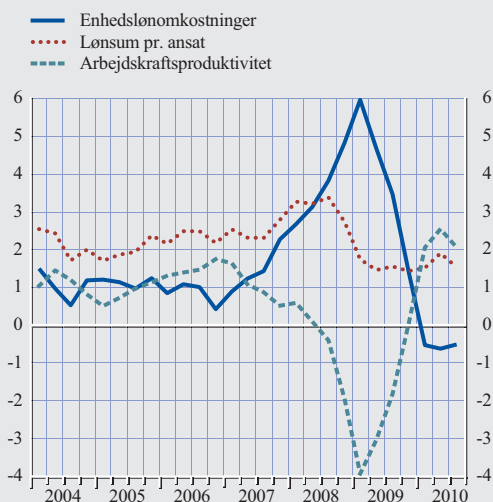
Kilde: Eurostat.

baggrund af en mindre usikkerhed, der skyldtes den gradvise stabilisering på arbejdsmarkedet. Formueeffekter som følge af forbedrede forhold på aktivmarkederne kan også have været en bidragende faktor (se boks 6). Stigningen i det pri-

vate forbrug var ledsaget af øget forbrugertillid i 2010 (se figur 31). Mens den samlede disponible realindkomst bidrog til væksten i det private forbrug, var de fortsat svage arbejdsmarkedsforhold den vigtigste faktor, der begrænsede stigningen i husholdningernes forbrug. Det private forbrug blev især trukket ned af husholdningernes fortsat dalende efterspørgsel efter biler. Bag dette fald lå der imidlertid betydelige forskelle mellem landene, som til dels kan spores tilbage til forskelle i udfasningen af stimulerende finanspolitiske pakker – især bilskrotordninger.

Figur 27. Lønømkostninger i euroområdet

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



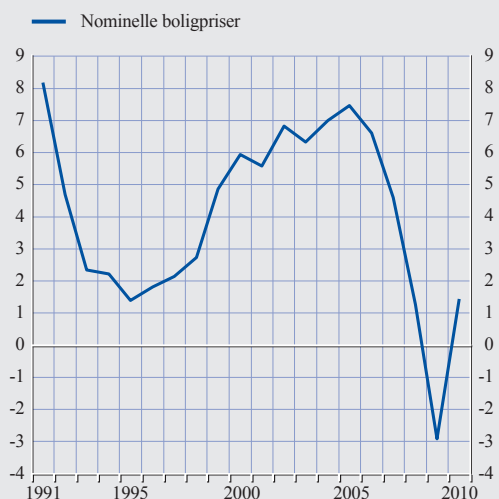
Kilde: Eurostat.

Væksten i det offentlige forbrug bidrog fortsat til den økonomiske aktivitet i 2010, men var mere moderat end i 2009. Det mere afdæmpede offentlige forbrug afspejlede konsolideringstiltag, der havde til formål at begrænse forværringen af offentlige budgetsaldi.

Den årlige vækst i de samlede anlægsinvesteringer har været stigende og blev positiv i 3. kvartal 2010. Bedre forretningsudsigter og ordrebøger samt nemmere adgang til finansiering fik virksomhederne til at genoptage udvidelsesplaner. Til trods herfor har stigningen i investeringerne været temmelig træg. Væksten i byggeinveste-

Figur 29. Boligprisudviklingen i euroområdet

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



Kilde: ECB's beregninger baseret på ikke-harmoniserede nationale observationer.
Anm.: 2010-observationer omfatter observationer indtil 3. kvartal.

ringerne var svag som følge af korrektioner på boligmarkedet i en række eurolande efter de markante fald i boligpriserne under recessionen i 2009. Erhvervsinvesteringerne ekskl. byggeri var fortsat svage, da denne komponent blev begrænset af løbende omstruktureringer af balancen og en svag stigning i kapacitetsudnyttelsen.

Lagerbeholdninger udgjorde en vigtig del af forklaringen på, at væksten i realt BNP steg i 1. halvår 2010. De skønnes at have bidraget til den kvartalsvise stigning i BNP i 1. og 2. kvartal 2010 med henholdsvis 0,7 og 0,4 procentpoint. Bag aktiviteten i 1. halvår 2010 lå virksomhedernes beslutninger om at nedbringe lagrene langsommere end i 2009, hvilket medførte hurtigere leverancer i forsyningskæden. Tal fra nationalregnskaber tyder på, at forbedringen i lagerbeholdninger tabte betydeligt momentum i 3. kvartal, hvor denne komponent af den samlede efterspørgsel bidrog med 0,1 procentpoint til den kvartalsvise vækst i realt BNP.

Tabel 3. Sammensætningen af vækst i realt BNP

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

				Årlig vækst ¹⁾					Kvartalsvis vækst ²⁾				
	2008	2009	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2009	2010	2010	2010	2010
				4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.
Realt bruttonationalprodukt	0,4	-4,1	.	-2,0	0,8	2,0	1,9	2,0	0,2	0,4	1,0	0,3	0,3
heraf:													
Indenlandsk efterspørgsel ³⁾	0,4	-3,4	.	-2,8	0,4	2,1	1,9	.	-0,1	0,9	0,9	0,2	.
Privat forbrug	0,4	-1,1	.	-0,4	0,4	0,6	1,0	.	0,3	0,3	0,2	0,1	.
Offentligt forbrug	2,4	2,4	.	1,7	1,1	0,6	0,4	.	-0,1	0,1	0,1	0,4	.
Faste bruttoinvesteringer	-0,8	-11,4	.	-9,6	-5,0	-0,8	0,2	.	-1,2	-0,4	2,0	-0,3	.
Lagerændringer ^{3), 4)}	-0,2	-0,8	.	-0,8	1,0	1,7	1,2	.	0,0	0,7	0,4	0,1	.
Nettoeksport ³⁾	0,1	-0,7	.	0,7	0,3	-0,1	0,0	.	0,3	-0,5	0,1	0,2	.
Eksport ⁵⁾	1,0	-13,2	.	-5,3	5,7	11,7	11,3	.	2,0	2,6	4,4	1,9	.
Import ⁵⁾	0,8	-11,9	.	-7,1	4,8	12,4	11,7	.	1,2	4,2	4,3	1,5	.
Real bruttoværditilvækst													
heraf:													
Industri (ekskl. byggeri)	-2,2	-13,3	.	-6,8	3,6	6,8	5,2	.	0,6	2,0	2,0	0,4	.
Byggeri	-1,2	-5,9	.	-5,8	-6,6	-4,2	-3,1	.	-1,7	-1,6	0,8	-0,7	.
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	1,5	-3,1	.	-1,9	0,7	1,4	1,7	.	0,1	0,5	0,7	0,4	.

Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

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

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

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

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

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

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

Euroområdet eksport af varer og tjenesteydelser steg markant med 11,3 pct. i 2010 indtil 3. kvartal og udlignede en stor del af tabene i 2009. Denne udvikling blev understøttet af handlen både i og uden for euroområdet og kan spores tilbage til den markante stigning i den globale aktivitet, efterhånden som spændingerne fra den finansielle krise aftog. Da importen også steg meget hurtigt, blev nettoeksportens samlede bidrag til den kvartalsvise BNP-vækst svagt negativt i de tre første kvartaler af 2010, med små positive bidrag i både 2. og 3. kvartal. Import- og eksportvæksten var forholdsvis bredt fordelt på de større produktkategorier med særlig store procentvise stigninger inden for halvfabrikata.

INDUSTRIPRODUKTIONEN STEG IGEN

Hvad angår sektorfordelingen, var produktionsstigningen hovedsagelig drevet af industriaktiviteten, idet værditilvæksten i industrien (ekskl. byggeri) steg med 5,2 pct. i 2010 indtil 3. kvartal i forhold til en stigning på 1,7 pct. for markedsrelaterede tjenesteydelser og et fald på 3,1 pct. for byggeriet i samme periode. Kapacitetsudnyttelsen i fremstillingssektoren steg til 76,8 pct. i 2010 som helhed (ifølge spørgeskemaundersøgelser).

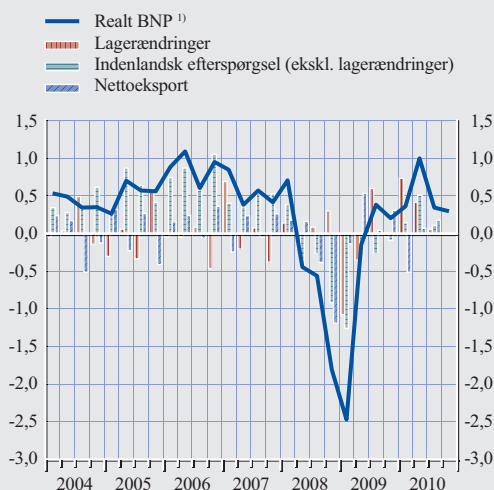
Produktionen af halvfabrikata steg særlig markant som reaktion på den aftagende lagernedbringelse i forsyningskæden. Også produktionen af kapitalgoder steg markant som resultat af en kraftigere udenlandsk efterspørgsel og, i mindre omfang, forbedrede indenlandske økonomiske udsigter (se figur 32). Produktionen i byggeriet fortsatte med at falde som følge af korrektioner på boligmarkedet i en række eurolande. Samlet set har den negative udvikling i boligbyggeriet mere end opvejet bidraget fra infrastrukturprojekter, som er fremskyndet af den offentlige sektor.

ARBEJDSMARKEDSFORHOLDENE STABILISEREDES EFTERHÅNDEN

Efter en alvorlig forværring i 2009 begyndte arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet at stabilisere sig i løbet af 2010, idet faldet i beskæftigelsen er standset, og stigningen i ledigheden er aftaget.

Figur 30. Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



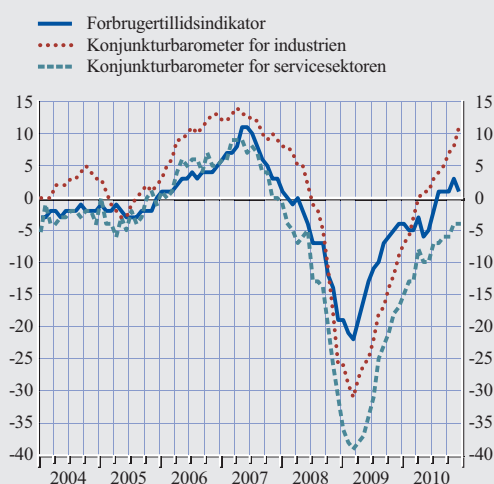
Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

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

Beskæftigelsen i euroområdet (målt ved antallet af beskæftigede) var i gennemsnit uændret

Figur 31. 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.

i de tre første kvartaler af 2010, hvilket var en betydelig forbedring i forhold til nedgangen på 1,8 pct. i 2009 (se tabel 4). Under recessionen i 2009 foretrak mange virksomheder at holde på arbejdskraften i stedet for at påtage sig omkostningerne (i form af tabt humankapital eller fratrædelsesløn) i forbindelse med afskedigelse af arbejdstagere. Eftersom en stor del af beskæftigelseskorrektionen i 2009 tog form af ned-

skæringer i antallet af arbejdstimer pr. person, var forbedringen i 2010 større, hvis den målt ved det samlede antal arbejdstimer end ved antallet af beskæftigede (se boks 7, hvor den seneste udvikling på arbejdsmarkedet i euroområdet sammenlignes med udviklingen i USA). Arbejdskraftsproduktiviteten steg markant (pr. arbejdstime og endnu mere målt pr. ansat) og

Boks 6

HUSHOLDNINGERNES OPSPARINGSADFÆRD I EUROOMRÅDET

Under recessionen i 2008-09 steg husholdningernes opsparingskvote markant. På grundlag af en 4-kvartalers glidende sum toppede opsparingskvoten på 15,2 pct. i 4. kvartal 2009, 1,4 procentpoint højere, end da recessionen satte ind i 1. kvartal 2008. I 2010 faldt opsparingskvoten betydeligt til 14,2 pct. i 3. kvartal (se figur A). I denne boks gennemgås de faktorer, der lå til grund for opsparingsadfærd i euroområdet under recessionen og det aktuelle opsving, og der ses nærmere på den sandsynlige fremtidige udvikling i opsparingen.

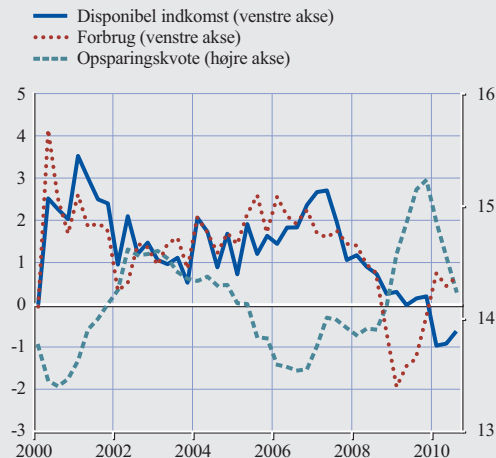
Teoretiske motiver bag husholdningernes opsparingsadfærd

Ifølge teorien er der forskellige motiver bag husholdningernes forbrugs- og opsparingsvalg, som kan være vanskelige at udrede. Grundlæggende baserer folk deres forbrug på den forventede realindkomst gennem hele livet. Dermed er opsparing med til at udjævne husholdningernes forbrug i forhold til udsving i indkomsten, enten over en længere periode (fx gennem opsparing til pension) eller på kortere sigt i tilfælde af midlertidige ændringer i indkomsten.

Udsving i indkomsten er dog ikke den eneste mulige årsag til ændringer i opsparingskvoten. For nogle husholdninger kan opsparingen blive påvirket af udviklingen i deres finansielle og ikke-finansielle formue, idet stigninger i værdien af deres nettoaktiver i høj grad er med til at øge købekraften både nu og i fremtiden. Opsparingen kan også påvirkes af usikkerhed med hensyn til den fremtidige indkomst (fx som følge af beskæftigelsessituationen). Det kan foranledige husholdningerne til at opbygge større reserver, som de kan trække på, hvis der sker en uventet

Figur A. Husholdningernes indkomst, forbrug og opsparing

(Ændring i pct. år/år; pct. af disponibel indkomst)



Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Opsparingskvoten er beregnet som 4-kvartalers glidende sum.

nedgang i indkomsten. Denne tendens er kendt som "opsparing af forsigtighedshensyn". Det kan desuden også spille ind, hvordan andre økonomiske aktører tænker og handler. Ændringer i statens økonomi kan således have stor betydning. Øget statsgæld kan medføre, at husholdningerne vælger en såkaldt Ricardiansk adfærd, dvs. at de i nogen grad øger deres opsparing i forventning om fremtidige skattestigninger.

Den seneste udvikling i husholdningernes opsparing i euroområdet

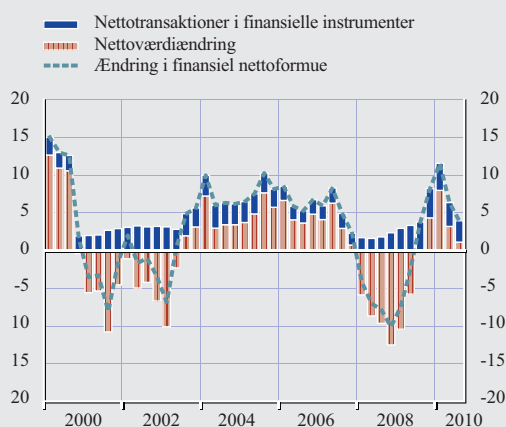
Den øgede opsparingskvote under recessionen stemmer ikke helt overens med begrebet udjævning af forbruget i forbindelse med en indkomstnedgang. En vigtig faktor, som kan have påvirket husholdningernes opsparingsbeslutninger under lavkonjunkturen, er usikkerhed med hensyn til den fremtidige indkomst i lyset af den finansielle krise og nedgangen i den økonomiske aktivitet. Beskæftigelsen faldt markant under recessionen, og ledigheden i euroområdet steg. Husholdningerne var således især bekymrede for jobsikkerheden, hvilket fik dem til at nedbringe deres udgifter og øge deres opsparing af forsigtighedshensyn. Efter at recessionen er ophørt, har Europa-Kommissionens konjunkturbarometer for forbrugertilliden imidlertid tydet på større optimisme hos husholdningerne med hensyn til den økonomiske situation og navnlig udviklingen i ledigheden i euroområdet. Dette er sandsynligvis en af årsagerne til, at husholdningernes opsparingskvote faldt i løbet af 2010.

Det er også muligt, at husholdningernes adfærd under det seneste konjunkturforløb var påvirket af ændrede forventninger med hensyn til den fremtidige indkomst. Husholdningerne har muligvis forventet et varigt fald i boligformuen som følge af tilpasningen på boligmarkedet i mange eurolande. Desuden førte fald i aktiemarkedene i 2008 og primo 2009 til en markant nedgang i husholdningernes finansielle formue. Begge faktorer tilskyndede husholdningerne til at øge opsparingen. Siden da er de finansielle markeder blevet styrket, og de senest tilgængelige oplysninger tyder på, at huspriserne i euroområdet som helhed har nået et vendepunkt. Disse to faktorer har bidraget til en (årlig) stigning i euroområdets husholdningers formue (se figur B) siden 4. kvartal 2009 og kan være en del af forklaringen på, at opsparingen faldt i 2010. Der kan dog stadig være bekymringer omkring økonomien i nogle regioner i euroområdet, især dem, hvor aktivpriserne og gælden var steget i årene op til den finansielle krise, hvilket kan have tilskyndet nogle husholdninger til at bibeholde en forholdsvis høj opsparingskvote.

Virkningerne af det stærkt stigende underskud på de offentlige finanser har været endnu en kilde til usikkerhed, siden finanskrisen begyndte. Under konjunkturedgangen var de automatiske stabilisatorer med til at afbøde virkningerne for husholdningernes indkomst, fx med skattenedsættelser og øgede overførsler. Visse diskretionære statslige tiltag, fx tilskud til bilkøb, i mange eurolande tilskyndede også til forbrug under recessionen. De generelle virkninger på husholdningernes opspa-

Figur B. Husholdningernes finansielle nettoformue

(Ændring i pct. år/år; bidrag til årlig vækst)



Kilder: Eurostat og ECB.

ringskvote afhængig af, hvordan husholdningerne så på de langsigtede virkninger af finansieringen af den offentlige gæld. Den kraftige stigning i den offentlige gæld kan, sammen med fremskrivninger, der tydede på, at underskuddet fortsat ville ligge højt i en længere periode, have øget husholdningernes bekymringer vedrørende de offentlige finanser i fremtiden. En fremtidig budgetkonsolidering, enten ved hjælp af skattestigninger eller offentlige udgiftsbesparelser, påvirker husholdningernes indkomst i de kommende år, hvilket kan have tilskyndet dem til at øge opsparingen på forhånd. Disse hensyn kan have været særlig fremtrædende i tidsrummene med øget usikkerhed omkring statsgæld på de finansielle markeder primo 2010 samt senere på året, hvilket måske har øget opsparingen mere, end det ellers ville have været tilfældet.

Udsigterne for husholdningernes opsparing i euroområdet

Efter nedgangen i husholdningernes opsparing i 2010 forventes yderligere moderate fald i husholdningernes opsparingskvote i fremtiden, idet de tilskyndes til at nedbringe deres opsparing af forsigtighedshensyn, efterhånden som det økonomiske opsving tager fat, og arbejdsmarkedet fortsætter sin bedring.

Det er dog svært at forudsige udviklingen i husholdningernes opsparing. På den ene side kan et hurtigere opsving end forventet muligvis øge tilliden og få husholdningerne til at øge forbruget og spare mindre op. Det er dog også muligt, at husholdningernes opsparing vedbliver med at være større end før konjunkturedgangen, hvis krisen har øget husholdningernes bekymring vedrørende den fremtidige indkomst eller fået dem til at rette yderligere op på økonomien og mindske deres gæld – til trods for de seneste tre års justeringer. Bristede bobler i markederne for visse aktiver kan også have givet husholdningerne et mindre optimistisk syn på deres fremtidige formue. Endelig kan husholdningerne også vælge at fastholde en høj opsparing, hvis de er usikre på, hvordan den høje statsgæld og de store offentlige underskud vil påvirke deres fremtidige skattebetalinger. Disse bekymringer viser, hvor vigtigt det er, at euroområdet regeringer sørger for troværdige strategier for finanspolitisk konsolidering, der kan rette op på de store finanspolitiske balanceproblemer, som er opstået under recessionen.

bidrog til en stigning i virksomhedernes rentabilitet på baggrund af en afdæmpet lønudvikling.

Sektormæssigt tyder tallene for beskæftigede indtil 3. kvartal 2010 på, at beskæftigelsesvæksten i 2010 fandt sted inden for visse serviceområder, nemlig offentlig forvaltning og markedsrelaterede tjenesteydelser relateret til liberale erhverv. Denne stigning blev opvejet af en beskæftigelsesnedgang inden for landbrug, industri og markedsrelaterede tjenesteydelser relateret til handel og transport. Blandt industriaktiviteterne var byggeriet hårdest ramt.

Den gennemsnitlige ledighed steg til 10,0 pct. i 2010 fra 9,4 pct. i 2009, idet den månedlige stig-

ning i denne indikator er aftaget siden 2. kvartal. Udviklingen i ledigheden var temmelig ens i hele euroområdet, om end en række landespecifikke faktorer gjorde sig gældende. Desuden faldt den gennemsnitlige månedlige stigning i antallet af ledige markant fra tallene i 2009 (se figur 33).

2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

EUROOMRÅDETS OFFENTLIGE UNDERSKUD STABILISEREDES I 2010

Eftervirkningerne af den nylige finansielle og økonomiske krise har medført en kraftig stigning i det offentlige underskud og den offent-

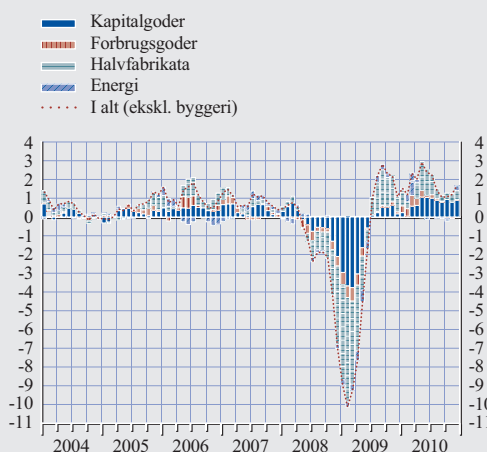
lige gæld i forhold til BNP, og i 2010 satte de finansielle markedsdeltagere spørgsmålstegn ved de offentlige financers holdbarhed i visse eurolande. For at imødegå den tiltagende statsgældskrise og negative afsmittende effekter gennemførte de mest tyngede lande yderligere konsolideringstiltag og strukturreformer for at genskabe troværdigheden. Krisen har vist, at sunde offentlige finanser er en forudsætning for den overordnede makroøkonomiske og finansielle stabilitet.

Efter to år med kraftigt forringede budgetstillinger stabiliseredes det samlede offentlige underskud for euroområdet i 2010, om end underskuddet varierede kraftigt fra land til land. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose, som blev offentliggjort den 29. november 2010, lå euroområdets gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i 2010 uændret fra 2009 på 6,3 pct. af BNP (se tabel 5). Stabiliseringen af budgetunderskuddet kan delvis tilskrives et opsving i væksten i de offentlige indtægter som følge af stabiliseringen af de makroøkonomiske forhold efter det kraftige fald i indtægterne i 2009. Samtidig aftog væksten i de offentlige udgifter, idet udfasningen af stimulerende finanspolitiske tiltag, som er blevet indført siden ultimo 2008, og de nye finanspolitiske konsolideringstiltag har udlignet den fortsat forholdsvis stærke vækst i de sociale udgifter, kapitaloverførsler og rentebetalingen. Udgiftsbegrænsningerne var særligt udtalte i de offentlige investeringer og aflønningen af offentligt ansatte med nedskæringer i den offentlige beskæftigelse samt fastfrysning af lønninger og lønning i flere lande. De samlede offentlige indtægter og udgifter som andel af BNP var stort set uændrede fra 2009 på henholdsvis 44,4 pct. og 50,8 pct. af BNP.

Kommissionens efterårsprognose 2010 for de offentlige finanser er for de fleste lande gunstigere end skønnene i de opdaterede stabilitetsprogrammer, der blev fremsendt mellem december 2009 og marts 2010. Ifølge sidstnævnte ville euroområdets samlede underskud ligge på 6,6 pct. af BNP i 2010 i forhold til 6,3 pct. ifølge Kommissionens prognose (se tabel 5). I mange

Figur 32. Vækst i industriproduktionen og vækstbidrag

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

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

tilfælde afspejler Kommissionens gunstigere fremskrivninger en stærkere økonomisk vækst end tidligere forventet, som danner grundlag for højere skatteindtægter, mens opfyldelsen af de nye regeringsmål for Portugals vedkommende hovedsagelig kan tilskrives en betydelig engangsforanstaltning, nemlig overførslen af Portugal Telecoms pensionsfond til de statsligt ansattes pensionssystem.

For visse lande er Kommissionens underskudsprognose dog betydeligt højere end forventet i stabilitetsprogrammerne og i regeringernes opdaterede budgetmål. Det gælder Slovakiet som følge af lavere indtægter end forventet, men også i Grækenland og Irland, som stod over for særligt store budgetmæssige ubalancer i 2010.

I Grækenland blev myndighedernes troværdighed undermineret af et vedvarende offentligt underskud og høj gæld, fejlbehæftede indberetninger af oplysninger om de offentlige finanser frem til 2009 samt udskydelsen af en hårdt tiltrængt økonomisk og social reform. Grækenland stod i stadig højere grad over for stigende låne-

Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet

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

	2008	2009	2010	2009	2010	2010	2010	2010
				4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
Arbejdsstyrke	0,8	0,2	.	0,0	0,1	0,2	0,0	.
Beskæftigelse	0,8	-1,8	.	-0,2	0,0	0,1	0,0	.
Landbrug ¹⁾	-1,7	-2,2	.	0,6	0,0	-1,1	-0,2	.
Industri ²⁾	-0,7	-5,7	.	-1,0	-0,8	-0,3	-0,6	.
– Ekskl. byggeri	-0,0	-5,3	.	-1,2	-0,8	-0,3	-0,4	.
– Byggeri	-2,1	-6,6	.	-0,5	-1,0	-0,2	-1,1	.
Tjenesteydelser ³⁾	1,4	-0,5	.	0,0	0,3	0,3	0,2	.
Arbejdsløshedsprocent⁴⁾								
I alt	7,5	9,4	10,0	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0
Under 25 år	15,5	19,5	20,3	20,1	20,2	20,2	20,1	20,4
25 år og derover	6,6	8,3	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9

Kilder: Eurostat og ECB's 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 ILO's anbefalinger.

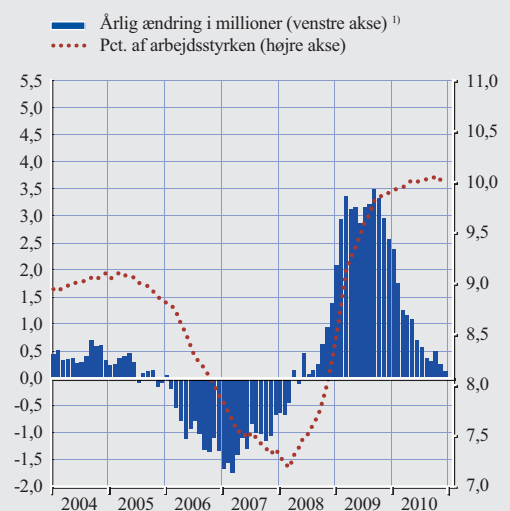
omkostninger og alvorlige finansieringsvanskeligheder, og ultimo april blev regeringen nødt til at anmode om finansiel støtte fra eurolandene og IMF. Støtten blev givet under strenge betingelser i et ambitiøst reformprogram, der omfatter økonomiske, finansielle, finanspolitiske og ledelsesmæssige forhold. Efter en god start, hvor der bl.a. blev gennemført omfattende budgetjusteringer og pensions- og arbejdsmarkedsreformer, opstod der en række problemer i forbindelse med gennemførelsen af programmet i 2. halvår, og visse strukturreformer blev forsinket. Navnlig har overhænet i den statistiske opjustering af det offentlige underskud for 2009 samt manglende indtægter og sociale kasser og fondes akkumulering af restancer sandsynligvis ført til et højere offentligt underskud i ENS95-nationalregnskabet end forventet, hvad angår 2010. For 2011 har myndighederne vedtaget yderligere konsolideringstiltag for fuldt ud at indhente det forsømte i 2010, og programmet er som sådan stort set på rette spor. Yderligere foranstaltninger til et beløb af ca. 6 pct. af BNP mangler dog fortsat at blive nærmere præciseret for de kommende år for at opfylde målet om at nedbringe det offentlige underskud til under 3

pct. af BNP i 2014. Endvidere er det nødvendigt med yderligere ambitiøse strukturreformer.

I Irland har de vidtrækkende foranstaltninger til budgetkonsolidering, som regeringen har ved-

Figur 33. Ledighed

(Månedlige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

DEN SENESTE UDVIKLING PÅ ARBEJDSMARKEDET I EUROOMRÅDET OG USA: DE PRIMÆRE FORSKELLE OG ET HISTORISK PERSPEKTIV

Den seneste recession, som var præget af en markant nedgang i den økonomiske aktivitet sammenlignet med tidligere recessioner, påvirkede i høj grad arbejdsmarkedet på begge sider af Atlanten. Tabet af arbejdspladser ramte bredt i en række sektorer, hvoraf nogle, herunder byggeriet og finansielle serviceydelser, blev særligt hårdt ramt i både euroområdet og USA. Det samlede antal arbejdstimer faldt kraftigt i både Europa og USA, selv om en del af tilpasningen i USA skete via afskedigelser, mens en reduktion af det gennemsnitlige antal ugentlige arbejdstimer spillede en relativt større rolle i euroområdet.¹ Erhvervsfrekvensen forblev forholdsvis stabil i euroområdet på grund af fastholdelse af arbejdskraft, men faldt betydeligt i USA, da mange af de arbejdstagere, der mistede deres job, har forladt arbejdsmarkedet, hvilket afspejler de manglende muligheder for beskæftigelse.

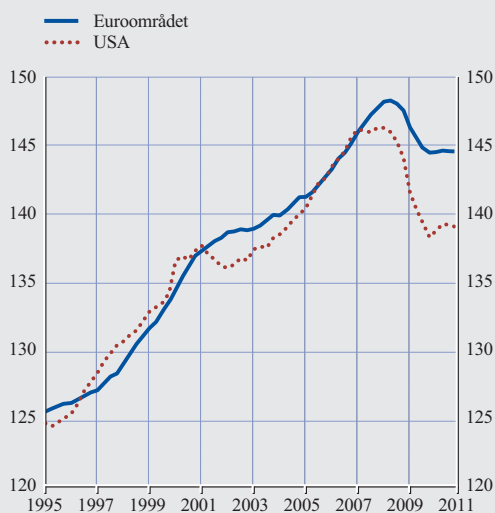
I denne boks gennemgås den seneste udvikling på arbejdsmarkedet i euroområdet og USA, idet der ses på udviklingen i udvalgte indikatorer under den seneste recession sammenlignet med tidligere perioder med lavkonjunktur siden begyndelsen af 1970'erne og det aktuelle økonomiske opsving.

Kraftig tilpasning af beskæftigelsen under recessionen

Under recessionen faldt beskæftigelsen i euroområdet med ca. 2,7 mio. (se figuren) eller med 0,8 pct. (2,1 pct. i samlet antal timer), som vist i tabellen. Det er forbundet med et fald på 3,0 pct. i bruttonationalproduktet (BNP)², hvilket indebærer en elasticitet på 0,25 (eller 0,7 målt i timer). Med andre ord faldt beskæftigelsen i euroområdet med omkring 0,25 procentpoint, hver gang BNP faldt med 1 procentpoint. Elasticiteten i beskæftigelsen i forhold til BNP for euroområdet dækker over store forskelle på tværs af landene. Således lå Spanien og Tyskland i hver sin ende af spektret med en elasticitet på henholdsvis 2,2 og 0,1.³ Tabet af arbejdspladser fortsatte i euroområdet frem til slutningen af 2009, selv efter den fornyede økonomiske fremgang. Lavkonjunktorens indflydelse på beskæftigelsen var betydeligt stærkere i USA, hvor beskæftigelsen (målt som ci-

Udviklingen i beskæftigelsen i euroområdet og USA

(Millioner personer)



Kilder: Eurostat, statistik fra Bureau of Labor og ECB's beregninger.

1 Se boksen "A comparison of employment developments in the euro area and the United States", *Månedsoversigt*, ECB, juli 2010.

2 Medmindre andet angives, beregnes tallene som gennemsnittet af (annualiserede) kvartalsvise/månedlige vækstrater.

3 Se flere oplysninger om forskelle mellem eurolandene i artiklen "Labour market adjustments to the recession in the euro area", *Månedsoversigt*, ECB, juli 2010.

vil beskæftigelse) faldt med ca. 5,9 mio. under recessionen.⁴ Faldet på 2,8 pct. i beskæftigelsen i USA (4,2 pct. i samlet antal timer) var forbundet med et fald på 2,7 pct. i BNP, svarende til en elasticitet i beskæftigelsen i forhold til ændringer i produktionen på 1 (1,5 målt i timer).

Sammenlignet med tidligere recessioner siden begyndelsen af 1970'erne lå elasticiteten i beskæftigelsen i forhold til produktionen stort set på linje med de historiske niveauer i USA, mens den var langt mindre i euroområdet. Målt i antal arbejdstimer var den generelt sammenlignelig med tidligere recessioner i USA, hvilket i mindre grad var tilfældet i euroområdet. Den anderledes reaktion i beskæftigelsen i euroområdet afspejler delvis den udprægede brug af kortere arbejdstid i visse eurolande i et forsøg på at opretholde beskæftigelsen.

Den seneste recession har dog haft en effekt på arbejdsmarkedet, der rækker videre end faldet i beskæftigelsen. Ledigheden i euroområdet steg fra 7,2 pct. i 1. kvartal 2008 til 9,3 pct. i slutningen af lavkonjunktoren i 2. kvartal 2009, det højeste niveau siden 3. kvartal 1998. I USA steg ledigheden endnu mere drastisk med ca. 5 procentpoint fra top til bund og nåede 9,5 pct. i 2. kvartal 2009. Hvor erhvervsfrekvensen i euroområdet lå relativt stabilt i et historisk perspektiv, faldt den i USA markant mere end i tidligere recessioner. Det tyder på, at ledighedsprocenten muligvis ikke tager tilstrækkelig højde for den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet. Desuden resulterede den fortsatte vækst i ledigheden i en stigning i andelen af personer, der var ledige i mere end seks måneder, til exceptionelt høje niveauer efter amerikansk målestok, dvs. ca. 30 pct. af det samlede antal ledige. Andelen af langtidsledige har historisk været langt større i euroområdet end i USA, men har ligget stort set uændret under den seneste recession på næsten 59 pct. I den seneste recession steg enhedslønomkostningerne i euroområdet med 4,4 pct. (som følge af

4 Det tilsvarende tal fra top- til lavpunkt lå tæt på 8 mio. (dvs. fra 4. kvartal 2007 til 4. kvartal 2009).

Arbejdsmarkedsindikatorer i euroområdet og USA

(Ændringer i pct.; procentpoint)

	Aktuelt opsving		Seneste recession		Tidligere recessioner	
	Euro-området	USA	Euro-området	USA	Euro-området	USA
Andel af befolkningen over 16 år	0,4	0,9	0,4	0,9	0,7	1,1
Erhvervsfrekvens (pct.)	56,1	64,3	56,4	65,7	53,4	64,4
Ændringer i erhvervsfrekvens	-0,2	-0,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,1
Ledighed (pct.)	9,8	9,4	9,3	9,5	9,5	7,9
Ændring i ledigheden	0,3	-0,1	1,3	3,0	0,0	2,4
Ledighed: mere end et halvt år (pct. af den samlede ændring)	65,0	44,5	58,6	29,8	-	12,9
Ændring i arbejdsløsheden: mere end et halvt år	6,3	9,8	-4,0	6,8	-	2,6
Beskæftigelse	-0,5	-0,3	-0,8	-2,8	-0,6	-1,2
Samlet antal arbejdstimer	-0,5	0,3	-2,1	-4,2	0,9	-1,9
Beskæftigelse i forhold til befolkning (pct.)	50,6	58,3	51,1	59,4	48,3	59,4
Ændring i beskæftigelsen i forhold til befolkningen	-0,4	-0,7	-0,7	-2,2	-0,7	-1,6
Enhedslønomkostninger	-0,6	-0,9	4,4	1,7	10,8	6,3
Memoposter:						
Bruttonationalprodukt	1,8	3,0	-3,0	-2,7	-0,6	-1,2
Gennemsnitlig varighed (i kvartaler)	4,0	5,0	5,0	6,0	8,0	4,0

Kilder: Eurostat, OECD, Europa-Kommissionen, Bureau of Labor Statistics og ECB's beregninger.

Anm.: Tidspunkterne for konjunkturcyklerne er taget fra National Bureau of Economic Research og Centre for Economic Policy Research. Observationer for det aktuelle opsving foreligger frem til 3. kvartal 2010 for euroområdet og frem til 4. kvartal for USA. Befolkningen dækker personer over 15 år i USA. Medmindre andet er anført, er tallene beregnet som et gennemsnit (på årsbasis) af kvartalsvise/månedlige vækstrater. Erhvervsfrekvensen og beskæftigelsen er beregnet for andelen af befolkningen over henholdsvis 16 og 15 år. Erhvervsfrekvens samt beskæftigelse og ledighed er målt i sidste kvartal af opsvinget og recessionen og er ikke et gennemsnit, som det er tilfældet med ændringer og vækstrater. Enhedslønomkostningerne i USA henviser til erhvervslivet.

fastholdelse af arbejdskraft faldt lønomkostningerne ikke så meget som værditilvæksten), hvilket var en langt højere vækst end de 1,7 pct. i USA, hvor afskedigelser medførte en stor stigning i produktiviteten, og væksten i lønomkostningerne aftog betydeligt.⁵

Beskeden fremgang i beskæftigelsen i begyndelsen af opsvinget

Det er ganske vist for tidligt at vurdere det aktuelle opsving ud fra et arbejdsmarkedsperspektiv, men der er visse interessante karakteristika ved de igangværende tilpasninger. Som ventet er den negative udvikling på euroområdet arbejdsmarkedet i nogen grad fortsat under det aktuelle opsving på grund af den typiske forsinkelse i arbejdsmarkedets reaktion på stigende økonomisk aktivitet. Beskæftigelsen faldt med 3,7 mio. fra 2. kvartal 2008 til udgangen af 2009. Ifølge tal fra EU's undersøgelse af arbejdsstyrken var ledigheden i euroområdet faldet til 9,8 pct. af den samlede arbejdsstyrke i 3. kvartal 2010, hvilket var en smule under højdepunktet i 1. kvartal. Andre tegn på forbedring i euroområdet er den positive vækst i antal arbejdstimer samt udligningen i stigningen i enhedslønomkostningerne. Bedringen satte ind på det amerikanske arbejdsmarked i begyndelsen af 2010 (seks måneder inde i opsvinget) med beskedne stigninger i beskæftigelsen og et lille fald i ledigheden.

Forbedringen på arbejdsmarkedet ses desuden af udviklingen i det samlede antal arbejdstimer, både i euroområdet og USA (se tabellen). Ledigheden i USA faldt først i 1. kvartal 2010 og har stort set ligget stabilt siden. Til gengæld er den fortsat steget i euroområdet, om end i et lavere tempo i de seneste kvartaler. Det understreger den langsomme bedring på arbejdsmarkedet, hvor jobskabelsen p.t. ikke er tilstrækkelig stærk til at reducere antallet af ledige. Desuden bekræftes den træge fremgang på arbejdsmarkedet også af den fortsat lave erhvervsfrekvens. Det gælder i særdeleshed for USA, selv om der har været tegn på stabilisering i de seneste måneder. Samtidig er andelen – af den samlede ledighed – af ledige, der er arbejdsløse i mere end seks måneder, steget og ligger nu historisk højt både i euroområdet og USA (henholdsvis 65 pct. og knap 45 pct. – se tabellen). I begge tilfælde vurderes årsagen til denne stigning at være cyklisk, men det tyder på en nedgang i humankapitalen, som kan føre til øget strukturel ledighed.

Generelt har der været visse forskelle i udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet og USA. For det første har tilpasningen på det amerikanske arbejdsmarked været mere udtalt, trods et større fald i aktiviteten i euroområdet end i USA. Især hvad angår input af arbejdskraft, spillede antallet af arbejdstimer pr. person en forholdsvis større rolle i tilpasningen i euroområdet end i antallet af beskæftigede – delvis på grund af den omfattende indførelse af kortere arbejdstid – mens der i USA, relativt set, primært skete ændringer i antallet af beskæftigede. For det andet kan tilpasningen i euroområdet også ses som mindre udpræget end under tidligere recessioner i betragtning af omfanget af faldet i produktionen, især med hensyn til faldet i beskæftigelsen. Modsat har det amerikanske arbejdsmarked oplevet langt større fald i erhvervsfrekvensen og betydelige stigninger i varigheden af arbejdsløshedsperioderne, mens faldet i beskæftigelsen i store træk var på linje med tidligere recessioner, når der tages højde for det markante fald i aktiviteten. Trods en mindre udtalt forværring af arbejdsmarkedet har andelen af ledige, der har været uden arbejde i mere end seks måneder, nu nået exceptionelt høje niveauer i euroområdet, og det kræver en effektiv politisk reaktion. Hvis der ikke gøres noget ved problemet i tide via aktive politikker og tiltag på arbejdsmarkedet for at fremme livslang læring, kan risikoen for ud-

² En detaljeret sammenligning af lønudviklingen i euroområdet og USA findes i boksen "Wage developments in the euro area and the United States during the recent economic downturn: a comparative analysis", *Månedsoversigt*, ECB, maj 2010.

hulingen af humankapitalen i forbindelse med langvarige ledighedsperioder medføre en stigning i den strukturelle ledighed. Det vil gøre det vanskeligt at nedbringe arbejdsløsheden til niveauet før recessionen, efterhånden som opsvinget bider sig fast.

taget, ikke kunnet bremse forringelsen af budgetsituationen, som afspejler en kombination af en svag underliggende budgetstilling, alvorlige strukturelle problemer i banksektoren og de offentlige financers kraftige eksponering over for den finansielle sektor. Den meget store stigning i underskuddet kan delvis tilskrives en brat nedgang i skatteindtægterne som følge af kraftigt forværrede konjunkturforskel, et stort fald i den indenlandske efterspørgsel og manglen på tidligere uventede skatteindtægter fra boligmarkedet, efter at boligprisboblen brast. Endvidere har ekstraordinær statsstøtte til banksektoren drevet det offentlige underskud op på over 30 pct. af BNP. Som følge af markedets faldende tillid var den irske regering i november 2010 nødt til at anmode om finansiel bistand fra EU og IMF under strenge økonomisk-politiske betingelser. Det dermed forbundne tilpasningsprogram er baseret på en fireårig budgetkonsoliderings- og strukturreformplan, herunder en omfattende omstrukturering af banksektoren. Målet er at nedbringe det offentlige underskud til under 3 pct. af BNP inden 2015 og at genskabe tilliden til de offentlige financers holdbarhed i Irland.

I sidste instans gik næsten alle eurolandene ud af 2010 med et underskud, der lå over referenceværdien på 3 pct. af BNP. Ved udgangen af 2010 var 15 eurolande underlagt budgetunderskudsproceduren med frister for at korrigerer underskudskvotienten til under referenceværdien på 3 pct. af BNP fra 2011 til 2015 (se tabel 6).

Den offentlige gældskvotient i euroområdet steg igen betydeligt i 2010, om end i et langsommere tempo end i 2009. Ifølge Kommissionens prognose forventedes den gennemsnitlige gæld i euroområdet som andel af BNP at stige fra 79,2 pct. i 2009 til 84,2 pct. i 2010, hovedsagelig som følge af høje underskud og i mindre omfang støtten til den finansielle sektor og Grækenland. I modsætning til tidligere år var

stigningen i gældskvotienten i 2010 mindre end forventet set i forhold til underskuddets størrelse. Årsagen var, at stock-flow-justeringerne, som ganske vist var blevet mindre, men alligevel bidrog til at øge gælden, mere end opvejedes af effekten af væksten i nominelt BNP på nævneren. Men gældskvotienten lå ultimo 2010 fortsat over referenceværdien på 60 pct. af BNP i 12 ud af 16 eurolande og et godt stykke over 100 pct. af BNP i Grækenland og Italien.

På trods af de forbedrede budgetudsigter i en række lande set i forhold til tidligere forventninger er budgetsituationen i euroområdet fortsat usikker. Det har bidraget til at øge spændingerne på markedet for statsobligationer. De finansielle markeders bekymringer, der kom til udtryk i statsobligationsrenterne, intensiveredes i 2010 og primo 2011 for visse lande, der oplevede en særlig negativ udvikling i de offentlige financer (se en analyse af udviklingen på statsobligationsmarkedet i afsnit 2.2).

Det er især vanskeligt at skelne mellem de konjunkturmæssige og de strukturelle faktorer, der ligger bag budgetudviklingen, på grund af den usikkerhed, der er forbundet med at vurdere trendvæksten og produktionsgabet i realtid. På trods af denne usikkerhed forbedredes konjunkturkomponenten i underskuddet ifølge Europa-Kommissionen i 2010 for første gang siden 2007. Finanspolitikkenes stramhedsgrad i euroområdet, målt ved ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo (korrigeret for de ekstraordinære rekapitaliseringsforanstaltninger i banksektoren i Irland), vurderes at have været stort set neutral i 2010 og markerer således en overgang fra de ekspansive finanspolitikker i 2008-09 til en forventet stramning i 2011.

FORVENTET BUDGETKONSOLIDERING I 2011

Budgetsituationen i euroområdet forventes at forbedre sig noget i 2011, om end underskud-

Tabel 5. Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+)/underskud (-)

	Europa-Kommissionens prognose			Stabilitetsprogram
	2008	2009	2010	2010
Belgien	-1,3	-6,0	-4,8	-4,8
Tyskland	0,1	-3,0	-3,7	-5,5
Irland	-7,3	-14,4	-32,3	-11,6
Grækenland	-9,4	-15,4	-9,6	-8,0 ¹⁾
Spanien	-4,2	-11,1	-9,3	-9,3 ²⁾
Frankrig	-3,3	-7,5	-7,7	-8,2
Italien	-2,7	-5,3	-5,0	-5,0
Cypern	0,9	-6,0	-5,9	-6,0
Luxembourg	3,0	-0,7	-1,8	-3,9
Malta	-4,8	-3,8	-4,2	-3,9
Holland	0,6	-5,4	-5,8	-6,1
Østrig	-0,5	-3,5	-4,3	-4,7
Portugal	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3 ²⁾
Slovenien	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7
Slovakiet	-2,1	-7,9	-8,2	-5,5
Finland	4,2	-2,5	-3,1	-3,6
Euroområdet	-2,0	-6,3	-6,3	-6,6

Offentlig bruttogæld

	Europa-Kommissionens prognose			Stabilitetsprogram
	2008	2009	2010	2010
Belgien	89,6	96,2	98,6	100,6
Tyskland	66,3	73,4	75,7	76,5
Irland	44,3	65,5	97,4	77,9
Grækenland	110,3	126,8	140,2	143,0 ¹⁾
Spanien	39,8	53,2	64,4	65,9
Frankrig	67,5	78,1	83,0	83,2
Italien	106,3	116,0	118,9	116,9
Cypern	48,3	58,0	62,2	61,0
Luxembourg	13,6	14,5	18,2	18,3
Malta	63,1	68,6	70,4	68,6
Holland	58,2	60,8	64,8	67,2
Østrig	62,5	67,5	70,4	70,2
Portugal	65,3	76,1	82,8	83,5 ³⁾
Slovenien	22,5	35,4	40,7	39,6
Slovakiet	27,8	35,4	42,1	40,8
Finland	34,1	43,8	49,0	48,3
Euroområdet	69,8	79,2	84,2	84,3

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010, de opdaterede stabilitetsprogrammer for 2009-10 og ECB's beregninger.

Anm.: Tallene er baseret på definitionerne i ENS95.

1) IMF/EU's program mål for Grækenland.

2) Nye regeringsmål for Spanien og Portugal.

3) Ifølge Steering Report on the Budgetary Policy, juli 2010.

det forventes at forblive højt. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010 vil den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet falde med 1,8 procentpoint til 4,6 pct. af BNP (se figur 34). Den gennemsnitlige indtægtskvotient for euroområdet forventes at stige med 0,4 procentpoint af BNP, mens den primære udgiftskvotient forventes at falde med 1,5 procentpoint af BNP, hvilket hovedsagelig

afspejler konsolideringstiltag, og eurorådets gennemsnitlige renteudgiftskvotient forventes at stige med 0,1 procentpoint af BNP. En generel forbedring af budgetstillingen i euroområdet bør hovedsagelig være drevet af finanspolitiske stramninger, mens konjunktoreffekten vurderes sandsynligvis at blive gunstig, om end lille. På trods af den forventede bedring i den samlede budgetstilling forventes kun få eurolande – især

Tyskland, Luxembourg, Malta og Finland – at have et offentligt underskud på eller under grænseværdien på 3 pct. af BNP i 2011. Den gennemsnitlige offentlige gældskvotestørrelse i euroområdet forventes at fortsætte med at stige i 2011 med 2,4 procentpoint til 86,5 pct. af BNP, og tre lande forventes at have gældskvoter på over 100 pct. af BNP, nemlig Belgien, Grækenland og Italien. I Irland forventes de konsoliderings tiltag, der blev vedtaget efter skæringsdatoen for Kommissionens prognoser, at holde gældskvoten på under 100 pct. af BNP i 2011.

FORPLIGTELSEN TIL BUDGETKONSOLIDERING ER AFGØRENDE

Som følge af den stadig usikre budgetsituation i en række lande er det nødvendigt at fastholde forpligtelsen til budgetkonsolidering. Budgetkonsolideringen, som fremgår af budgetterne for 2011, er første skridt i den rigtige retning. Omfanget af de nuværende finanspolitiske udfordringer kræver dog en ambitiøs flerårig konsolideringsindsats i de fleste lande. Ikke mindst på grund af den kraftige stigning i udgiftskvotienten under krisen synes et stærkt fokus på strukturelle udgiftsbegrænsninger, herunder en systematisk revurdering af omfanget af den offentlige sektors udgifter og de offentlige

finansiers kvalitet, at være nødvendig i mange lande. Det er så meget mere nødvendigt i lyset af de aktuelle alvorlige finanspolitiske balanceproblemer. De høje statsgældskvoter og udsigterne til en lavere trendvækst understreger de budgetrisici, som knytter sig til yderligere omstrukturering af banksektoren og de forventede fremtidige omkostninger i forbindelse med befolkningens aldring som følge af ufinansierede offentlige pensionssystemer og sundhedspleje. En troværdig og omfattende reformstrategi bidrager også til at fastholde markedets tillid, hvilket kan være særlig vigtigt i lande med sårbare budgetstillinger. Endvidere vil en sådan strategi sandsynligvis have en gunstig indflydelse på finansieringsvilkårene på længere sigt, der vil udligne de kortfristede omkostninger i form af lavere økonomisk vækst (se boks 8).

De finanspolitiske bestemmelser i traktaten og stabilitets- og vækstpagten er essentielle som vejledning for de politiske beslutningstagere og understøtter offentlighedens og de finansielle markeders tillid til finanspolitikkerne i ØMU. Regeringerne skal strengt overholde de tidsfrister og mål, som er fastsat i Ecofin-Rådets henstillinger, gennemføre alle de planlagte foranstaltninger og om nødvendigt være klar til at

Tabel 6. Underskudsproceduren i eurolandene

(I pct. af BNP)

	Budgetsaldo 2010	Start	Tidsfrist	Anbefalet årlig strukturel tilpasning
Belgien	-4,8	2010	2012	¾
Tyskland	-3,7	2011	2013	≥ 0,5
Irland	-32,3	2010	2015 ¹⁾	2
Grækenland	-9,6	2010	2014	≥ 10 samlet set i 2009-14
Spanien	-9,3	2010	2013	>1,5
Frankrig	-7,7	2010	2013	>1
Italien	-5,0	2010	2012	≥ 0,5
Cypern	-5,9	2010	2012	1 ½
Luxembourg	-1,8	-	-	-
Malta	-4,2	2010	2011	¾
Holland	-5,8	2011	2013	¾
Østrig	-4,3	2011	2013	¾
Portugal	-7,3	2010	2013	1 ¼
Slovenien	-5,8	2010	2013	¾
Slovakiet	-8,2	2010	2013	1
Finland	-3,1	2010	2011	½

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010 (kolonne 1) og Ecofin-Rådets henstillinger (kolonne 2, 3 og 4).

1) Den 7. december 2010 forlængede Ecofin-Rådet tidsfristen for nedbringelse af Irlands uforholdsmæssigt store underskud med et år til 2015.

træffe yderligere foranstaltninger for at opfylde målene. I den forbindelse bør de foranstaltninger, som er blevet annonceret, men endnu ikke tilstrækkeligt specificeret, beskrives nærmere. Endvidere skal lande med forbedrede makroøkonomiske forhold udnytte muligheden for at korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud før tidsfristens udløb. Derefter skal de stræbe efter at opfylde deres mellemfristede budgetmål hurtigere for at skabe det finanspolitiske råderum, der er nødvendigt for at kunne håndtere kendte udfordringer og være rustet til at klare uforudsete budgetforringelser.

En stærk politisk forpligtelse til at forbedre de offentlige financers holdbarhed, sideløbende med strukturreformer, der tager fat på de makroøkonomiske ubalancer og svaghederne i banksektoren, er afgørende, ikke mindst fordi det kan forankre forventningerne. Under de nuværende forhold med øget pres på statsgælden i euroområdet med risiko for afsmittende effekter er det afgørende, at alle lande opnår og fastholder sunde budgetstillinger for at undgå yderligere risici for de finansielle forhold.

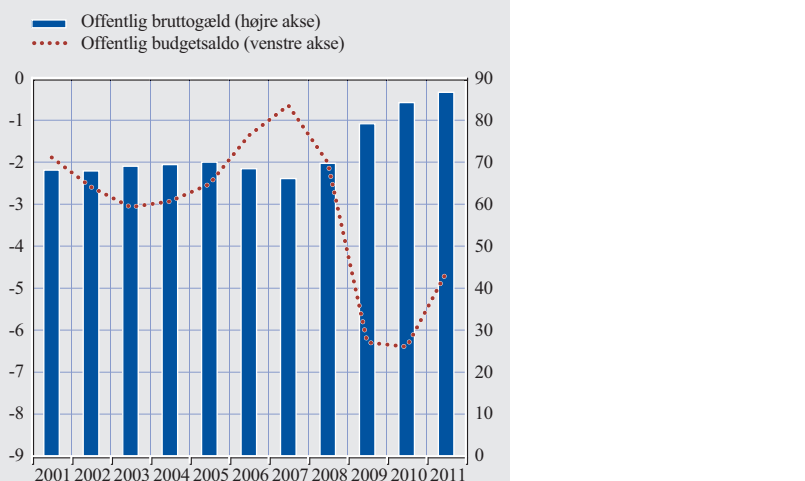
2.6 UDVIKLINGEN I VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN

DEN EFFEKTIVE EUROKURS FALDT I 2010

Valutakursudviklingen i 2010 afspejlede i høj grad det økonomiske opsving, de offentlige financer og pengepolitikken i hele verden. Udviklingen var en smule volatil i mange af de udviklede økonomier, da det økonomiske opsving fortsat var sårbart og afhængigt af støtte fra finans- og pengepolitikken. I 1. halvår 2010 deprecierede euroen over for flere af de vigtigste valutaer (se figur 35), hvilket afspejlede stigende bekymringer om statsgælden i visse eurolande. Denne usikkerhed resulterede også i en stigning i den implicite volatilitet i eurokursen i forhold til andre primære valutaer i maj og juni (se figur 35). I 2. halvår 2010 begyndte euroen at stige, om end med en vis volatilitet, primært som følge af mindre udtalte bekymringer på statsgældsområdet og bedre makroøkonomiske udsigter for euroområdet end forventet.

Figur 34. Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet

(2001-11; i pct. af BNP)



Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010.
Anm.: Budgetsaldoen inkluderer ikke indtægter fra salg af UMTS-licenser.

Den samlede appreciering kunne hovedsagelig tilskrives udviklingen i USD/EUR-kursen. Den effektive eurokurs deprecierede i 2010 med 8,2 pct. over for 20 af euroområdet's vigtigste handelspartners valutaer (se figur 36). Som følge heraf var den gennemsnitlige nominelle effektive eurokurs i 2010 6,3 pct. lavere end i 2009. I 2010 lå euroen 5,5 pct. højere end sit historiske gennemsnit i 1999.

Den 31. december 2010 lå euroen på USD 1,34, hvilket er 7,3 pct. lavere end primo 2010 og 4,2 pct. svagere end gennemsnittet i 2009. Euroens depreciering over for den amerikanske dollar i 1. halvår 2010 kan tilskrives et kraftigere makroøkonomisk opsving i USA end i euroområdet primo 2010. I 2. halvår 2010 styrkedes euroen over for den amerikanske dollar som reaktion på, at de amerikanske myndigheder godkendte endnu en økonomisk stimulus.

I 1. halvår 2010 fortsatte euroen med at deprecere over for den japanske yen, hvilket udligenede hele dens appreciering i 2009 (se figur 35). I resten af 2010 svingede den bilaterale JPY/EUR-kurs inden for et forholdsvis snæ-

MAKROØKONOMISKE OMKOSTNINGER OG FORDELE VED BUDGETKONSOLIDERING

Det offentlige underskud og den offentlige gæld i forhold til BNP er steget betydeligt under den økonomiske og finansielle krise. En del af denne stigning kan tilskrives de offentlige indtægter og udgifters automatiske konjunkturmæssige reaktion på den makroøkonomiske udvikling og andre midlertidige faktorer som fx kortvarige stimulerende finanspolitiske tiltag eller offentlige overførsler for at understøtte banksektoren. Krisen har dog medført en betydelig nedjustering af de fleste skøn over den potentielle produktion, samt visse tab i skatteindtægter (fx knyttet til ejendomstransaktioner), der kan betragtes som permanente. Derfor bør langt den største del af de offentlige underskud, som er blevet opbygget under krisen, betragtes som strukturelle. Det betyder, at der kræves en betydelig budgetkonsolidering i de kommende år for at bringe de offentlige finanser tilbage på en holdbar kurs.

Det er alment anerkendt, at budgetkonsolidering er gunstig for den økonomiske vækst på langt sigt. En reduktion i det offentlige finansieringsbehov medfører et fald i de lange renter, som derved bidrager til at forbedre finansieringsvilkårene i den private sektor og stimulere produktive investeringer. Set ud fra regeringens synspunkt frigør en lavere gæld og de dermed forbundne rentebetalingen resurser, som gør det muligt at nedsætte forvridende skatter og finansiere mere produktive udgifter. Med sunde budgetstillinger kan husholdningerne og virksomhederne endvidere have tillid til, at regeringen kan udjævne økonomiske udsving gennem de automatiske stabilisatorers virke. Empiriske undersøgelser på tværs af en lang række industrilande og tidsperioder viser, i hvor stort omfang en høj offentlig gældsbyrde hæmmer væksten.¹

På kort sigt lægger budgetkonsolidering dog normalt en dæmper på den økonomiske vækst. Nedskæringer i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer reducerer direkte de samlede udgifter, mens højere skatter og lavere offentlige overførsler reducerer husholdningerne og virksomhedernes disponible indkomst. De fleste empiriske undersøgelser viser, at skatte- og forbrugsmultiplikatorerne er positive på kort til mellemlangt sigt, men at de falder over tid. Det afspejles også i de strukturelle økonomiske standardmodeller, der anvendes til at analysere økonomien og udarbejde økonomiske prognoser på kort til mellemlangt sigt.² Under visse omstændigheder – navnlig, når finanspolitisk stramning indebærer et skift fra en (næsten) uholdbar til en (mere) holdbar budgetstilling – er det dog muligt, at de traditionelle kortsigtede "Keynesianske" effekter ved budgetkonsolidering dæmpes betydeligt eller endog vendes. De teoretiske argumenter for, at der ingen Keynesianske effekter vil være på kort sigt, bygger på den antagelse, at udgiftsbesparelser eller skattestigninger kan medføre en umiddelbar udlignende stigning i det private forbrug og de private investeringer, hvis de skaber forventninger om lavere skatter – og således en højere disponibel indkomst – i fremtiden. Denne ide hænger tæt sammen med teorien om "Ricardiansk ækvivalens", ifølge hvilken en rationel privat sektor vil internalisere det offentlige udgiftsbesparelser.

1 Korrelationen mellem høj gæld og en lavere vækst er påvist for et meget langt tidsforløb af C.M. Reinhart og K.S. Rogoff i "Growth in a time of debt", *Working Paper Series*, nr. 15639, National Bureau of Economic Research, 2010. Økonometriske data præsenteres af C. Checherita og P. Rother i "The impact of high and growing debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area", *Working Paper Series*, nr. 1237, ECB, 2010.

2 Se artiklen "The effectiveness of euro area fiscal policies", *Månedsoversigt*, ECB, juli 2010.

Uanset at det kan være vanskeligt at påvise finanspolitikens virkninger på økonomien i forhold til andre faktorer, er der kun lidt empirisk dokumentation for, at de ikke-Keynesianske effekter er fremherskende under normale økonomiske forhold. Undersøgelser viser ikke desto mindre, at budgetkonsolideringens eventuelle negative kortsigtede effekter på den økonomiske vækst sandsynligvis er mere afdæmpede, når: i) budgetstillingen som udgangspunkt er særlig usikker (når den skaber bekymring på de finansielle markeder og medfører højere risikopræmier), ii) den private sektor ikke står over for kreditstramninger (så husholdningerne og virksomhederne kan udjævne deres forbrug over tid), og iii) budgetkonsolideringens gunstige indvirkning på inflationen – og inflationsforventningerne – gør det muligt at føre en mere ekspansiv penge- og valutakurspolitik.

Empirisk dokumentation, som er baseret på dataprøver, der dækker "bedre" tider, danner dog sandsynligvis ikke det bedste grundlag for en vurdering af budgetkonsolideringens indvirkning i kølvandet på en statsgældskrise.³ Et tab af tillid til de offentlige finanser vil påvirke indehavere af offentlig gæld, fx banker, pensionsfonde og individuelle investorer, og derved underminere den finansielle stabilitet og udsigterne for realøkonomien. Under disse omstændigheder er det ganske enkelt ikke en realistisk mulighed at undlade at annoncere og påbegynde gennemførelsen af betydelige budgetjusteringer. At sidde med hænderne i skødet i perioder med stort pres på de offentlige finanser er ikke et holdbart alternativ, da det vil få spændingerne på de finansielle markeder til at tage yderligere fart, hvilket med stor sandsynlighed vil udmønte sig i en meget lavere vækst end den, der ville være en følge af budgetkonsolideringen. En udskydelse af den nødvendige budgetkonsolidering vil kun tjene til at forstærke vanskelighederne og eventuelt medføre et behov for endnu skrappe konsolideringstiltag på et senere tidspunkt som følge af de forpassede muligheder for at skabe det nødvendige finanspolitiske råderum.⁴

3 Emnet gennemgås nærmere i P. Rother, L. Schuknecht og J. Stark, "The benefits of fiscal consolidation in unchartered waters", *Occasional Paper Series*, nr. 121, ECB, 2010.

4 Det finanspolitiske råderum og dets betydning for gældens holdbarhed og/eller udviklingen af en krise er beskrevet i Ostry et al., "Fiscal Space", *Staff Position Note*, nr. 2010/11, IMF, september 2010.

vert bånd, hvor euroen lå på mellem JPY 105 og JPY 115. Den 31. december 2010 lå euroen på JPY 108,65, hvilket er 18,4 pct. lavere end primo året og 16,7 pct. under gennemsnittet i 2009. JPY/EUR-kursens volatilitet steg kraftigt i maj og juni 2010, hvorefter den faldt i 2. halvår 2010.

Euroen deprecierede over for det britiske pund i 2010 med 3,1 pct. fra GBP 0,89 til GBP 0,86. Euroens depreciering over for det britiske pund i 1. halvår 2010 kan tilskrives markedets bekymringer over de offentlige finansers holdbarhed i visse eurolande. I 2. halvår 2010 genvandt euroen dog en del af de tidligere tab. Ultimo 2010 lå den bilaterale eurokurs over for det britiske pund fortsat over sit historiske gennemsnit

siden 1999 som følge af apprecieringen i 2008 og primo 2009.

I 2010 deprecierede euroen over for schweizerfrancen med 15,7 pct. Indtil juni 2010 var deprecieringen begrænset på grund af interventioner fra Schweizerische Nationalbank, men i 2. halvår 2010 deprecierede euroen yderligere betydeligt over for schweizerfrancen, om end med en vis volatilitet.

Fra primo året frem til 31. december 2010 deprecierede euroen over for den canadiske dollar (med 11,9 pct.), den australske dollar (med 17,9 pct.) og den norske krone (med 6,0 pct.) hovedsagelig som følge af positive rentespænd over for euroområdet. Euroen deprecierede også

over for de asiatiske valutaer, som er knyttet til den amerikanske dollar, nemlig den kinesiske renminbi (med 10,3 pct.) og Hongkong-dollar (med 7,0 pct.). Endvidere deprecierede euroen over for den koreanske won (med 10,7 pct.).

Den reale effektive eurokurs baseret på forskellige omkostnings- og prismål faldt også i 1. halvår 2010 for derefter at stabilisere sig (se figur 36). Ultimo 2010 lå de reale effektive eurokurs meget tæt på deres historiske gennemsnit siden 1999. Den reale effektive CPI-deflaterede eurokurs var i gennemsnit 6,9 pct. svagere i 2010 end i 2009.

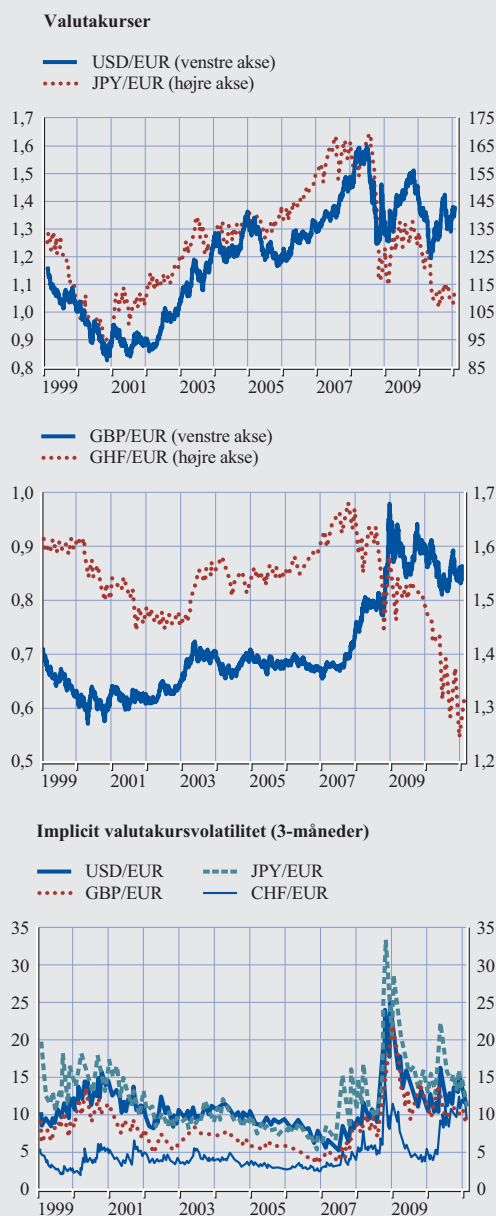
UNDERSKUDET PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER STEG EN SMULE I 2010

I 2010 var der i euroområdet et underskud på betalingsbalancens løbende poster på 56,4 mia. euro (eller 0,6 pct. af BNP i euroområdet) i forhold til et underskud på 51,4 mia. euro i 2009. Denne udvikling kan tilskrives et fald i underskuddet på balancen for løn- og formueindkomst på 18,6 mia. euro, hvorimod handelsbalancen for tjenesteydelser forblev nogenlunde stabil (se figur 37). Handelsbalancen for varer forværredes dog i 2010, hvilket opvejede forbedringen på balancen for løn. Efter et opsving i handlen primo 2009 og forbedringen af handelsbalancen i 2009 var der fortsat et overskud på varebalancen i 2010, der var 16,2 mia. lavere end overskuddet i 2009. Endelig forringedes underskuddet på de løbende poster med 8,2 mia. euro i 2010.

År til år-væksten i euroområdet vareeksport fulgte mønstret i verdenshandlen. Den nåede et højdepunkt i 1. halvår 2010 og faldt derefter gradvist. Den vigtigste drivkraft bag stigningen i eksporten i 1. halvår var den kraftige udenlandske efterspørgsel som følge af midlertidige faktorer såsom finanspolitiske stimuli og udviklingen i lagerbeholdningerne. Den globale nedgang i den økonomiske aktivitet og den gradvise udfasning af disse midlertidige faktorer i 2. halvår 2010 bidrog dog til nedgangen i eksportvæksten. Væksten i euroområdet vareeksport blev fortsat støttet af eksporten til Asien og OPEC, som fortsatte med at stige i 2010 (se figur 38).

Figur 35. Valutakursbevægelser og implicit volatilitet

(Daglige observationer)



Kilder: Bloomberg og ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører den 25. februar 2011.

Eksporten til USA og Storbritannien steg i 1. kvartal 2010, men forblev derefter afdæmpet. Samtidig satte euroens depreciering og den dermed forbundne positive indflydelse på konkurrenceevnen for euroområdet eksportpriser skub i den udenlandske efterspørgsel.

Udviklingen i euroområdets vareimport fulgte i 2010 den samme kurs som eksporten. År til år-væksten i importmængderne tiltog fortsat og nåede et højdepunkt i 2. kvartal 2010, hvorefter den faldt en smule i 3. kvartal 2010. Dette afspejlede den afdæmpede udvikling i den indenlandske efterspørgsel i euroområdet i 2. halvår 2010. Den eksportdrevne efterspørgsel efter importerede input bidrog fortsat til at øge euroområdets import. Stigende importpriser bidrog også til stigningen i importværdien i årets løb. De højere importpriser kan delvis tilskrives stigningen i oliepriserne igennem hele året, som bidrog til at øge under-skuddet på handlen med olie til 169,6 mia. euro i 12-måneders perioden frem til november 2010, hvilket er et godt stykke over niveauet året før på 132,1 mia. euro.

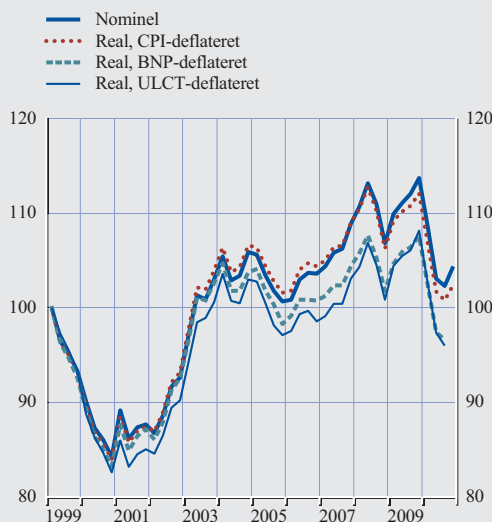
NETTOINDSTRØMNINGEN AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER FALDT MARKANT I 2010

Euroområdets finansielle poster viste en nettoindstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 111,2 mia. euro i 2010 i forhold til en nettoindstrømning på 190,3 mia. euro året før. Nedgangen kan primært tilskrives et betydeligt fald i nettoindstrømningen af gældsinstrumenter (med 72,9 mia. euro) og i mindre omfang en stigning i nettoudstrømningen af udenlandske direkte investeringer (med 11,4 mia. euro). Det blev delvis udlignet af en højere nettoindstrømning af aktier (på 5,1 mia. euro, se figur 39).

Hvad angår porteføljeinvesteringer, har den kvartalsvise udvikling være meget volatil i 2010, hvor stemningen på markedet har svinget betydeligt. Efter visse tegn på øget risikovillighed og en efterfølgende genoptagelse af grænsoverskridende transaktioner af porteføljeinvesteringer i aktier i 1. kvartal 2010 synes den fornyede intensivering af spændingerne på de

Figur 36. Nominelle og reale effektive eurokurser (EER-20)¹⁾

(Kvartalsvise observationer; indeks: 1. kv. 1999 = 100)

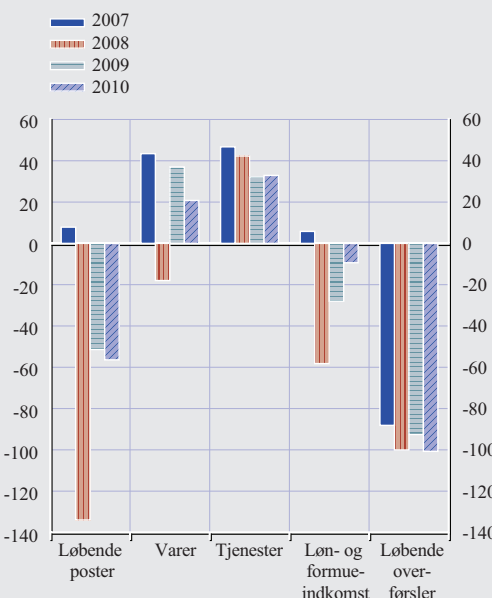


Kilde: ECB.

1) En stigning i EER-20-indeksset indikerer en appreciering af euroen. De seneste observationer vedrører 4. kvartal 2010 for så vidt angår "Nominel" og "Real, CPI-deflateret" og 3. kvartal 2010 for så vidt angår "Real, BNP-deflateret" og "Real, ULCT-deflateret" og er delvis baseret på skøn. ULCT står for enheds-lønomkostninger i den samlede økonomi.

Figur 37. Betalingsbalancens løbende poster og dens sammensætning

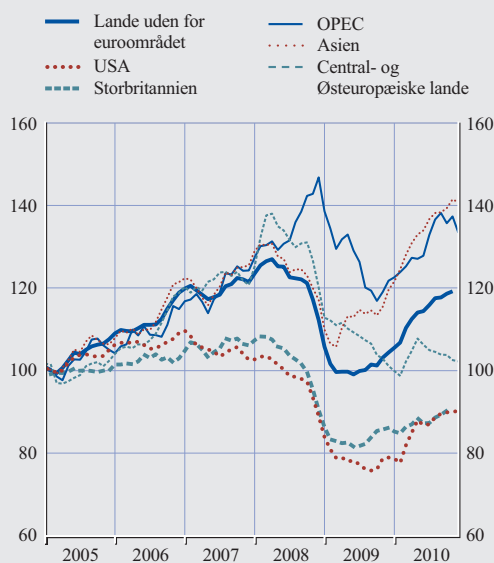
(Årlige observationer; milliarder euro)



Kilde: ECB.

Figur 38. Euroområdet eksportmængder til udvalgte handelspartnere

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



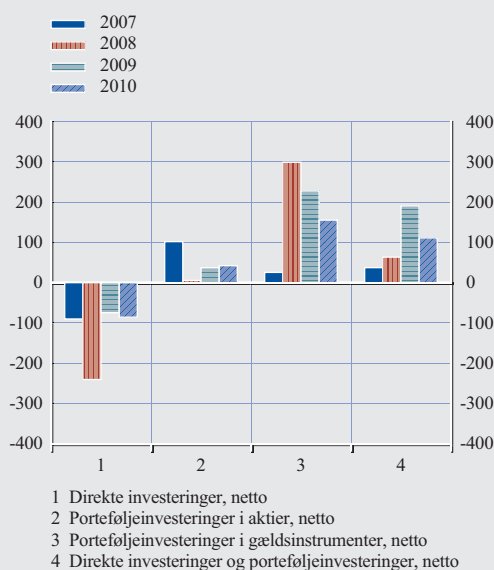
Kilde: ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører december 2010 bortset fra lande uden for euroområdet og Storbritannien (november 2010).

finansielle markeder i maj 2010 at have medført en fornyet stigning i risikoaversionen blandt investorerne. Mens residerter i euroområdet realiserede udenlandske aktiepositioner og hjemtog midler fra udlandet, fortsatte residerter uden for euroområdet med at investere i porteføljeinstrumenter udstedt i euroområdet, hvilket samlet set resulterede i en kraftig stigning i nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer i 2. kvartal 2010 (se figur 40). I 2. halvår 2010 skiftede porteføljeinvesteringerne fra en nettoudstrømning i 3. kvartal til en nettoindstrømning i 4. kvartal. Dette afspejlede primært udviklingen i obligationer. Samtidig med bekymringer i markedet angående holdbarheden af gældssituationen i nogle eurolande solgte ikke-residerter obligationer udstedt i euroområdet i 3. kvartal, mens residerter i euroområdet øgede deres investeringer i udenlandske obligationer. Efterhånden som de finansielle spændinger aftog, genoptog ikke-residerter investeringer i obligationer fra euroområdet i 4. kvartal. Samtidig havde euroområdet en nettoindstrømning af aktier i 2. halvår på baggrund af udenlandske investorers stigende interesse for aktier udstedt i euroområdet.

Figur 39. Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet

(Årlige observationer; milliarder euro)



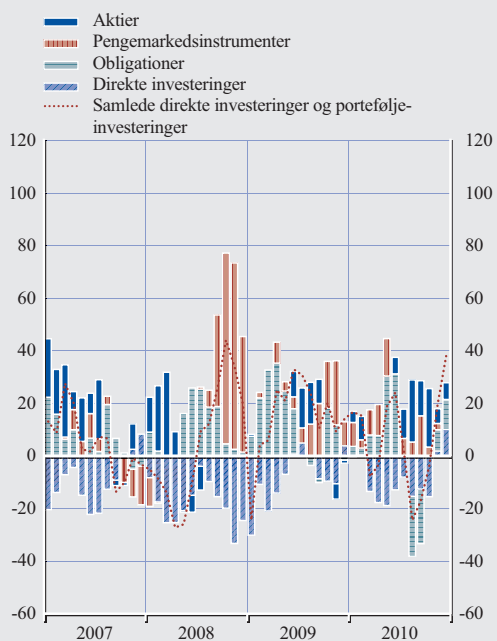
Kilde: ECB.

Udviklingen i de direkte investeringer var fortsat forholdsvis afdæmpet i 2010, da både virksomhederne i euroområdet og udenlandske virksomheder reducerede deres investeringer i egenkapital. En øget nettoudstrømning af direkte investeringer i 2010 kan hovedsagelig tilskrives udviklingen i anden kapital. Mens virksomhederne i euroområdet øgede deres strøm af udlån til deres udenlandske søsterselskaber, hjemtog udenlandske virksomheder deres midler.

Tal for euroområdets kapitalbalance over for resten af verden frem til 3. kvartal 2010 viser, at euroområdet havde nettopassiver over for resten af verden på 1.184 mia. euro (hvilket er 13,0 pct. af euroområdets BNP) i forhold til nettopassiver på 1.448 mia. euro (16,2 pct. af BNP) ultimo 2009.

Figur 40. De vigtigste poster på de finansielle konti

(Nettostømme; milliarder euro; 3-måneders glidende gennemsnit; månedlige observationer)



Kilde: ECB.

3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET⁵

DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

I de fleste EU-lande uden for euroområdet steg produktionen i 2010 efter en kraftig nedgang i 2009, dog med en vis volatilitet i vækstprofilen og med betydelige forskelle landene imellem (se tabel 7). Opsvinget var især drevet af eksporten på baggrund af en robust udenlandsk efterspørgsel og genopbygning af lagerbeholdningerne, der var blevet reduceret betragteligt i 2009. Samtidig var den indenlandske efterspørgsel fortsat afdæmpet i de fleste lande trods en markant forbedring af tillidsindikatorerne. Den svage indenlandske efterspørgsel skyldtes en løbende økonomisk tilpasning af den private sektor – og i nogle lande også af den offentlige sektor. I de lande, der ved recessionens begyndelse havde oplevet en periode med uholdbar vækst, fortsatte efterspørgslen med at falde selv i de seneste kvartaler, hvilket afspejlede en længere økonomisk tilpasningsperiode.

Hvad angår de vigtigste komponenter i den indenlandske efterspørgsel, var det private forbrug fortsat afdæmpet i de fleste lande, hvilket til en vis grad afspejlede svækkede arbejdsmarkedsforhold og svag vækst i kreditgivning. Ledigheden var i mange lande højere end i 2009, selv om den generelle forbedring i den

økonomiske aktivitet i nogle lande havde knækket ledighedskurven i 2. kvartal 2010. Der var dog væsentlige forskelle i udviklingen på arbejdsmarkedet inden for de forskellige sektorer. De eksportorienterede sektorer oplevede generelt en større efterspørgsel efter arbejdskraft, en mere gunstig udvikling i beskæftigelsestallene og en kraftigere lønudvikling. Væksten i kreditgivningen til den private sektor var fortsat ret svag i de fleste EU-lande uden for euroområdet som følge af både begrænset udbud og lav efterspørgsel. Kapacitetsudnyttelsen forblev lav, især i hjemmemarkedssektorerne, selv om den steg kraftigt i mange landes eksportsektorer. Investeringsvæksten var generelt også afdæmpet, og i nogle lande endda kraftigt negativ, hvilket afspejler den løbende tilpasning på boligmarkedet og en nedgang i byggeriet. I nogle lande bidrog en løbende tilpasning af de offentlige finanser på kort sigt til den lave vækst i den indenlandske efterspørgsel.

Blandt EU-landene uden for euroområdet var væksten i realt BNP særlig kraftig i lande som Polen og Sverige, der ved recessionens begyndelse

5 Dette afsnit omfatter EU-lande, som var uden for euroområdet i 2010.

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

(Ændring i pct. år/år)									
	2006	2007	2008	2009	2010 ³⁾	2010 1. kvrt.	2010 2. kvrt.	2010 3. kvrt.	2010 ³⁾ 4. kvrt.
Bulgarien	6,5	6,4	6,2	-4,9	0,3	-0,8	-0,3	0,5	2,1
Tjekkiet	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,0	2,3	2,8	2,9
Danmark	3,4	1,6	-1,1	-5,2	,	-0,8	2,9	3,6	,
Estland	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	-2,7	3,0	5,1	6,6
Letland	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,2	-5,1	-2,6	2,5	3,7
Litauen	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	-1,9	1,2	1,6	4,6
Ungarn	3,6	0,8	0,8	-6,7	1,2	-0,6	0,8	2,2	2,4
Polen	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,1	3,8	4,7	4,3
Rumænien	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,2	-3,2	-1,5	-2,2	-0,5
Sverige	4,3	3,3	-0,6	-5,3	,	2,8	4,5	6,8	,
Storbritannien	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,5	2,5	1,5
EU8 ¹⁾	6,6	6,0	4,0	-3,5	2,1	0,6	1,9	2,6	3,0
EU11 ²⁾	4,0	3,5	0,9	-4,6	1,3	0,2	2,0	3,1	1,6
Euroområdet	3,0	2,8	0,4	-4,1	1,7	0,8	2,0	1,9	2,0

Kilde: Eurostat.

Anm.: De kvartalsvise observationer er korrigeret for antal arbejdsdage og sæsonkorrigerede for alle lande, bortset fra Rumænien og euroområdet (kun sæsonkorrigeret).

1) EU8 omfatter de otte EU-lande uden for euroområdet (pr. 31. december 2010), der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

2) EU11 omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2010.

3) Tallene for 2010 er foreløbige skøn.

delse havde relativt små ubalancer på betalingsbalancen sammenlignet med de fleste andre EU-lande uden for euroområdet. Nogle lande, der havde oplevet en meget kraftig nedgang i den økonomiske aktivitet i 2009, oplevede nu også en kraftig stigning. De baltiske landes økonomier begyndte at bedres efter at have vist den største nedgang i aktiviteten blandt alle EU-landene i 2009. Stigningen var især drevet af den udenlandske efterspørgsel, mens væksten i den indenlandske efterspørgsel var svag eller endda negativ. Opsvinget i Bulgarien var svagt og især drevet af den udenlandske efterspørgsel, mens den indenlandske efterspørgsel var dæmpet af den løbende tilpasning i den private sektor. Rumænien var det eneste EU-land uden for euroområdet, hvor den økonomiske vækst fortsatte med at aftage en smule i 2010, primært som følge af den løbende budgetjustering.

Samlet set vidner det markante skift i de økonomiske drivkræfter i forhold til året før den globale recession om den økonomiske tilpasningsproces, der begyndte under – eller for nogle landes vedkommende (fx de baltiske lande) før – recessionen.

PRISUDVIKLINGEN

Den gennemsnitlige årlige inflation steg i 2010 i de fleste EU-lande uden for euroområdet trods

den fortsat svage indenlandske efterspørgsel, store reservekapacitet og den træge udvikling på arbejdsmarkedet. De primære faktorer bag inflationsstigningen var stigende fødevarerpriser samt udviklingen i energipriserne. I nogle lande bidrog administrativt fastsatte priser og indirekte skatter til inflationen. Stigningen i internationale råvarepriser syntes generelt at have større indflydelse på inflationen i Central- og Østeuropa end i de andre EU-lande uden for euroområdet pga. den større vægt af fødevarer og energi i disse landes HICP-kurve.

Der var dog fortsat store forskelle i den årlige HICP-inflation landene imellem (se tabel 8) i 2010. De lande, der oplevede den højeste gennemsnitlige inflation, var Ungarn (4,7 pct.), hvor afgifterne blev hævet i januar, og tidligere momsforhøjelser også havde en basiseffekt, og Rumænien (6,1 pct.), som indførte en markant momsforhøjelse i juli. Inflationen lå mellem 2,2 pct. og 3,3 pct. i de fleste af de andre lande. I Tjekkiet, Litauen og Sverige var den gennemsnitlige inflation positiv, men under 2 pct. Letland var det eneste land med en negativ årlig inflation i 2010, nemlig -1,2 pct. Udviklingen i inflationen i årets løb afspejler en stigende tendens i de fleste lande. Inflationen i Letland blev atter positiv i september 2010, hvilket udelukkende kunne tilskrives stigende fødevarer- og

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

	(Ændring i pct. år/år)								
	2006	2007	2008	2009	2010	2010 1. kvrt.	2010 2. kvrt.	2010 3. kvrt.	2010 4. kvrt.
Bulgarien	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	1,9	2,9	3,3	4,0
Tjekkiet	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	0,4	0,9	1,6	2,0
Danmark	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5
Estland	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	0,0	2,9	3,1	5,0
Letland	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	-3,9	-2,3	-0,3	1,7
Litauen	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	-0,4	0,5	1,8	2,9
Ungarn	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7	5,8	5,2	3,6	4,3
Polen	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,4	2,5	2,1	2,7
Rumænien	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	4,6	4,3	7,5	7,8
Sverige	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	2,7	1,8	1,3	1,8
Storbritannien	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
EU8 ¹⁾	3,2	4,4	6,6	3,7	3,2	2,8	2,8	4,6	5,2
EU11 ²⁾	2,5	3,1	4,7	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	3,4
Euroområdet	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	1,1	1,6	1,7	2,0

Kilde: Eurostat.

1) EU8 omfatter de otte EU-lande uden for euroområdet (pr. 31. december 2010), der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

2) EU11 omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2010.

energipriser. Udviklingen i den årlige inflation ekskl. energi- og råvarepriser var fortsat behersket i alle landene og endda negativ i nogle lande (fx Letland og Litauen), hvilket tyder på, at presset på efterspørgselsinflationen var afdæmpet i 2010.

FINANSPOLITIK

Alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Estland og Sverige, anslås at have haft en offentlig underskudkvotient, der ligger over referenceværdien på 3 pct. af BNP, i 2010. Storbritannien anslås fortsat at have haft et meget stort underskud på 10,5 pct. af BNP. Underskudskvotienten faldt i de fleste af EU-landene uden for euroområdet i 2010 i forhold til 2009. Det skyldtes bl.a., at den økonomiske vækst var kraftigere end hidtil forventet og indbragte højere skatteindtægter, mens den offentlige gæld i forhold til BNP fortsatte med at stige. I størstedelen af landene opfyldte budgetresultaterne for 2010 målene i de opdaterede konvergensprogrammer pr. ultimo 2009. Der var dog stor forskel landene imellem på, hvor meget budgetsaldiene forbedredes i 2010 i forhold til et år tidligere, afhængigt af forbedringen af de makroøkonomiske forhold

og landenes forskellige finanspolitiske svar på den globale finansielle og økonomiske krise. Mens Bulgarien, Tjekkiet, de baltiske lande og Rumænien gennemførte udgiftsbesparelser eller begrænsede forbruget i 2010, fik de automatiske stabilisatorer i andre lande lov til at virke frit. I Danmark og Sverige blev der vedtaget diskretionære stimulerende finanspolitiske tiltag som svar på krisen.

Ultimo 2010 havde Rådet truffet afgørelse om, at der forelå et uforholdsmæssigt stort underskud i alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Estland og Sverige. Fristen for at nedbringe underskuddet blev sat til 2011 for Bulgarien og Ungarn; 2012 for Letland, Litauen, Polen og Rumænien; 2013 for Tjekkiet og Danmark og finansåret 2014/15 for Storbritannien.

Den offentlige gæld som andel af BNP anslås i 2010 at være steget i alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Sverige – dog er stigningen mere moderat end i 2009 for de fleste landes vedkommende. Stigningen i gældskvoten var størst i Storbritannien (9,6 procentpoint), Letland (9,0 procentpoint) og Litauen (7,9 pro-

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

(I pct. af BNP)

	Budgetsaldo					Bruttogæld				
	Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010				Opdaterede konvergensprogrammer fra 2009/2010	Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010 ³⁾				Opdaterede konvergensprogrammer fra 2009/2010
	2007	2008	2009	2010	2010	2007	2008	2009	2010	2010
Bulgarien	1,1	1,7	-4,7	-3,8	0,0	17,2	13,7	14,7	18,2	14,6
Tjekkiet	-0,7	-2,7	-5,8	-5,2	-5,3	29,0	30,0	35,3	40,0	38,6
Danmark	4,8	3,2	-2,7	-5,1	-5,3	27,3	34,1	41,5	44,9	41,8
Estland	2,5	-2,8	-1,7	-1,0	-2,2	3,7	4,6	7,2	8,0	10,1
Letland	-0,3	-4,2	-10,2	-7,7	-8,5	9,0	19,7	36,7	45,7	55,1
Litauen	-1,0	-3,3	-9,2	-8,4	-8,1	16,9	15,6	29,5	37,4	36,6
Ungarn	-5,0	-3,7	-4,4	-3,8	-3,8	66,1	72,3	78,4	78,5	79,0
Polen	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	-6,9	45,0	47,1	50,9	55,5	53,1
Rumænien	-2,6	-5,7	-8,6	-7,3	-6,3	12,6	13,4	23,9	30,4	28,3
Sverige	3,6	2,2	-0,9	-0,9	-3,4	40,0	38,2	41,9	39,9	45,5
Storbritannien	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	-12,0	44,5	52,1	68,2	77,8	82,1
EU8 ¹⁾	-1,9	-3,6	-6,8	-6,6	-5,8	35,7	37,7	43,7	48,5	47,0
EU11 ²⁾	-1,4	-3,3	-8,4	-8,0	-8,9	40,9	45,6	56,9	63,3	65,7
Euroområdet	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,7	66,2	69,8	79,2	84,2	83,9

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010, opdaterede konvergensprogrammer 2009/2010 samt ECB's beregninger.

Anm.: Observationerne er baseret på definitionerne i ENS95. Tallene for 2010 i de opdaterede konvergensprogrammer er de nationale regeringers budgetmål og kan således afvige fra de faktiske tal.

1) EU8 omfatter de otte EU-lande uden for euroområdet (pr. 31. december 2010), der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

2) EU11 omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2010.

3) Observationer for 2010 er prognosetal.

centpoint), primært som følge af de store budgetunderskud i disse lande. Gældskvoten lå under referenceværdien på 60 pct. af BNP i de fleste EU-lande uden for euroområdet; dog havde Ungarn fortsat en gældskvotepå over 60 pct., og Storbritanniens gældskvotesteg yderligere over referenceværdien.

UDVIKLING I BETALINGSBALANCEN

Det samlede underskud på de løbende poster og kapitalposterne (i pct. af BNP) voksede i de fleste EU-lande uden for euroområdet i 2010 (se tabel 10). Udviklingen varierede dog meget landene imellem. I Estland, Letland og Litauen faldt overskuddet på de løbende poster og kapitalposterne, hvilket afspejler den gradvise forbedring af disse økonomier og stigende indenlandsk efterspørgsel. Overskuddet faldt ligeledes i Sverige som følge af en forringelse af handelsbalancen efter den kraftige stigning i den indenlandske efterspørgsel. I Tjekkiet vendte de løbende poster og kapitalposterne fra et overskud til et underskud som følge af et stigende underskud på løn- og formueindkomst og et mindre handelsoverskud. Underskuddet på de løbende poster og kapitalposterne voksede i Polen, på grund af stærk indenlandsk efter-

spørgsel i 2010 og et stigende underskud på løn- og formueindkomst, samt i Rumænien, hovedsagelig på grund af et fald i pengeforsendelser til hjemlandet, og i Storbritannien som følge af en forringet handelsbalance. De løbende poster og kapitalposterne forbedredes dog i en række lande. I Bulgarien vendte de løbende poster og kapitalposterne fra et underskud til et overskud på baggrund af en styrket eksport og løbende indenlandske justeringer. I Ungarn steg overskuddet fra 0,7 pct. af BNP i 2009 til 3,0 pct. i 2010, hvilket afspejlede et opsving, der primært var drevet af eksporten. I Danmark voksede overskuddet, fra 3,5 pct. i 2009 til 4,8 pct. i 2010, på baggrund af øget eksport og en fortsat moderat indenlandsk efterspørgsel.

Hvad angår finansiering, oplevede næsten alle lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU i 2004 eller senere, en stabilisering eller stigning i indstrømningen af udenlandske direkte investeringer. Danmark og Sverige oplevede fortsat en nettoudstrømning af direkte investeringer. Stigningen i strømmen af de mere stabile komponenter af finansieringen af de løbende poster blev i Tjekkiet, Litauen og Polen ledsaget af kraftige stigninger i nettoporteføljelinvesteringer-

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

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrome af direkte investeringer				Nettostrome af andre investeringer			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgarien	-27,1	-22,3	-8,6	-0,7	28,7	17,5	9,6	5,6	16,8	16,9	-1,7	-2,5
Tjekkiet	-2,6	0,2	0,1	-1,5	5,1	1,0	0,7	3,5	0,1	1,2	-1,0	-3,1
Danmark	1,4	2,7	3,5	4,8	-2,8	-3,5	-1,3	-1,2	3,3	2,0	3,8	12,1
Estland	-16,2	-8,7	7,3	7,2	4,5	2,6	0,7	7,6	13,8	4,9	3,0	-6,8
Letland	-20,4	-11,6	11,0	8,8	6,8	3,0	0,6	0,3	19,3	7,6	-9,8	-2,9
Litauen	-12,8	-11,3	7,7	6,8	3,6	3,6	-0,1	0,7	13,0	5,8	-10,8	-14,7
Ungarn	-6,2	-6,1	0,7	3,0	2,3	1,5	-0,1	2,6	5,4	18,2	8,8	-0,2
Polen	-3,6	-3,7	-0,5	-1,3	4,3	2,0	2,0	1,5	6,5	6,0	3,1	2,7
Rumænien	-12,8	-11,1	-3,7	-4,6	5,7	6,7	3,0	2,6	11,2	6,2	2,0	4,6
Sverige	8,4	8,6	7,4	6,5	-2,2	1,4	-4,9	-3,0	-3,0	8,7	-9,0	-7,3
Storbritannien	-2,4	-1,3	-1,5	-1,7	-4,4	-2,6	1,2	0,4	-0,8	-9,7	-3,0	-8,9
EU11 ¹⁾	-1,4	-0,4	0,4	0,3	2,6	-0,9	0,2	-1,1	-0,5	0,3	-7,3	-10,4
EU3 ²⁾	0,0	0,7	0,5	0,3	2,1	-2,7	-0,8	-1,8	-1,5	-1,3	-11,4	-14,8
EU8 ³⁾	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	4,1	5,5	3,6	1,8	3,3	5,9	7,4	5,4
Euroområdet	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-2,6	-0,8	-1,1	0,3	1,4	-2,4	-0,2

Kilde: ECB.

Anm.: Observationer for 2010 vedrører gennemsnittet af de fire kvartaler frem til 3. kvartal 2010.

1) EU11 omfatter vægtede bidrag for de 11 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2010.

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

3) EU8 omfatter vægtede bidrag for de 8 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2010, der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

ger. Hvad angår andre investeringsstrømme, oplevede mange lande en yderligere nettoudstrømning – primært på grund af en kraftigere nedgearingsproces. I Letland og Rumænien blev indstrømningen af privat kapital i 2010 fortsat suppleret af økonomiske støtteprogrammer gennem internationale organisationer.

VALUTAKURSER

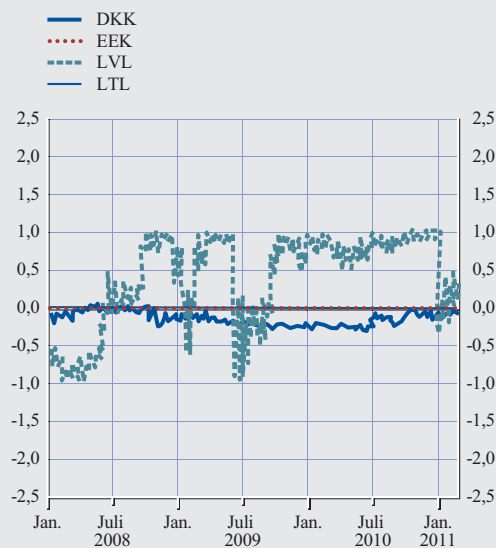
Valutakursudviklingen i EU-landene uden for euroområdet var i 2010 kraftigt påvirket af de enkelte landes valutakursregimer. Danmarks, Estlands, Letlands og Litauens valutaer deltog i ERM2. De var underlagt et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. omkring deres centralkurs over for euroen; for den danske krones vedkommende dog et smallere bånd på $\pm 2,25$ pct. (se figur 41). I nogle tilfælde var deltagelsen i ERM2 også forbundet med ensidige forpligtelser fra landenes side til at holde sig inden for et smallere udsvingsbånd eller currency board-regime. Ensidige 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, mens de lettiske myndigheder besluttede at fastholde den lettiske lats på centralkursen over for euroen med et udsvingsbånd på $\pm 1\%$.

Den estiske kroon og den litauiske litas holdt sig på centralkursen i 2010. Den lettiske lats lå stort set stabilt inden for det unilateralt fastsatte bånd på ± 1 pct. over for euroen og holdt sig tæt på båndets svage grænse. Latsen kom ikke under noget væsentligt pres i 2010, hvilket afspejlede stabiliseringen af de makroøkonomiske forhold og øget investortillid til den lettiske økonomi. Den videre overholdelse af kravene, der blev aftalt i forbindelse med de internationale økonomiske støtteprogrammer fra EU og IMF, var også en medvirkende faktor og har fortsat afgørende betydning for troværdigheden af fastkursregimet i fremtiden.

Hvad angår valutaerne i de EU-lande uden for euroområdet, som ikke deltog i ERM2, kan kursudviklingen inddeles i to faser. Mens den tjekkiske koruna, den polske zloty, den svenske krone

Figur 41. Udviklingen i EU-valutaer i ERM2

(Daglige observationer; afvigelse fra centralkursen i procentpoint)



Kilde: ECB.

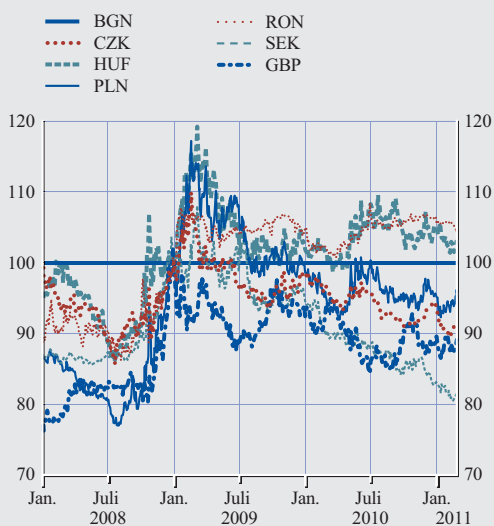
Anm.: En positiv (negativ) afvigelse fra centralkursen over for euroen er udtryk for, at valutaen ligger på den svagere (stærkere) side af båndet. For den danske krone er udsvingsbåndet $\pm 2,25$ pct.; for alle andre valutaer gælder standardudsvingsbåndet på ± 15 pct. Som en ensidig forpligtelse er udsvingsbåndet for den lettiske lats ± 1 pct.; for den litauiske litas fastholdes et eurobaseret currency board-regime, og for den estiske kroon fastholdtes et currency board-regime indtil Estlands indførelse af euroen i januar 2011. Den seneste observation er fra 25. februar 2010.

og det britiske pund fortsatte med at appreciere i forhold til euroen, lå den ungarske forint og den rumænske leu stort set stabilt (se figur 42). Den tjekkiske koruna, den polske zloty og den svenske krone blev understøttet af væksten i disse økonomier. Det britiske pund apprecierede samlet set over for euroen i 2010, men kursen var meget volatil. Med undtagelse af den tjekkiske koruna og den svenske krone nåede de valutaer, der apprecierede, ikke niveauet fra før 2008 i forhold til euroen.

De korte perioder med volatilitet i HUF/EUR-kursen afspejlede politiske spændinger i Ungarn, bl.a. et sammenbrud i forhandlingerne mellem regeringen og internationale organisationer samt en nedjustering fra de store kreditvurderingsbureauer. Den rumænske leu forblev stort set uændret fra januar 2010, dog med korte perioder med øget volatilitet, som hovedsagelig

Figur 42. Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2 over for euroen

(Daglige observationer; indeks: 1. januar 2010=100)



Kilde: ECB.

Anm.: En stigning (et fald) er udtryk for en depreciering (appreciering) af valutaen.

Den seneste observation er fra 25. februar 2010.

skyldtes politiske spændinger og risici forbundet med implementeringen af de finanspolitiske konsolideringstiltag, der var aftalt med internationale organisationer. Den bulgarske lev forblev også uændret i forhold til euroen, hvilket afspejlede det bulgarske eurobaserede currency board-regime.

DEN FINANSIELLE UDVIKLING

Forholdene på de finansielle markeder er i løbet af 2010 generelt blevet forbedret i EU-landene uden for euroområdet. I de fleste lande faldt de lange renter, målt på baggrund af den 10-årige statsobligationsrente, og samtidig indsnævredes rentespændene for statsobligationer over for euroområdet i gennemsnit. Faldet i de lange renter var mest udtalt i Letland og Litauen, primært på grund af forbedrede makroøkonomiske resultater men også på grund af det meget høje renteniveau primo 2010. I de fleste EU-lande uden for euroområdet faldt pengemarkedsrenterne markant – til dels på grund af nedsættelser af de pengepolitiske renter. En bemærkelsesværdig undtagelse er Sverige, hvor stigninger i de pen-

gepolitiske renter i sommerens løb bidrog til at presse de korte markedsrenter op med omkring 150 basispoints.

Uroen på nogle statsgældsmarkeder i euroområdet havde kun begrænset indflydelse på spændene for "credit default swaps" (CDS) i EU-landene uden for euroområdet. For året som helhed oplevede de fleste lande kun små ændringer i præmierne. Der er dog nogle vigtige undtagelser. I de baltiske lande faldt præmierne i gennemsnit med ca. 145 basispoint, hvilket bl.a. afspejlede øget tillid til planerne om budgetbesparelser og den forbedrede makroøkonomiske situation. Fortsat usikkerhed om holdbarheden af Ungarns budgetkonsolidering fik derimod de ungarske CDS-spænd til at udvide sig med ca. 140 basispoint i løbet af året. Aktiemarkederne i EU-landene uden for euroområdet viste markant bedre resultater end markederne i euroområdet. Det var tydeligst i de baltiske lande, hvor aktierne i gennemsnit steg med godt 55 pct. i 2010.

I begyndelsen af 2011 fortsatte aktiemarkederne med at stige i de fleste lande, mens udviklingen i de lange statsobligationsrenter var mere broget. De ungarske CDS-spænd faldt med ca. 75 basispoint understøttet af øget investortillid.

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).

I 1. halvår 2010 nedsatte mange centralbanker i EU-landene uden for euroområdet, herunder Česká národní banka, Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Magyar Nemzeti Bank og Banca Națională a României, deres pengepolitiske renter. Hovedparten af disse rentenedsættelser blev foretaget for at fremme bankernes udlån og understøtte den økonomiske aktivitet (i lyset af væsentlige negative produktionsgab i en række lande). I 2. halvår 2010 og primo 2011 ophørte den lempelige politik i de fleste EU-lande uden for euroområdet. Alle de centralbanker i EU-lande uden for euroområdet, der havde ændret deres pengepolitiske renter i denne periode

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

	Pengepolitisk strategi	Valuta	Karakteristika
Bulgarien	Valutakursmål	Lev	Valutakursmål: Tilknøytning til euro med kurs på BGN 1,95583 pr. euro inden for rammerne af et currency board-regime.
Tjekkiet	Inflationsmål	Koruna	Inflationsmål: 3 pct. med en tilladt afvigelse på ±1 procentpoint indtil ultimo 2009, derefter 2 pct. med ±1 procentpoint. Valutakurs med styret flydning.
Danmark	Valutakursmål	Krone	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ±2,25 pct. omkring centralkurs på DKK 7,46038 pr. euro.
Estland	Valutakursmål	Kroon	Deltog i ERM2 med udsvingsbånd på ±15 pct. omkring centralkurs på EEK 15,6466 pr. euro og fortsatte med currency board som ensidig forpligtelse. Euroen blev 1. januar 2011 lovligt betalingsmiddel i Estland og erstattede dermed den estiske kroon til den uigenkaldelige omregningskurs af EEK 15,6466 pr. euro.
Letland	Valutakursmål	Lats	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ±15 pct. omkring centralkurs på LVL 0,702804 pr. euro. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på ±1 pct. som ensidig forpligtelse.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ±15 pct. omkring centralkurs på LTL 3,45280 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Inflationsmål	Forint	Inflationsmål: 3 pct. ±1 procentpoint på mellemlangt sigt siden 2007. Frit flydende valutakurs.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. ±1 procentpoint (12-måneders stigning i CPI). Frit flydende valutakurs.
Rumænien	Inflationsmål	Leu	Inflationsmål: 3,5 pct. ±1 procentpoint for ultimo 2010, 3,0 pct. ±1 procentpoint for ultimo 2011 og ultimo 2012. 2,5 pct. ±1 procentpoint ultimo året fra 2013. Valutakurs med styret flydning.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. (12-måneders stigning i CPI). Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at Den Pengepolitiske Komite skriver et åbent brev til finansministeren. Frit flydende valutakurs.

Kilde: ESCB.
Anm.: For Storbritanniens vedkommende svarer CPI til HICP.

– med undtagelse af Latvijias Banka – besluttede nu at forhøje dem, dvs. Danmarks Nationalbank, Magyar Nemzeti Bank, Narodowy Bank Polski og Sveriges Riksbank. De fleste forhøjelser havde til formål at sikre, at de respektive banker kunne overholde deres inflationsmål på mellemlangt sigt. Centralbankerne i Ungarn og Rumænien fastholdt de højeste pengepolitiske renter i 2010 (med 5,75 pct. og 6,25 pct. ultimo året), hvilket afspejlede disse landes forhøjede inflations- og risikopræmier i forhold til andre EU-lande uden for euroområdet. For Rumæniens vedkommende afspejlede den høje pengepolitiske rente også centralbankens mål om at imødegå den risiko, der er forbundet med anden runde-effekter af stød på udbudssiden

(inkl. momsforhøjelsen i juli 2010 og forhøjede fødevarer- og energipriser).

Hvad angår ekstraordinære pengepolitiske tiltag, valgte Bank of England i 2010 at fastholde opkøb af aktiver på 200 mia. pund, der blev finansieret gennem udstedelse af centralbankreserver. Dette skete i forlængelse af, at Bank of Englands Monetary Policy Committee vurderede, at pengepolitikken var tilstrækkelig stram til at overholde inflationsmålet på mellemlangt sigt, og at inflationsrisiciene ikke havde ændret sig nok til at give anledning til en ændring af pengepolitikken. Sveriges Riksbanks ekstraordinære pengepolitiske tiltag (12-måneders fastforrentede lån til banker) udløb i 2010. I

lyset af den markante bedring af økonomien og væksten i kreditgivningen blev der ikke indført nye tiltag.



ECB's nye hovedsæde, tegnet af COOP HIMMELB(L)AU, skal stå færdigt i 2013. Det kommer til at bestå af tre centrale bygningsdele: et dobbelt kontortårn, den tidligere torvehal Grossmarkthalle og indgangsbygningen.

KAPITEL 2

CENTRALBANK- OPERATIONER OG -AKTIVITETER

I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

1.1 MARKEDSOPERATIONER OG STÅENDE FACILITETER

De pengepolitiske instrumenter, som Eurosystemet anvendte i 2010, var stående faciliteter, reservekrav og markedsoperationer, såsom ugentlige primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer og finjusterende operationer. Programmet til opkøb af covered bonds og Securities Markets Programme (SMP) blev indført som midlertidige, ekstraordinære tiltag til at rette op på dårligt fungerende segmenter på de finansielle markeder i euroområdet.

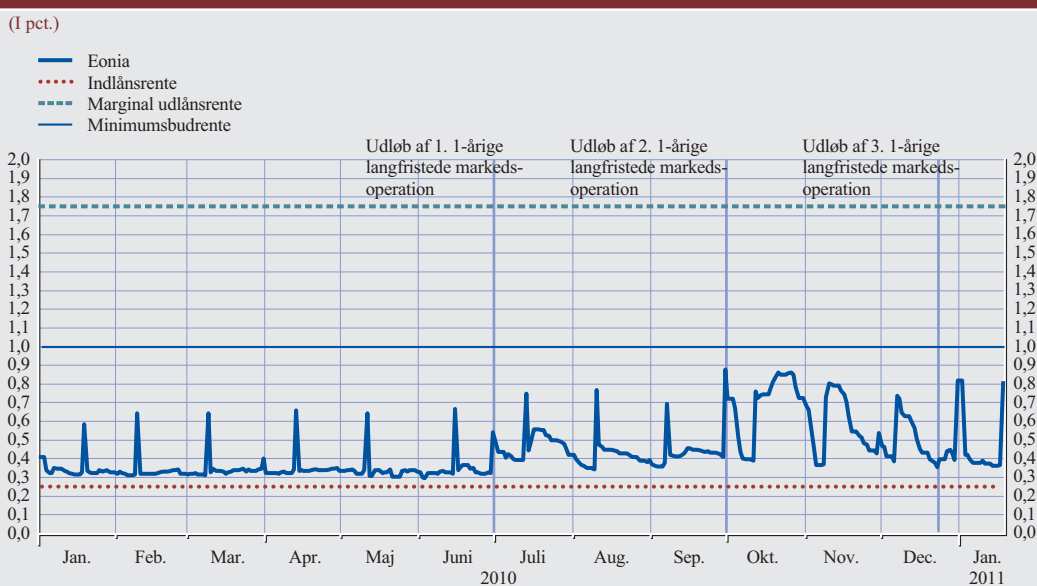
Styrelsesrådet ændrede ikke ECB's officielle renter i 2010 (se figur 43). Renten ved de primære markedsoperationer, renten på den marginale udlånsfacilitet samt renten på indlånsfaciliteten var uændrede på henholdsvis 1,00, 1,75 og 0,25 pct. Rentekorridoren blev således fastholdt på 150 basispoint.

I begyndelsen af 2010 blev nogle af de ekstraordinære pengepolitiske tiltag, der var blevet indført som følge af oprapningen af finanskrisen i 2008, gradvis udfaset. Det indebar ophør af

6-måneders, 12-måneders og supplerende 3-måneders langfristede markedsoperationer samt genindførelse af variabel rente på de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer, fra og med operationen med tildeling den 28. april 2010. De primære markedsoperationer og markedsoperationerne på særlige vilkår (med en løbetid på 1 reservekravsperiode) skulle stadig udføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Endvidere ophørte ECB's likviditetstilførende valutaoperationer (i schweizerfranc og amerikanske dollar) pr. 31. januar 2010.

Den 10. maj 2010 vedtog Styrelsesrådet flere tiltag med sigte på at imødegå de alvorlige spændinger, der var opstået i de foregående uger i visse segmenter på de finansielle markeder. Ud over beslutningen om igen at udføre alle markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling og udføre en 6-måneders langfristet markedsoperation med fuld tildeling den 12. maj 2010 annoncerede Styrelsesrådet også SMP som et nyt tiltag som reaktion på disse spændinger. For at sikre, at den pengepolitiske stilling ikke påvirkes af interventionerne under SMP, opsuges den likviditet, der tilføres via SMP, ved en ugentlig auktion over tidsindsud fra bank-

Figur 43. ECB's officielle renter og Eonia



Kilde: ECB.

sektoren. Endvidere blev de midlertidige swap-aftaler (swap lines) med Federal Reserve i USA, som ophørte pr. 31. januar 2010, genåbnet i maj 2010 i samarbejde med andre centralbanker, og ECB genoptog sine likviditetstilførende markedsoperationer i amerikanske dollar.

BANKSEKTORENS LIKVIDITETSBEHOV

Ved de likviditetstilførende markedsoperationer tager Eurosystemet normalt udgangspunkt i en daglig vurdering af likviditetsbehovet i hele euroområdet banksektor. Likviditetsbehovet fastsættes ud fra summen af reservekravene, overskudsreserverne og de autonome faktorer. De autonome faktorer er de poster på Eurosystemets balance, der påvirker kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti i Eurosystemet, men som ikke kontrolleres direkte af Eurosystemets likviditetsstyring som fx seddelomløbet og statslige indskud.

Med undtagelse af den regelmæssige langfristede markedsoperation med tildeling den 28. april 2010 blev alle Eurosystemets regelmæssige markedsoperationer i 2010 udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling.¹ Det samlede udestående i markedsoperationerne styres således ikke af Eurosystemets udbudsovervejelser, men fortsat af modparternes efterspørgsel, som afspejler deres underliggende likviditetspræferencer. Bankernes indskud på anfordringskonti i Eurosystemet, der oversteg reservekravene, var i gennemsnit 1,26 mia. euro i 2010, hvilket var højere end niveauet i de foregående år (1,03 mia. euro i 2009² og 1,07 mia. euro i 2008).

I 2010 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 (et spænd på 75 basispoint). Den daglige gennemsnitlige nettoanvendelse af Eurosystemets indlånsfacilitet – der kan betragtes som et mål for den samlede overskudslikviditet – steg fra knap 180 mia. euro i januar 2010 til næsten 300 mia. euro i juni 2010. Derefter faldt den markant og jævnt til godt 50 mia. euro i december 2010.

Det implicitte fald i det samlede likviditetsoverskud i 2. halvår 2010 viser, at forfaldet af de 1-årige langfristede markedsoperationer – den første den 1. juli (442,2 mia. euro), den anden den 30. september (75,2 mia. euro) og den tredje den 23. december (96,9 mia. euro) – ikke blev opvejet af en tilsvarende stigning i det samlede udestående i de kortfristede markedsoperationer, der blev udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling (se figur 44). Det kan tolkes som tegn på, at modparternes efterspørgsel af forsigtighedshensyn efter likviditet fra Eurosystemet aftog i årets løb.

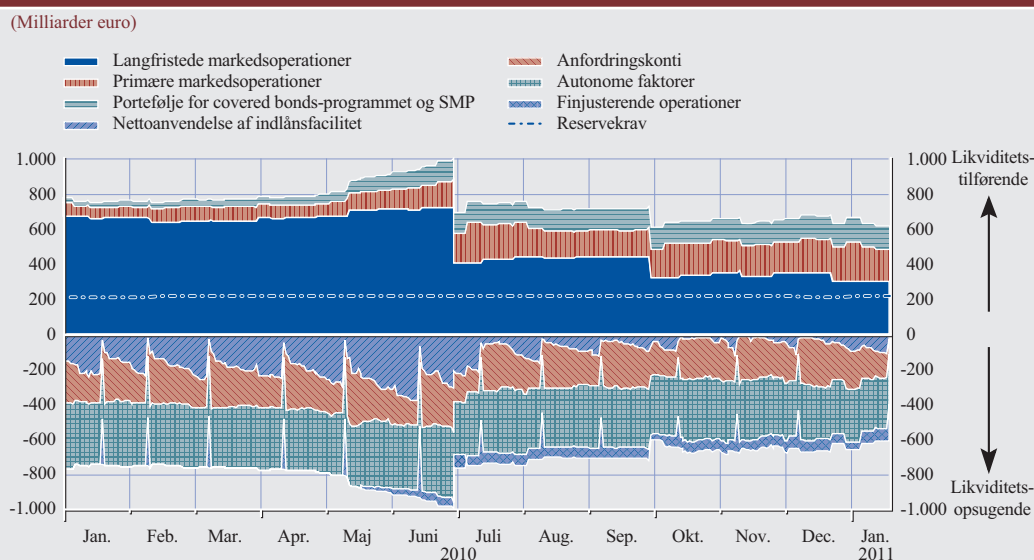
I 2010 lå euroområdet banksektors gennemsnitlige daglige likviditetsbehov på 557 mia. euro, dvs. 3,5 pct. under niveauet i 2009. Nedgangen skyldtes primært et fald på 9 pct. i de autonome faktorer, til et gennemsnit på 346 mia. euro. Minimumsreservekravene faldt en smule i 2010 og udgjorde i gennemsnit 212 mia. euro i forhold til 216 mia. euro i 2009 (se figur 44).

RESERVEKRAVSSYSTEMET

Kreditinstitutterne i euroområdet er forpligtede til at have et vist minimumsindestående på anfordringskonti i Eurosystemet. Som det har været tilfældet siden 1999, var reservekravet i 2010 lig med 2 pct. af kreditinstitutternes reservekravsgrundlag. Gennemsnittet lå på 212 mia. euro i 2010, hvilket var 2 pct. lavere end gennemsnittet i 2009. 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.

- 1 Den langfristede markedsoperation med tildeling den 28. april 2010 blev udført til en minimumsbudrente på 1,00 pct. Dette var en teknisk overgangsforanstaltning for at undgå, at den rigelige likviditet medførte lavere tildelingsrenter end den faste rente ved de primære markedsoperationer. Det foreløbige tildelingsbeløb i denne markedsoperation var 15 mia. euro. Eftersom buddene kun udgjorde 4,845 mia. euro, tildelte ECB alle bud fuldt ud. Den vægtede gennemsnitsrente ved denne langfristede markedsoperation var 1,15 pct.
- 2 Tallet er marginalt revideret sammenlignet med Årsberetningen for 2009.

Figur 44. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2010



Kilde: ECB.

ren. 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. Under normale markedsforhold er det med til at sikre en jævn og forudsigelig efterspørgsel efter refinansiering fra Eurosystemet, hvilket gør det lettere for Eurosystemet at styre de korte pengemarkedsrenter.

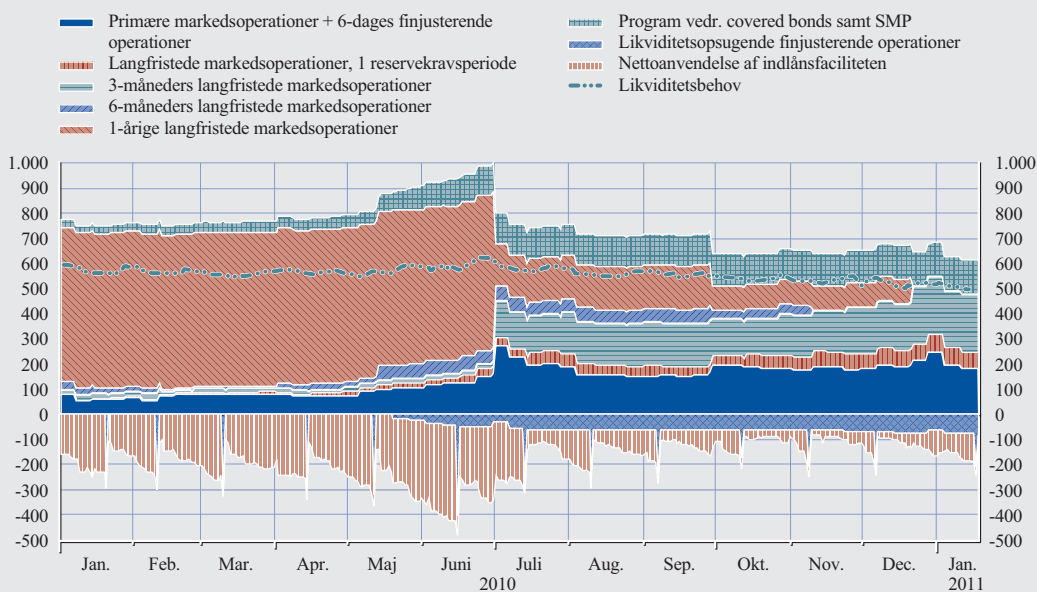
MARKEDSOPERATIONER

Eurosystemet anvender for nærværende primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer, markedsoperationer på særlige vilkår samt finjusterende markedsoperationer til at styre likviditetsforholdene på pengemarkedet. Alle likviditetstilførende operationer kræver fuld sikkerhedsstillelse. De primære markedsoperationer er ordinære ugentlige operationer normalt med 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. Den gradvise udfasning af ekstraordinære tiltag i begyndelsen af 2010 medførte afvikling af supplerende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 3 og 6 måneder. Markedsoperationerne på særlige vilkår, der blev indført i september 2008, og hvis løbetid var synkroniseret med den respektive reservekravsperiode i december 2008, blev dog fastholdt. De tre likviditetstilførende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 1 år, der blev afviklet i 2009, forfaldt henholdsvis den 1. juli, 30. september og 23. december 2010. Der blev gennemført fire likviditetstilførende finjusterende markedsoperationer henholdsvis den 1. juli, 30. september, 11. november og 23. december for at udjævne likviditetseffekten af de forfaldne 6-måneders og 1-årige langfristede markedsoperationer.

I 2010 blev der gennemført 52 primære markedsoperationer som auktioner til fast rente, hvor alle bud blev imødekommet. Antallet af godkendte modparter steg fra 2.157 i 2009 til

Figur 45. Udeståender i de pengepolitiske operationer

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

2.267 i 2010. I gennemsnit deltog 115 modparter i de primære markedsoperationer i 2010, sammenlignet med 401 i 2009. Den gennemsnitlige tildeling ved de primære markedsoperationer var 133,8 mia. euro (se figur 45) i forhold til 149,8 mia. euro i 2009. Den gennemsnitlige tildeling før den første 1-årige langfristede markedsoperation forfaldt (88,4 mia. euro) udgjorde ca. halvdelen af den gennemsnitlige tildeling i 2. halvår 2010 (179,3 mia. euro). Det laveste antal modparter (65) ved en primær markedsoperation i 2010 blev registreret den 3. marts, mens det laveste beløb (54 mia. euro) blev tildelt ved den primære markedsoperation, som blev afviklet den 6. januar.

I 1. halvår, før den første 1-årige langfristede markedsoperation forfaldt, udgjorde den gennemsnitlige daglige udestående likviditet tildelt i de langfristede markedsoperationer, supplerende langfristede markedsoperationer og markedsoperationer på særlige vilkår 671 mia. euro. I 2. halvår, før den anden 1-årige langfristede markedsoperation forfaldt den 30. september, faldt det daglige gennemsnit til 431 mia. euro, hvor-

efter det faldt yderligere til 333 mia. euro i 4. kvartal (se figur 45).

Deltagelsen i markedsoperationerne på særlige vilkår (med en løbetid svarende til 1 reservekravsperiode) steg betydeligt i årets løb, fra en tildeling på 5,7 mia. euro i januar til 68 mia. euro i december, og antallet af deltagende modparter blev ottefoldet fra 7 til 56. Deltagelsen i de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer svingede en del i 2010, fra en tildeling på 2 mia. euro i marts til en tildeling på 149 mia. euro i december (tildelingen var i gennemsnit 45,1 mia. euro). I de to 6-månedersmarkedsoperationer, der blev afviklet den 1. april og 13. maj, udgjorde modparternes deltagelse henholdsvis 18 mia. euro og 36 mia. euro (se figur 45).

Eurosystemets centralbanker fortsatte med direkte opkøb af covered bonds udstedt i euro som et led i programmet til opkøb af covered bonds, der trådte i kraft den 6. juli 2009. Målet for opkøb i henhold til programmet – 60 mia. euro opkøbt på det primære og sekundære mar-

ked i løbet af programmets 12-måneders-levetid – blev nået den 30. juni 2010. Sammen med SMP blev der tilført 134,8 mia. euro i 2010 via Eurosystemets direkte opkøb (se figur 45).

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 2010.

For at opsure den likviditet, der blev tilført via SMP, gennemførte ECB likviditetsopsugende finjusterende operationer ved at modtage 1-uges-tidsindsud for et ugentligt beløb, der svarede til det afviklede omfang af SMP. De finjusterende markedsoperationer blev udført som auktioner til variabel rente med en maksimumsbudrente på 1 pct. Endvidere gennemførte ECB regelmæssige finjusterende markedsoperationer for at udgå likviditetsproblemer på reservekravsperiodens sidste dag. 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 opsuget 232 mia. euro i disse operationer, og 171 modparter deltog (se figur 45).

STÅENDE FACILITETER

Modparterne kan anvende de to stående faciliteter på eget initiativ til at få adgang til dag til dag-likviditet mod belånbare aktiver som sikkerhed eller til at placere dag til dag-indlån på anfordring hos Eurosystemet. Ved udgangen af 2010 havde 2.395 modparter adgang til den marginale udlånsfacilitet, og 2.789 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. Korridoren på 150 basispoint var symmetrisk placeret omkring renten ved de primære markedsoperationer, som var uændret på 1,00 pct. Det skete for at sikre, at renten på indlånsfaciliteten holdt sig over nul, så de pengepolitiske modparter stadig havde et incitament til at handle på det usikrede dag til dag-marked.

Anvendelsen af indlånsfaciliteten forblev høj, navnlig i 2. kvartal 2010, hvor der blev sat ny rekord på 384,3 mia. euro den 11. juni. Den gennemsnitlige daglige anvendelse af indlånsfaciliteten udgjorde 145,9 mia. euro (sammenlignet med 208,5 mia. euro i perioden fra 9. oktober til 31. december 2008 og 109 mia. euro i 2009). Anvendelsen af indlånsfaciliteten aftog markant, men jævnt i løbet af 2. halvår. I 2010 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 var 0,62 mia. euro (sammenlignet med 1 mia. euro i 2009). Det yderligere fald kan ses som en bekræftelse af aftagende usikkerhed vedrørende de enkelte bankers likviditetsbehov, et bedre fungerende marked for usikrede dag til dag-interbanklån og, især i år, rigelig tildeling i markedsoperationerne.

BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

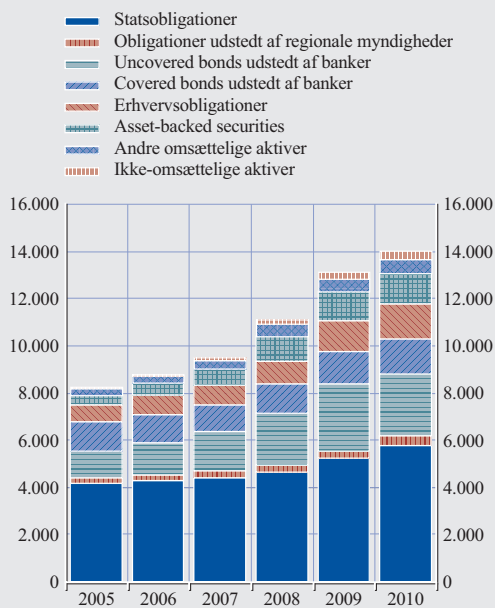
Som ESCB-statutten foreskriver, og i overensstemmelse med praksis blandt centralbanker overalt i verden, er alle Eurosystemets kreditoperationer baseret på tilstrækkelig sikkerhedsstillelse. Begrebet tilstrækkelighed indebærer for det første, at Eurosystemet i høj grad er beskyttet mod tab i sine kreditoperationer og for det andet, at tilstrækkelig sikkerhed bør være tilgængelig for en bred vifte af 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 finanskrisen, uden at kravene til sikkerhedsstillelse var en hæmsko. Den midlertidige udvidelse af listen over belånbare aktiver, som blev vedtaget ultimo 2008, var fortsat i kraft indtil ultimo 2010.

I 2010 steg gennemsnitsværdien af de belånbare aktiver med 7 pct. i forhold til 2009 til i alt 14 billioner euro (se figur 46). Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor, som udgjorde 5,8 billioner euro, tegnede sig for 41 pct. af den samlede værdi, mens resten af de omsættelige belånbare aktiver var uncovered bonds (2,7 billioner euro eller 19 pct.) eller covered bonds (1,5 billioner euro eller 11 pct.) udstedt af banker, erhvervsobligationer (1,5 billioner euro eller 11 pct.), asset-backed securities (1,3 billioner euro eller 9 pct.), og andre obligationer (0,6 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, som blev indført i 2008, udgjorde 1,3 billioner euro ultimo 2010. Listen over belånbare aktiver omfatter også ikke-omsættelige aktiver, først og fremmest gældsfordringer (dvs. banklån). Modsat de omsættelige aktiver er det ikke muligt at vurdere belånbarheden af kreditfordringer, der ikke er registreret i Eurosystemet. Det er derfor vanskeligt at måle mængden af potentielt belånbare ikke-omsættelige aktiver. Med dette forbehold in mente anslås mængden af ikke-omsættelige aktiver, som modparterne havde pantsat som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, at have nået 0,4 billioner euro i 2010, dvs. 3 pct. af den samlede belånbare sikkerhed i Eurosystemet. Den midlertidige nedsættelse af grænseværdien for kreditkvaliteten i forbindelse med udvidelsen af

Figur 46. Belånbare aktiver fordelt efter type

(Milliarder euro; årligt gennemsnit)



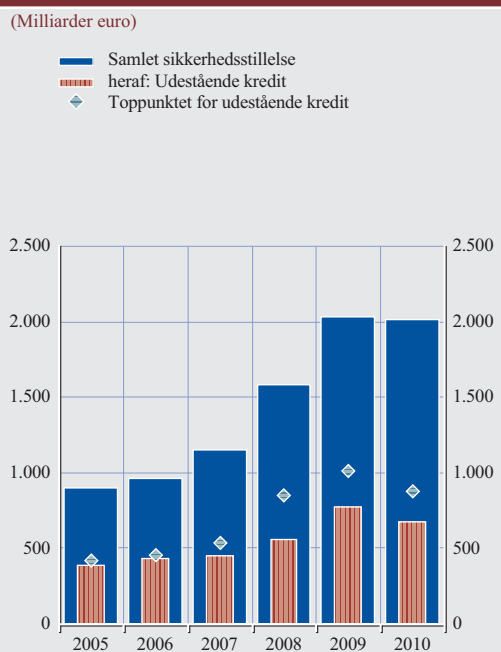
Kilde: ECB.

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, faldt en smule fra 2.034 mia. euro i gennemsnit i 2009 til 2.010 mia. euro i 2010. Faldet afspejlede primært modparternes lavere likviditetsbehov i hele 2010. Trods et faldende likviditetsbehov havde modparterne samlet set stillet ekstra sikkerhed over for Eurosystemet i samme omfang, som de gjorde som reaktion på uroen på de finansielle markeder (se figur 47). Andelen af sikkerhedsstillelse til andre formål end kredit i forbindelse med pengepolitiske operationer steg således til betydeligt højere niveauer end i de foregående år. Det tyder på, at mangel på sikkerhedsstillelse ikke samlet set har udgjort nogen systemisk begrænsning for Eurosystemets modparter.

Hvad angår sammensætningen af sikkerheden (se figur 48), steg den gennemsnitlige andel af

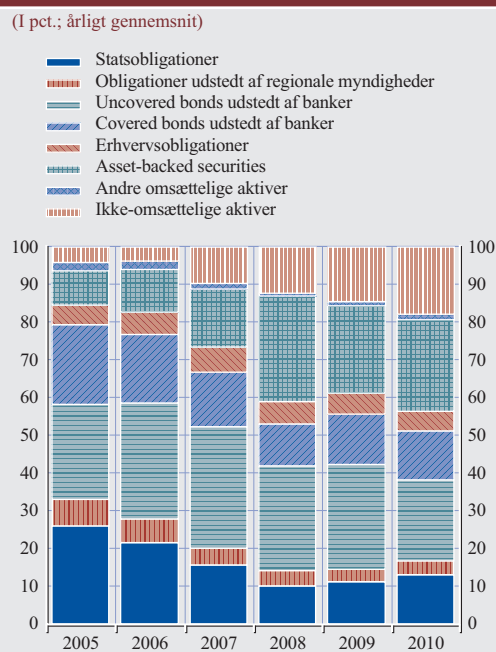
Figur 47. Sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer¹⁾



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.

Figur 48. Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type



Kilde: ECB.

asset-backed securities en smule fra 23 pct. i 2009 til 24 pct. i 2010 og tegnede sig dermed for den største andel af sikkerhedsstillelsen over for Eurosystemet, mens den samlede belånte mængde var stabil. Uncovered bonds udstedt af banker faldt yderligere til 21 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse i 2010. Andelen af ikke-omsættelige aktiver vandt frem, idet den steg fra 14 pct. i 2009 til 18 pct. i 2010. Endvidere steg den gennemsnitlige andel af statsobligationer fra 11 pct. i 2009 til 13 pct. 2010, hvilket også skyldes statsgældskrisen i visse eurolande. De aktivklasser, der midlertidigt var blevet godkendt som sikkerhed indtil ultimo 2010, udgjorde omkring 1 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse i omsættelige aktiver ved årets slutning.

RISIKOSTYRING

Eurosystemet mindsker risikoen for modparters misligholdelse i en kreditoperation ved at kræve, at modparterne stiller tilstrækkelig sik-

kerhed. 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 eurodenomineret sikkerhed. 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. Oprettelsen af den nye Risikostyringskomite (RMC) har yderligere forbedret Eurosystemets rammer for risikostyring (se også kapitel 10, afsnit 1.5 og 1.6)

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 ECB's besluttede organer.

I 2010 foretog ECB en række justeringer af sine kriterier for belånbarhed og rammer for risikostyring. Styrelsesrådet besluttede at fastholde kreditvurderingsgrænsen for omsættelige og ikke-omsættelige aktiver under Eurosystemets ramme for sikkerhedsstillelse på "investment-grade"-niveau (dvs. BBB-/Baa3) længere end til udgangen af 2010, undtagen hvad angår asset-backed securities. Som følge af denne beslutning annoncerede ECB den 8. april 2010 en ny ordning, som blev offentliggjort den 28. juli 2010, og som fastsætter haircuts for de pågældende aktiver ud fra deres løbetid, likviditetskategori og kreditkvalitet, baseret på en opdateret vurdering af belånbare aktivers risikokarakteristika og modparternes faktiske anvendelse af belånbare aktiver. Endvidere blev definitionen af likviditetskategorier ændret for omsættelige aktiver, og anvendelsen af yderligere værdinedsættelser for teoretisk værdiansatte aktiver blev også ændret. Den nye ordning trådte i kraft den 1. januar 2011.

Den 3. maj 2010 besluttede Styrelsesrådet indtil videre at suspendere anvendelsen af kreditvurderingsgrænsen for omsættelige gældsinstrumenter, der er udstedt eller garanteret af den græske stat, i forbindelse med krav til sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer. Denne beslutning var, også ud fra et risikostyringssynspunkt, et resultat af Styrelsesrådets positive vurdering af det økonomiske og finansielle tilpasningsprogram, der blev forhandlet med Europa-Kommissionen, i samarbejde med ECB, og IMF, og som blev godkendt af Grækenland, samt den græske regerings erklærede målsætning om at implementere programmet fuldt ud.

Den 9. oktober 2010 vedtog Styrelsesrådet en række yderligere justeringer af rammerne for pengepolitikens gennemførelse i euroområdet. Ændringerne omfattede tydeligere og strengere bestemmelser om, hvornår asset-backed securities er belånbare, indførelse af yderligere und-

tagelser fra forbuddet mod tætte forbindelser, forbedring af formuleringen vedrørende suspending, begrænsninger for eller udelukkelse af modparter og aktiver af forsigtighedsgrunde eller i tilfælde af konkurs, samt afklaring af behandlingen af sager, hvor modparten ikke stiller tilstrækkelig sikkerhed i en likviditetstilførende operation.

Med henblik på at øge gennemsigtigheden af asset-backed securities og dermed give et bedre grundlag for risikovurdering af aktiverne og bidrage til at genoprette tilliden på securitiseringsmarkedet besluttede Styrelsesrådet den 16. december 2010 at indføre krav om oplysninger om de enkelte lån, hvad angår asset-backed securities, i Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. Styrelsesrådet vil indføre oplysningskravene for de enkelte lån inden for ca. 18 måneder fra den nævnte dato. Kravene indføres først for værdipapirer med sikkerhed i fast ejendom og derefter gradvis for andre asset-backed securities.

Når markedsdeltagerne har oprettet den nødvendige infrastruktur til behandling, verifikation og transmission af data, bliver oplysning om de enkelte lån et krav for belånbarhed i forbindelse med de pågældende instrumenter. Eurosystemet vil fortsat acceptere værdipapirer, der ikke opfylder de nye oplysningskriterier, indtil oplysningsforpligtelsen træder i kraft.

1.2 VALUTAOPERATIONER OG OPERATIONER MED ANDRE CENTRALBANKER

I 2010 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 ECB's vegne med andre foreskrevne indehavere blev kun anvendt en gang i 2010.

Den gensidige swapaftale (swap line), som ECB havde etableret med Federal Reserve i USA i 2007 for at imødegå spændinger på det europæi-

ske marked for finansiering i dollar, udløb den 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 swapfaciliteterne, til modparterne mod sikkerhedsstillelse i aktiver, der var belånbare i Eurosystemets kreditoperationer. I januar 2010 udførte Eurosystemet fire markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling og en løbetid på 7 dage. Beslutningen om at lade den likviditetsskabende swapfacilitet udløbe blev truffet på baggrund af forbedrede forhold på de finansielle markeder i 2009. Den 10. maj blev den midlertidige swapfacilitet genåbnet som led i pakken af tiltag til at imødegå de alvorlige spændinger i visse markedssegmenter, som var opstået på ny i forbindelse med statsgældskrisen i euroområdet. Det primære formål med genåbningen var at lette presset på markederne for finansiering i dollar og at hindre spændingerne i at sprede sig til andre markeder. Disse operationer i form af genkøbsforretninger blev udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Siden maj har Eurosystemet udført 32 7-dages-markedsoperationer samt en 14-dages-markedsoperation den 22. december og en 84-dages-markedsoperation den 18. maj.

Eurosystemet fortsatte med at forsyne sine modparter med likviditet i schweizerfranc via fire swapoperationer med en løbetid på 7 dage, der blev udført i januar 2010. Operationerne blev gennemført som EUR/CHF-valutaswaps til fast pris og med et maksimalt tildelingsbeløb, som blev fastsat af ECB i samarbejde med Schweizerische Nationalbank. Den 18. januar 2010 meddelte ECB, at Styrelsesrådet, i samråd med Schweizerische Nationalbank, havde besluttet 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.

Den 17. december 2010 meddelte ECB og Bank of England, at de – inden for rammerne af centralbanksamarbejdet – havde etableret en midlertidig swapfacilitet, som gav Bank of England

mulighed for at forsyne ECB med op til 10 mia. pund mod at modtage euro, hvis der er behov for det. Aftalen, som udløber med udgangen af september 2011, giver mulighed for at stille britiske pund til rådighed for Central Bank of Ireland som en forebyggende foranstaltning til at opfylde den irske banksektors eventuelle midlertidige likviditetsbehov i britiske pund. Swapfaciliteten blev ikke anvendt i 2010.

Den 31. december 2010 blev der afviklet en likviditetstilførende genkøbsforretning på 1,8 mia. euro med en løbetid på 3 dage. ECB udførte transaktionen i forbindelse med eksisterende likviditetsarrangementer med centralbanker uden for euroområdet.

1.3 SECURITIES MARKETS PROGRAMME (SMP)

I maj 2010 besluttede Styrelsesrådet at etablere SMP som et midlertidigt, løbende program med det formål at imødegå problemerne i visse dysfunktionelle segmenter af euroområdet marked for gældsinstrumenter og at sikre en hensigtsmæssig pengepolitisk transmissionsmekanisme. I praksis implementeres programmet af Eurosystemets porteføljeforvaltere, som opkøber visse gældsinstrumenter udstedt i euroområdet i interventioner på markedet. Den 31. december 2010 havde Eurosystemet købt værdipapirer under SMP for et samlet afviklingsbeløb på ca. 73,5 mia. euro.³

For at opsuge den likviditet, der blev tilført via SMP, gennemførte ECB likviditetsopsugende finjusterende operationer ved at modtage 1-ugestidsindsud for et ugentligt beløb, der svarede til det afviklede omfang af SMP (se afsnittet om markedsoperationer under 1.1).

³ SMP er beskrevet nærmere i ECB's pressemeddelelse af 10. maj 2010, ECB's afgørelse af 14. maj 2010 om oprettelse af et program for værdipapirmarkederne og de oplysninger, der offentliggøres i Eurosystemets ugentlige regnskaber.

I.4 PROGRAMMET TIL OPKØB AF COVERED BONDS

Ultimo juni afsluttedes opkøbene under et andet program, nemlig programmet til opkøb af covered bonds. Eurosystemet købte covered bonds for nominelt 60 mia. euro i løbet af programmets 1-årige periode fra 6. juli 2009 til 30. juni 2010. Programmet, som er et led i ECB's udvidede kreditprogram, blev lanceret for at puste nyt liv i markedet for covered bonds. Et af de vigtige tegn på programmets succes er den mærkbare opblussen af aktiviteten på det primære marked for covered bonds. I perioden fra programmet blev annonceret til det ophørte blev der udstedt 175 nye, belånbare covered bonds og 55 "tapsalg" fandt sted i allerede eksisterende belånbare covered bonds for i alt 184 mia. euro.⁴ Siden marts 2010 har godkendte modparter kunnet låne i værdipapirer under programmet mod belånbare aktiver som sikkerhed. Denne udlånsaktivitet var ganske vist begrænset, hvad angår beløb, men den betragtes som nyttig for markedets smidige funktion, og værdipapirerne under programmet er i princippet til rådighed for udlån.

I.5 INVESTERINGSAKTIVITETER

ECB's investeringsaktiviteter, bortset fra aktiviteterne under SMP og programmet til opkøb af covered bonds, er organiseret med henblik på at forhindre anvendelse af insiderviden om pengepolitiske centralbankforanstaltninger i forbindelse med investeringsbeslutninger. En række regler og procedurer – "kinesiske mure" – sikrer, at insiderviden om ECB's og andre centralbankers penge- og valutapolitik ikke videregives til medarbejdere i ECB's investeringsafdeling eller medarbejdere i de nationale centralbanker, som er involveret i ECB's investeringsaktiviteter. Hvis insideroplysninger videregives til disse medarbejdere, uanset om det er med forsæt eller ej, kan ECB helt eller delvis suspendere sine investeringsaktiviteter. Det betyder, at sammensætningen af ECB's investeringsporteføljer ikke må ændre sig i forhold til deres respektive benchmarks.

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECB's 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 ECB's valuta- og guldoperationer. Hovedformålet med ECB's valutareserver er at sikre, at Eurosystemet på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide resurser til sine valutaoperationer med ikke-EU-valutaer. Målsætningerne for forvaltningen af ECB's valutareserver er ordnet efter vigtighed, likviditet, sikkerhed og afkast.

ECB's 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 ECB's investeringsoperationer. Ordningen indebærer, at den enkelte nationale centralbank, der ønsker at deltage i forvaltningen af ECB's valutareserver, eller gruppe af samarbejdende nationale centralbanker får tildelt en andel i enten dollar- eller yenporteføljen.⁵ Eesti Pank har udtrykt interesse for at deltage i forvaltningen af ECB's valutareserver og har etableret en pulje sammen med Suomen Pankki – Finlands Bank, således at de to nationale centralbanker går sammen om at forvalte en del af ECB's yenportefølje på vegne af ECB.

Værdien af ECB's valutareserveaktiver⁶ til aktuelle kurser og markedspriser steg fra 51 mia. euro ultimo 2009 til 60,6 mia. euro ultimo 2010, hvoraf 43,2 mia. euro var i fremmed valuta – japanske yen og amerikanske dollar – og 17,4

4 Der er yderligere oplysninger om programmet til opkøb af covered bonds i de månedlige rapporter om programmet, som er offentliggjort mellem august 2009 og juni 2010, boksen "Covered bond market developments and the covered bond purchase programme", *Månedsoversigt*, ECB, august 2010, samt "The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets", *Occasional Paper Series*, nr. 122, ECB, januar 2011.

5 Ordningen beskrives nærmere i artiklen "Portfolio management at the ECB", *Månedsoversigt*, ECB, april 2006.

mia. euro var i guld og SDR. Baseret på valutakurserne ultimo 2010 tegnede aktiver i amerikanske dollar sig for 76 pct. af valutareserverne, mens aktiver i japanske yen tegnede sig for 24 pct. Stigningen på 13 pct. i værdien af valuta-porteføljen afspejlede primært apprecieringen af den japanske yen (med 22,6 pct.) og den amerikanske dollar (med 7,8 pct.) over for euroen i årets løb samt positive bidrag fra kapitalgevinst og renteindtægter fra porteføljestyingsaktiviteter. Værdien af beholdningen af guld og SDR steg med ca. 37 pct. Dette kunne først og fremmest tilskrives, at guldprisen målt i euro steg med omkring 38 pct. i 2010. ECB's guldbeholdning ændrede sig ikke i 2010, men steg primo 2011, hvor Eesti Pank overførte guld til ECB som led i overførslen af valutareserveaktiver til ECB.

Listen over belånbare instrumenter i forbindelse med investering af ECB's valutareserver ændrede sig ikke i 2010. I oktober blev der iværksat et automatisk udlånsprogram i værdipapirer for ECB's aktiver i dollar, hvad angår den portion af porteføljen, som Deutsche Bundesbank styrer på vegne af ECB.

FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECB's egenportefølje består af den investerede modpost til ECB's indbetalte kapital og indeståendet i den almindelige reservefond samt hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldpriserisici. 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 "nulunderskudsbeholdning" på et bestemt konfidensniveau. Porteføljen investeres i fastforrentede eurodenominerede aktiver.

Værdien af porteføljen til gældende markedspriser steg fra 11,8 mia. euro ultimo 2009 til 13,3 mia. euro ultimo 2010. Stigningen i markedsværdi skyldtes forhøjelsen af ECB's indbetalte kapital, der trådte i kraft den 29. december 2010, samt forrentning af investeringer.

Listen over belånbare instrumenter i forbindelse med ECB's egenportefølje ændrede sig ikke i 2010.

For at sikre overholdelse af den etablerede "kinesiske mur" i ECB medførte implementeringen af programmet til opkøb af covered bonds samt SMP en delvis fastfrysning af investeringsaktiviteterne i forbindelse med ECB's egenportefølje i 2010.

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 ECB's beslutende 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 2010 fortsatte ECB med at udbygge it-infrastrukturen til understøttelse af rammerne for risikostyring i forbindelse med investeringsoperationer. Rammerne var blevet udvidet til at omfatte porteføljen af covered bonds, som ECB har opkøbt under programmet til opkøb af covered bonds, og omfatter nu også SMP.

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 indikator værdi afhænger af en række parametre, der benyttes til beregningen, især konfidensniveau, tidshorisont og stikprøveperioden, der anvendes til at estimere volatiliteten i aktivpriserne. Det kan illustreres ved følgende eksempel: Hvis man til beregning af denne indikator

6 Valutareserveaktiverne beregnes som officielle reserveaktiver ekskl. nettomarkedsværdien af valutaswaps, plus indeståender i fremmed valuta hos resider, minus på forhånd aftalte nettotræk på valutabeholdningen på et senere tidspunkt på grund af genkøbsforretninger og terminsforretninger. Mere detaljerede oplysninger om datakilder findes på ECB's hjemmeside.

for ECB's investeringsportefølje, porteføljen under programmet til opkøb af covered bonds og SMP-porteføljen, pr. 31. december 2010 anvender et konfidensniveau på 95 pct., en tidshorisont på et år og en stikprøveperiode på et år som grundlag for volatiliteten i aktivpriserne, er resultatet en VaR på 10,867 mia. euro. Hvis den samme indikator beregnes med en stikprøveperiode på fem år i stedet for ét, er resultatet en VaR på 10,427 mia. euro. Hovedparten af denne markedsrisiko skyldes valuta- og guldpriserisici. Den lave renterisiko afspejler den fortsat forholdsvis lave modificerede varighed på ECB's investeringsporteføljer i 2010.

ECB's overordnede risikoniveau er steget i lyset af den øgede volatilitet i valutakurser, renter og guldpriser samt højere kreditrisiko. Det var en af de vigtigste grunde til, at ECB besluttede at forhøje den indbetalte kapital med 5 mia. euro med virkning fra den 29. december 2010. Eftersom den maksimale størrelse af ECB's hensættelser og reserver svarer til den indbetalte kapital, sætter denne beslutning Styrelsesrådet i stand til at øge hensættelsen med et beløb svarende til kapitalforhøjelsen og dermed styrke ECB's finansielle stødpuder yderligere.

2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Det er Eurosystemets lovbestemte opgave at fremme betalingssystemernes smidige funktion. Betalingssystemer 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 af hensyn til centralbankens pengepolitik samt opretholdelsen af stabiliteten af og tilliden til euroen, det finansielle system og økonomien som helhed. Eurosystemet går til opgaven fra tre vinkler: Det påtager sig en operationel rolle, overvåger systemerne og fungerer som katalysator (der er yderligere oplysninger om de to sidstnævnte funktioner i afsnit 3 og 4 i kapitel 4).

Hvad angår den operationelle rolle, kan Eurosystemet ifølge ESCB-statutten stille faciliteter til rådighed for at sikre effektive og robuste clearing- og betalingssystemer. Til det formål driver Eurosystemet Target2-systemet og korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) og er i gang med at etablere Target2-Securities (T2S) samt udvikle et nyt Collateral Central Bank Management-system (CCBM2).

2.1 TARGET2-SYSTEMET

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

Systemet 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.

I december 2010 havde Target2 928 direkte deltagere. Det samlede antal banker (herunder filialer og datterselskaber), der på verdensplan kan nås via Target2, ligger stabilt på ca. 52.000. Dertil kommer, at Target2 afviklede kontantpositioner i 67 tilknyttede systemer.

TARGET2-OPERATIONER

Target2 fungerede smidigt i 2010 og afviklede mange betalinger i euro. Systemets markedsandel steg en smule, og 91 pct. af den samlede omsætning i systemerne for store betalinger i euro blev afviklet via Target2. I 2010 behandlede systemet i alt 88.591.926 transaktioner med et dagligt gennemsnit på 343.380 transaktioner. I forhold til året før var den samlede mængde transaktioner stort set uændret med en stigning på blot 0,1 pct. Den samlede værdi af Target2-betalingerne i 2010 var 593.194 mia. euro, og den gennemsnitlige daglige værdi var 2.299 mia. euro. I forhold til 2009 steg den samlede værdi af transaktioner behandlet i systemet med 7,6 pct. Tabel 12 viser en oversigt over betalinger i Target2-systemet i 2010 i forhold til året før.

I 2010 nåede Target2 en samlet tilgængelighed⁷ på 99,68 pct. og blev kun påvirket af fejl i forbindelse med afvikling over nationale proprietary home accounting-systemer⁸, mens den fæl-

Tabel 12. Betalinger i Target2¹⁾

Værdi (milliarder euro)	2009	2010	Ændring (i pct.)
Target2 samlet			
I alt	551.174	593.194	7,6%
Dagligt gennemsnit	2.153	2.299	6,8%
Mængde (antal transaktioner)			
Target samlet			
I alt	88.517.321	88.591.926	0,1%
Dagligt gennemsnit	345.771	343.380	-0,7%

Kilde: ECB.
1) Der var 256 åbningsdage i 2009 og 258 åbningsdage i 2010.

7 Tilgængeligheden angiver deltagernes mulighed for at anvende Target2-systemet i åbningstiden, uden at der sker fejl.

8 Proprietary home accounting er systemer, hvor visse betalings-transaktioner kan afvikles frem til maj 2012. De drives af nogle nationale centralbanker.

les platform havde en tilgængelighed på 100 pct. 100 pct. af betalingerne på den fælles platform blev behandlet inden for fem minutter. Systemets meget positive performance, som er blevet bedre og bedre siden migreringen til Target2, blev mødt med tilfredshed hos deltagerne.

SAMARBEJDE MED TARGET2-BRUGERNE

Eurosystemet holder tæt kontakt til Target2-brugerne, og der blev afholdt regelmæssige møder mellem de nationale centralbanker og nationale Target2-brugergrupper i 2010. 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 lægger meget stor vægt på udviklingen af Target2 for at kunne øge service-niveauet yderligere og opfylde deltagernes behov. I oktober 2010 iværksatte Eurosystemet en høring af brugerne angående en mulig strategi til forbedring af Target2-systemets overholdelse af ISO 20022-standarderne.

Den 22. november 2010 kom den fjerde version af den fælles platform⁹. Den største nyhed i denne version var indførelse af internetbaseret adgang til Target2. Der er tale om en alternativ form for direkte adgang til de primære tjenester i Target2, som ikke kræver tilslutning til SWIFT-netværket. Eurosystemet har udviklet internetbaseret adgang for at opfylde små og mellemstore bankers behov.

I november 2010 lagde Eurosystemet også sidste hånd på indholdet af den femte version, som skal implementeres den 21. november 2011. Denne version vil omfatte et netværk, der forbinder de deltagende centralbanker, og som vil give dem direkte adgang til de primære tjenester i Target2 i tilfælde af et nedbrud i SWIFT,

samt forskellige andre forbedringer, som brugerne har efterspurgt.

DELTAGERLANDE I TARGET2

Alle lande i euroområdet deltager i Target2, da det er obligatorisk at bruge systemet til afvikling af betalingsordrer i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer. I 2002 tillod ECB's styrelsesråd, at centralbanker i EU-lande uden for euroområdet kunne tilslutte sig Target2-systemet på frivillig basis for at fremme afviklingen af eurodenominerede transaktioner i disse lande. Juridisk og forretningsmæssigt er de enkelte centralbanker selv ansvarlige for systemkomponenten og for forholdet til deres deltagere. Desuden deltager nogle finansielle institutioner beliggende i andre EØS-lande i Target2 via en fjernadgang.

På nuværende tidspunkt er 23 centralbanker i EU og deres respektive brugere tilsluttet Target2: de 17 nationale centralbanker i euroområdet, ECB og fem nationale centralbanker fra lande uden for euroområdet.¹⁰ I februar 2010 blev Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og dens nationale brugere tilsluttet Target2. Der er for nylig etableret kontakt med Banca Națională a României, som har udtrykt interesse for at blive tilsluttet Target2. Rumæniens tilslutning til Target2 er planlagt til juli 2011 efter afslutning af det nødvendige forberedende arbejde.

2.2 TARGET2-SECURITIES

T2S er Eurosystemets fremtidige tjeneste for værdipapirafvikling i centralbankpenge i Europa. Projektet er i udviklingsfasen, og det er planen, at afviklingsplatformen tages i brug i september 2014. 30 værdipapircentraler er p.t. involveret i projektet, og det ventes, at næsten alle

⁹ Systemopdateringerne i den fjerde version afspejles i retningslinje ECB/2010/12 af 15. september 2010 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 vedrørende Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systemet (Target2). Retningslinjen tager desuden højde for de tekniske ændringer, der kræves efter traktatens ikrafttrædelse.

¹⁰ Bulgarien, Danmark, Letland, Litauen og Polen.

handlede værdipapirer i Europa bliver afviklet i T2S, hvilket vil medføre betydelige stor-driftsfordele og meget lave afviklingsomkostninger. Da der ikke længere skelnes mellem grænseoverskridende og indenlandsk afvikling, vil T2S udgøre et større gennembrud i skabelsen af et integreret kapitalmarked for Europa, som vil danne et solidt grundlag for øget effektivitet og konkurrence i hele værdipapirafviklingen. Selv om T2S er et initiativ fra Eurosystemet, vil det også blive anvendt til afvikling af værdipapirhandler i andre valutaer end euro, hvis den pågældende centralbank indvilger og har opbakning fra markedet.

Der har været betydelig fremgang på den tekniske side i 2010. Brugerkravene for T2S blev færdiggjort først på året, og dermed kunne fire centralbanker i Eurosystemet – Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France og Banca d'Italia – påbegynde udviklingen af software. T2S er nu på rette vej til at lancere brugertest i januar 2014 og blive taget i brug i september samme år.

I løbet af 2010 skete der store fremskridt på de vigtigste politikområder, især med hensyn til spørgsmål som hvordan T2S skal styres, hvor meget T2S vil opkræve for afvikling af værdipapirhandler, hvordan den juridiske udformning af T2S skal være, samt hvordan deltagerne skal kunne tilslutte sig T2S.

Forvaltningen af T2S er af afgørende betydning for alle interessenter i T2S. De fire primære interessentgrupper er: i) Eurosystemet som systemejer og operatør, ii) centralbanker uden for euroområdet, hvis valutaer deltager i T2S, iii) værdipapircentraler, som outsourcer deres værdipapirkonti til T2S, og iv) markedsdeltagere i bredere forstand (banker, depotbanker, centrale modparter osv.). I den foreslåede opsætning vil hver enkelt gruppe få en passende grad af indflydelse på T2S, og samtidig skal forvaltningen fremme en rettidig beslutningsproces og sikre en sikker og effektiv infrastruktur.

I november 2010 fastlagde Eurosystemet priserne for de fremtidige afviklingsydelser i T2S.

Under hensyntagen til udviklingen og de fremtidige løbende omkostninger samt det forventede afviklingsomfang på platformen har Eurosystemet fastsat prisen for afvikling af instruktioner om levering af værdipapirer mod betaling i centralbankpenge (delivery-versus-payment – DvP) til 15 cent, forudsat at følgende betingelser er opfyldt: i) andre valutaer end euro skal mindst bidrage med 20 pct. til afviklingsomfanget i euro, ii) værdipapirafviklingen i EU må ikke ligge mere end 10 pct. under det omfang, der forventes i T2S Programme Office's fremskrivninger, som er baseret på oplysninger fra markedsdeltagerne, og iii) Eurosystemet skal ikke betale moms af T2S-ydelserne. Prisen fastsættes for perioden fra september 2014, hvor det er planen at tage T2S i brug, til december 2018. For at give markedsdeltagerne sikkerhed for priser for T2S efter 2018 har Styrelsesrådet forpligtet sig til ikke at øge gebyret for T2S med mere end 10 pct. om året frem til september 2022. Den lave pris for afvikling af instruktioner om levering af værdipapirer mod betaling i centralbankpenge (DvP) på 15 cent – som gælder både indenlandsk og grænseoverskridende afvikling – betyder, at selv med ekstra gebyrer fra værdipapircentraler og for tilslutning, bliver den samlede pris for afviklingen lavere end den nuværende pris for indenlandsk afvikling overalt i Europa. T2S vil reducere prisen for afvikling af grænseoverskridende handler med ca. 90 pct. i gennemsnit. Sammen med de positive effekter på konkurrencen i hele værdikæden i afviklingen vil T2S derfor give effektiviteten i værdipapirafvikling i hele Europa et betragteligt løft.

I 2010 blev der ligeledes gjort store fremskridt med de juridiske rammer for T2S. Den 21. april 2010 vedtog ECB's styrelsesråd T2S-retningslinjen¹¹. T2S-retningslinjen er hjørnestenen i de juridiske rammer for T2S og danner grundlag for alle fremtidige juridiske aftaler. Den er bindende for alle centralbanker i Eurosystemet, men medfører ikke forpligtelser for tredjeparter.

¹¹ Retningslinje ECB/2010/2 af 21. april 2010 om Target2-Securities.

Arbejdet med forvaltning og prisfastsættelse er også et hovedelement i det juridiske arbejde med at forhandle de kontraktlige forhold for T2S mellem Eurosystemet og de værdipapircentraler, der ønsker at anvende T2S, samt mellem Eurosystemet og de centralbanker uden for euroområdet, der overvejer at gøre deres valutaer tilgængelige for afvikling i T2S. Når forhandlingerne med værdipapircentralerne er afsluttet, vil ECB's styrelsesråd godkende rammeaftalen og så udsende den til værdipapircentralerne til vurdering og underskrift inden efteråret 2011. Forhandlingerne om en aftale om valutadeltagelse med centralbankerne uden for euroområdet (Currency Participation Agreement) skred fremad i 2010, og det forventes, at Styrelsesrådet vil fremlægge aftalen for centralbanker uden for euroområdet i juni 2011 til vurdering og underskrift i efteråret 2011.

Eurosystemet har desuden arbejdet på rammen for udvælgelse af eksterne netværksleverandører til T2S. Det er de enheder, som skal levere infrastrukturen, således at værdipapircentraler, centralbanker og direkte tilsluttede deltagere kan sende instruktioner til – og modtage beskeder fra – T2S-plattformen.

Endelig har T2S Programme Office, med stort engagement og målrettethed fra den rådgivende gruppe for T2S, T2S Advisory Group, været dybt involveret i at fremme harmoniseringen af værdipapirafvikling i hele Europa.¹² Deltagelse i Europa-Kommissionens Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II samt dens efterfølger Expert Group on Market Infrastructures sikrer, at harmoniseringsaktiviteterne i T2S er på linje med de generelle offentlige og private initiativer på området.¹³ T2S Advisory Group har arbejdet på indførelse af standarder for virksomhederne angående styring af transaktioner, udvikling af ISO-meddelelser til T2S samt forbedring af grænseoverskridende gennemsigtighed for aktionærerne. Der er desuden gjort fremskridt inden for harmonisering af reglerne for endelig afvikling for værdipapircentraler, der deltager i T2S. Endvidere har T2S Advisory Group iværksat et initiativ for at afdække og overvinde eventuelle

yderligere hindringer for problemfri grænseoverskridende afvikling i T2S. Resultatet af dette arbejde er afgørende for at sikre effektiv behandling i T2S. Endelig afdækkede T2S Advisory Group i slutningen af 2010 de vigtigste prioriteter for yderligere harmonisering i de kommende år.

2.3 AFVIKLINGSPROCEDURER FOR SIKKERHED

Et fælles sæt belånbare aktiver kan anvendes som sikkerhed for alle typer kreditoperationer i Eurosystemet, ikke kun indenlandske, men også på tværs af landegrænser. Den grænseoverskridende afvikling af sikkerheder i euroområdet sker hovedsageligt ved hjælp af CCBM og via godkendte links mellem værdipapirafviklings-systemerne i euroområdet. Mens CCBM udbydes af Eurosystemet, er sidstnævnte et markedsbaseret initiativ.

I december 2010 faldt værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse (herunder både omsættelige og ikke-omsættelige aktiver) i Eurosystemet til 762 mia. euro fra 866 mia. euro i december 2009. I alt udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ultimo 2010 35,0 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet.

EUROSYSTEMETS FORVALTNING AF SIKKERHEDSSTILLELSE

CCBM var fortsat den vigtigste kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i Eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen i 2010. CCBM tegnede sig for 24,1 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet i det år. Akti-

12 T2S Advisory Group rådgiver ECB's beslutningstagende organer om både tekniske og politikrelaterede spørgsmål vedrørende T2S. T2S Advisory Group består af ca. 90 seniorrepræsentanter for nationale centralbanker, værdipapircentraler og markedsdeltagere, der har tilkendegivet en interesse i at blive tilsluttet T2S.

13 Der er flere oplysninger i afsnit 3 i kapitel 4 om finansiel integration.

ver forvaltet via CCBM faldt fra 569 mia. euro ultimo 2009 til 507 mia. euro ultimo 2010.

Eurosystemet ultimo 2010 mod 5,7 pct. ultimo 2009.

CCBM, som påbegyndte driften i 1999, blev etableret som en midlertidig ordning baseret på princippet om mindst mulig harmonisering. Med henblik på at indføre et mere harmoniseret serviceniveau besluttede Eurosystemet i 2008 at lancere CCBM2, der er baseret på en enkelt platform. Udviklingen og driften af CCBM2 på Eurosystemets vegne blev overdraget til Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og De Nederlandsche Bank.

I 2010 blev der ikke tilføjet nye godkendte links til de 54 direkte og 7 relayed links, som modparterne allerede har adgang til.

CCBM2 vil fremme harmoniseringen og øge effektiviteten af sikkerhedsstillelse samt give Eurosystemets modparter, især banker, der opererer i flere lande, mulighed for at optimere deres sikkerhedsstillelse og forbedre deres likviditetsstyring. Det vil også give centralbankerne mulighed for tættere overvågning af sikkerhedsstillelsen i kreditoperationer. Platformen bliver fuldt kompatibel med Target2 og Target2-Securities. Efter godkendelse fra Styrelsesrådet blev de vigtigste milepæle i projektet annonceret i oktober 2010. De omfatter test på centralbankniveau og markedsniveau i 2012 inden ibrugtagning i 2013. Det er planen, at migrering til CCBM2 skal ske i to tempi i 2. og 3. kvartal 2013.

GODKENDTE LINKS MELLEM NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse kan også mobiliseres via links mellem nationale værdipapirafviklingssystemer. Sådanne links er dog kun godkendt til kreditoperationer i Eurosystemet, hvis de opfylder Eurosystemets brugerstandarder. Når værdipapirerne er overført til andre værdipapirafviklingssystemer via godkendte links, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtig som indenlandsk sikkerhed. Værdien af sikkerhedsstillelsen via direkte og relayed links faldt fra 129 mia. euro i december 2009 til 109 mia. euro ved udgangen af 2010. Den udgjorde 5,0 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse (både grænseoverskridende og indenlandsk) i

3 SEDLER OG MØNTER

3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNTERINGEN DERAFT

EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Ultimo 2010 var der 14,2 mia. cirkulerende eurosedler med en samlet værdi på 839,7 mia. euro. Til sammenligning var der 13,6 mia. eurosedler med en samlet værdi på 806,4 mia. euro ultimo 2009 (se figur 49 og 50). Den årlige vækst i både antallet og værdien af eurosedler i cirkulation var på omkring 4 pct. i 2010. Væksten var størst for 50- og 100-eurosedlernes vedkommende, idet de udviste en årvækst på henholdsvis 6,7 pct. og 5,4 pct. ultimo december 2010, mens den tidligere kraftige efterspørgsel efter 500-eurosedler aftog markant, så årvæksten lå på 2,1 pct. ultimo året. Ultimo 2010 tegnede 50-eurosedlen sig for den største antalsmæssige andel af de cirkulerende eurosedler (39,2 pct.), mens 500-eurosedlen tegnede sig for den største værdimæssige andel (34,3 pct.), tæt fulgt af 50-eurosedlen (33,0 pct.).

Efterspørgslen efter eurosedler fra regioner uden for euroområdet, hvor der især er fokus på de høje seddelværdier til værdilagring, er faldet en smule i 2010. Indstrømningen af kontanter i

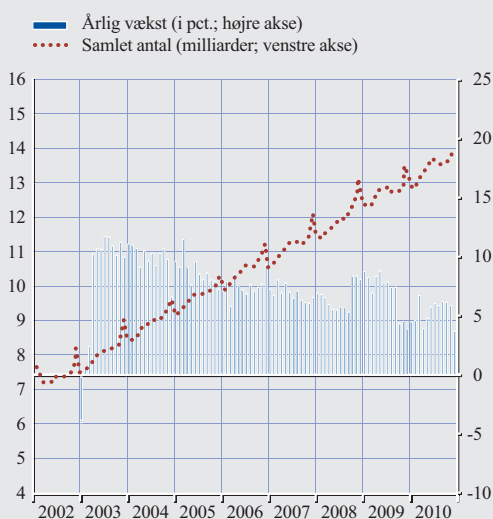
euro oversteg udstømningen i 2. halvår 2010 efter at have ligget stabilt fra medio 2009 til medio 2010. Det kan skyldes, at investorer skiller sig af med de eurosedler, som de tidligere har hamstret som en sikker investering i tiden siden den finansielle uro i 2008. Det anslås, at 20-25 pct. værdimæssigt af de cirkulerende eurosedler befinder sig uden for euroområdet, primært i de omkringliggende regioner.

I 2010 steg antallet af cirkulerende euromønter (dvs. nettocirkulationen ekskl. de nationale centralbankers beholdninger) med 6,2 pct. til 92,9 mia., mens værdien af de cirkulerende mønter steg med 4,5 pct. til 22,3 mia. euro. Mønter med lav pålydende værdi, dvs. 1, 2 og 5 cent, som andel af det samlede antal cirkulerende mønter lå på 61 pct. og udgjorde dermed stadig en stor andel.

EUROSYSTEMETS HÅNTERING AF EUROSEDLER

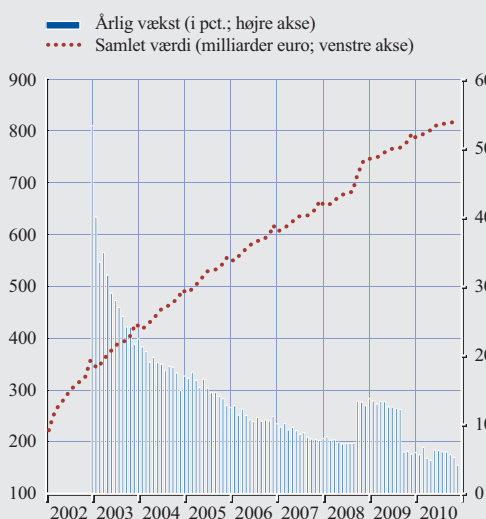
Euroområdets nationale centralbanker udstedte i 2010 33,6 mia. sedler, mens 33,1 mia. sedler blev returneret. 34,2 mia. eurosedler blev kontrolleret for ægthed og egnethed til cirkulation i fuldautomatiske maskiner. Undervejs blev omkring 5,8 mia. eurosedler fundet uegnede til cir-

Figur 49. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2010



Kilde: ECB.

Figur 50. Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2010



Kilde: ECB.

kulation og destrueret. Uegnhedsprocenten¹⁴ lå på 17,1 og var dermed tæt på niveauet fra 2009. Den gennemsnitlige returneringsfrekvens¹⁵ for cirkulerende eurosedler faldt yderligere fra 2,59 ultimo 2009 til 2,46 ultimo 2010, så en euroseddel i gennemsnit returneres til en national centralbank hver femte måned. De store pengesedler, der ofte hamstres, havde en lav returneringsfrekvens (0,34 for 500-eurosedler, 0,51 for 200-eurosedler og 0,76 for 100-eurosedler), mens returneringsfrekvensen for de værdier, der typisk bruges til transaktioner, var højere (1,87 for 50-eurosedler, 3,77 for 20-eurosedler, 4,39 for 10-eurosedler og 2,50 for 5-eurosedler).

3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

FALSKKE EUROSEDLER

I alt modtog de nationale analysecentre¹⁶ ca. 752.000 falske eurosedler i 2010. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger fortsat meget lavt. Figur 52 viser den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der tages ud af cirkulation. En nærmere analyse viser, at den opgående tendens i antallet, der begyndte i 2008, vendte i 2010. 50- og 20-eurosedlen var genstand for flest forfalskninger, nemlig henholdsvis 43 pct. og 40 pct. af det samlede antal. Figur 53 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 "føl-se-vip"-testen, der beskrives på ECB's hjemmeside.¹⁷ Det er ikke nok blot at kontrollere ét sikkerhedselement. 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 vel-etablerede samarbejde med Europol og Europa-Kommissionen bidrager også til denne kamp.

BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING PÅ GLOBALT PLAN

Samarbejdet om beskyttelse mod forfalskning er ikke kun et europæisk anliggende. Eurosystemet deltager fortsat aktivt i arbejdet i centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG)).¹⁸ ECB huser det internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)), der fungerer som teknisk center for alle CBCDG-medlemmer. ICDC har en hjemmeside¹⁹, hvor offentligheden kan finde oplysning og vejledning om gengivelse af pengesedler samt link til landespecifikke hjemmesider.

3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2010 producerede de nationale centralbanker i alt 7,1 mia. eurosedler til en værdi af 264,9 mia. euro. Fremstillingen af eurosedler var også i 2010 underlagt det decentrale puljesystem, som oprindeligt blev indført i 2002. Det betyder, at hver centralbank i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddelværdier (se tabel 13).

KØREPLAN FOR ØGET HARMONISERING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS KONTANTTJENESTER

På grundlag af en køreplan på mellemlangt sigt, som Styrelsesrådet vedtog i 2007, fortsatte Eurosystemet med at arbejde for øget harmoni-

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

15 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.

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

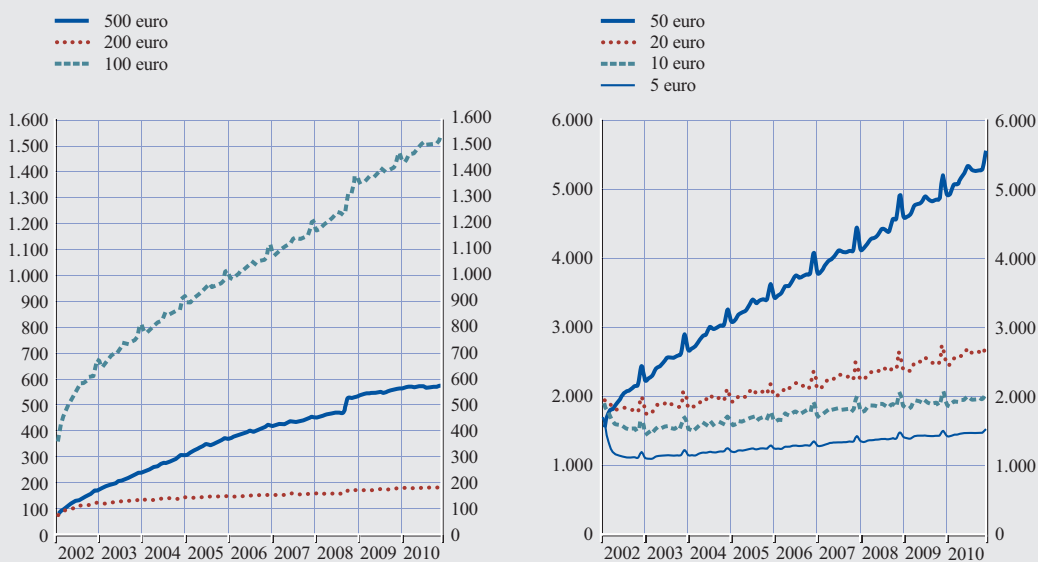
17 Se <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>

18 En arbejdsgruppe bestående af 32 centralbanker og seddeludstedende myndigheder, der arbejder sammen i G10-regi.

19 Se <http://www.rulesforuse.org>

Figur 51. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2010 efter seddelværdi

(Millioner)



Kilde: ECB.

Tabel 13. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2010

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	Nationale centralbanker, der iværksatte produktion
5 euro	1.309,9	ES, FR, NL, PT
10 euro	1.540,1	DE, IE, GR, FR, IT, AT
20 euro	1.898,0	DE, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50 euro	1.700,0	BE, DE, ES, IT
100 euro	500,0	IT
200 euro	100,0	DE
500 euro	100,0	AT
Total	7.148,0	

Kilde: ECB.

sering af euroområdet's nationale centralbankers kontantjenester.

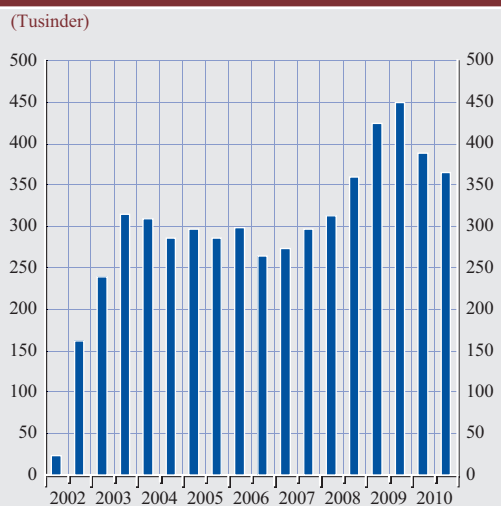
Navnlig er Eurosystemet ved at lægge sidste hånd på en grænseflade mellem de nationale centralbankers lokale it-applikationer til elektronisk dataudveksling med kreditinstitutter. Dataene vedrører indskud og hævning af kontanter i forbindelse med gratis kontantjenester hos de nationale centralbanker. Kreditinstitutterne

vil kunne benytte samme it-applikation, som de bruger hos de indenlandske centralbanker til kontanttransaktioner med andre centralbanker i euroområdet (i forbindelse med gratis tjenester). Desuden har orienteringsuafhængige indskud og hævning af kontanter siden 1. januar 2011 været klassificeret som en fælles tjeneste, som de nationale centralbanker leverer gratis.

RECIRKULATION AF EUROSEDLER

Den 1. januar 2011 trådte afgørelse ECB/2010/14 om kontrol af eurosedlers ægthed og kvalitet og om recirkulering af eurosedler i kraft og erstattede "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"). Den 31. december 2010 sluttede den overgangsperiode for kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder i visse eurolande, der skulle give dem mulighed for at tilpasse deres procedurer og maskiner til rammerne, og kravene i rammerne var fuldt indført i alle eurolande. Således skal alle eurosedler, der recirkuleres gennem pengeautomater eller fi-

Figur 52. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2010

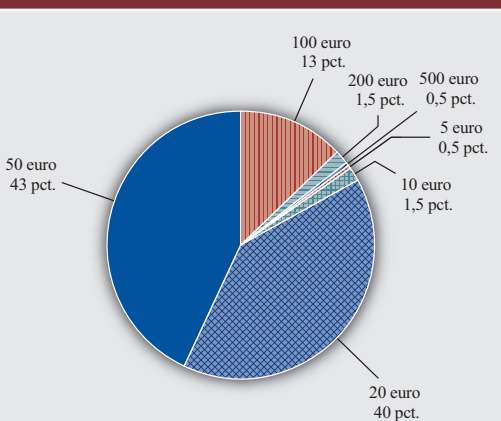


Kilde: ECB.

lialerne i kreditinstitutterne, nu kontrolleres for ægthed og egnethed, som er en vigtig garanti for offentligheden.

Afgørelsen fastlægger de procedurer, der omtales i artikel 6, stk. 1, i forordning (EF) 1338/2001 som ændret i 2008.²⁰

Figur 53. Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2010



Kilde: ECB.

Kontanthåndterende virksomheder har en pligt til at sikre, at eurosedler, som de har modtaget, og som de har til hensigt at bringe i omløb igen, kontrolleres med henblik på ægthed, og til at påse, at falske sedler afsløres. Afgørelsen medfører ikke større ændringer i forhold til rammerne for recirkulation af eurosedler, bortset fra at den finder anvendelse på en større gruppe modtagere i henhold til artikel 6, stk. 1, i forordning (EF) 1338/2001.

ECI-PILOTPROGRAMMET I ASIEN

Efter bankens ophør med aktiviteterne på engrosmarkedet for pengesedler blev ECI'et (Extended Custodial Inventory) hos HSBC Bank USA i Hongkong lukket i oktober 2010.²¹ De tilbageværende ECI'er, der drives af Bank of America Merrill Lynch (i Hongkong) og Bank of Ireland First Currency Services som joint venture med United Overseas Bank (i Singapore) drives videre som led i pilotprogrammet frem til ultimo januar 2012.

DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

ECB fortsatte arbejdet med en ny serie eurosedler i 2010, hvor der var fokus på udvikling af initieringsmaterialerne (de basismaterialer, der bruges til produktion af pengesedler) samt testtryk for at vurdere muligheden for at fremstille de nye eurosedler i stor skala. Den nye serie bibeholder de vigtigste designelementer fra den første serie. Den præcise udstedelsesdato og -rækkefølge fastsættes senere i forløbet. Eurosystemet vil i god tid udsende information til offentligheden, kontanthåndterende virksomheder og producenter om de nye eurosedler. Der er ingen begrænsning på, hvor længe de nationale centralbanker veksler eurosedler fra den første serie.

²⁰ Rådets forordning (EF) nr. 44/2009 af 18. december 2008 om ændring af forordning (EF) nr. 1338/2001, der indeholder de nødvendige tiltag til beskyttelse af euroen mod forfalskning.

²¹ Et ECI er et kontantdepot hos en bank, der opbevarer sedler og mønter.

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, medierne og offentligheden. Også i 2010 blev der regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser udsendt statistik for euroområdet,²² og samtidig blev der gjort en stor indsats for yderligere at forbedre ESCB's statistikker i overensstemmelse med ESCB's arbejdsprogram for europæiske statistikker, der revideres årligt. En særlig udfordring består i, at de stigende datakrav har medført et betydeligt pres på de resurser, indsamlerne har til rådighed. Et af de primære arbejdsområder i 2010 var statistikker vedrørende finansiell stabilitet. ECB gennemførte med assistance fra de nationale centralbanker de nødvendige forberedelser til at kunne yde statistisk støtte til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB, pr. 1. januar 2011 (se kapitel 6) og bidrog i G20-regi til globale initiativer til at udfylde de statistiske huller, som den finansielle og økonomiske krise havde afdækket.

Den finansielle og økonomiske krises implikationer for udarbejdelsen, brugen og offentliggørelsen af statistikker var hovedemnet på den femte ECB-konference om statistisk og det internationale seminar, som ECB var vært for, på World Statistics Day den 20. oktober 2010.

4.1 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER FOR EUROOMRÅDET

Som følge af det statistiske arbejde, der blev udført i 2010, blev yderligere statistikker for euroområdet gjort tilgængelige, herunder nye statistikker for MFI'ernes udlån til ikke-finansielle selskaber fordelt efter branche på grundlag af NACE Rev. 2-klassifikationen samt nye statistikker over euroområdets eksterne gæld fordelt på sektor og instrument. Data vedrørende STEP-initiativet (Short-Term European Paper) (se også afsnit 3 i kapitel 4), et markeds-

initiativ, der skal fremme finansiell integration i dette markedssegment, blev også udviklet yderligere. STEP-statistikken, der er blevet offentliggjort siden september 2006, blev i september 2010 suppleret med ugentlig offentliggørelse af udeståendet i de enkelte STEP-programmer, herunder en fordeling efter udstedelsesvaluta.

I 2010 fortsatte arbejdet med at indføre forbedrede statistikker for euroområdet i henhold til de ændrede ECB-forordninger vedrørende statistikker for MFI'ernes balance, renter og securitisering af lån. I begyndelsen af 2010 begyndte financial vehicle corporations, der deltager i securitiseringstransaktioner, at rapportere til statistikkerne, og medio året begyndte MFI'erne at indsende et udvidet statistisk datasæt vedrørende balance og renter. Disse nye data og tilhørende indikatorer muliggør en mere detaljeret fordeling (fx for lån mod sikkerhed samt nyudlån til ikke-finansielle selskaber), hvilket er med til at forbedre den monetære analyse. Statistikkerne forventes offentliggjort for første gang medio 2011, efter at ESCB har foretaget en gennemgang af datakvaliteten.

4.2 ØVRIG STATISTISK UDVIKLING

I februar og oktober 2010 offentliggjorde ECB resultaterne af 2. og 3. bølge af ECB's halvårslige undersøgelse af euroområdets virksomheders adgang til finansiering, som gennemførtes i samarbejde med Europa-Kommissionen. Undersøgelsen giver hovedsagelig kvalitative oplysninger om finansieringsforholdene for små og mellemstore virksomheder sammenlignet med store virksomheder, og resultaterne fordeles bl.a. efter virksomhedens størrelse, type økonomisk aktivitet og alder. Desuden er der en landefordeling for visse eurolande.

Der blev i 2010 gjort yderligere fremskridt med hensyn til gennemførelsen af Eurosystemets

²² Statistikken blev udsendt i form af 74 månedlige, kvartalsvise eller årlige pressemeddelelser og blev desuden trykt i ECB's månedsoversigt, Statistics Pocket Book og ECB's Statistical Data Warehouse (se statistikafsnittet på ECB's hjemmeside).

undersøgelse af husholdningernes finanser og forbrug. Undersøgelsen gennemføres for tiden af alle eurolandenes nationale centralbanker (i enkelte tilfælde i samarbejde med det nationale statistiske institut). Hensigten er at frembringe data på mikroniveau om husholdningernes (finansielle og reale) aktiver og gæld samt supplerende oplysninger om forhold som indkomst, forbrug, beskæftigelse, pensioner, opsparing og arv. Samlede indikatorer for hele euroområdet forventes udsendt i 2. halvår 2012, og samtidig vil mikrodata være til rådighed for forskere.

Der er også sket fremskridt i retning af indsamling og udarbejdelse af statistikker over værdipapirbeholdninger på grundlag af oplysninger om det enkelte værdipapir. Et pilotprojekt med at udarbejde statistik ud fra de aktuelt tilgængelige data er i gang. Desuden undersøges mulighederne for at udvikle en harmoniseret, omkostningseffektiv, stabil løsning. Med disse data bliver det muligt at producere mere harmoniserede og bedre statistikker og at analysere de institutionelle sektorer og delsektorer værdipapirbeholdninger på meget detaljeret niveau.

I 1. kvartal 2010 blev der for første gang udsendt en kvartalsvis oversigt over financial vehicle corporations som supplement til den daglige oversigt over MFI'er i EU og den kvartalsvise oversigt over investeringsforeninger, som ESCB vedligeholder og har planer om at omdanne til et egentligt register over finansielle institutioner. Oversigterne over financial vehicle corporations og investeringsforeninger indeholder en række ekstra elementer sammenlignet med MFI-oversigten, navnlig oplysninger om de enkelte værdipapirer (i form af ISIN-koder), som institutionerne udsteder. Projektet hænger sammen med Europa-Kommissionens udarbejdelse af et statistisk register over multinationale selskaber, EuroGroups-registret, hvor der nu tages skridt til at fjerne de juridiske hindringer for gensidig udveksling af oplysninger til statistikformål.

ECB fortsatte sit tætte samarbejde med andre internationale organisationer om udvikling af internationale statistiske standarder. Sammen med Eurostat har ECB primært fokuseret på

den igangværende revision af ENS95, som skal bringes i overensstemmelse med nationalregnskabsystemet SNA08 og sjette udgave af IMF's betalingsbalancemanual. I samarbejde med BIS og IMF har ECB også udsendt anden del af en håndbog om værdipapirstatistikker, som omhandler beholdninger af gældsinstrumenter.

4.3 STATISTISKE BEHOV, DER ER UDSPRUNGET AF DEN FINANSIELLE KRISE

Som følge af den finansielle krise er der både på europæisk og globalt plan sket en stigning i brugernes efterspørgsel efter statistik til brug ved analyse af den finansielle stabilitet. Ud over det, der allerede er omtalt, blev der i 2010 gennemført en række initiativer med henblik på at sætte ECB i stand til at varetage sekretariatsfunktionen for ESRB, så ESRB kunne få den nødvendige statistiske og analytiske støtte lige fra begyndelsen (se kapitel 6).

ESCB samarbejder også med tilsynsmyndigheder om at forene og afstemme statistiske og tilsynsmæssige behov. Som følge af samarbejdet med Det Europæiske Banktilsynsudvalg blev der offentliggjort et nyt klassificeringssystem i 2010. Med tiden skal det bidrage til at mindske rapporteringsbyrden for enheder, der skal levere data til både Eurosystemet og tilsynsmyndighederne. Derudover er rapporteringsfrekvensen for konsoliderede bankdata, som offentliggjort i ECB's rapport over stabiliteten i banksektoren i EU (EU Banking Sector Stability Report), blevet forøget fra årlig til halvårlig for et sæt centrale indikatorer for banksektoren. Aktualiteten og dataindholdet i det årlige datasæt er også blevet forbedret. Desuden har ECB i tæt samarbejde med Eurosystemets øvrige medlemmer udarbejdet statistikker over forsikringselskaber og pensionskasser. Disse statistikker bygger på eksisterende kilder, fortrinsvis tilsynsmyndigheder – med andre ord skal der ikke indsamles nye data fra de rapporterende enheder. Med henblik på yderligere at udvikle disse statistikker og i lyset af et stigende behov hos brugerne (i forbindelse med både makroøkonomisk analyse og analyse af den finansielle stabilitet)

arbejder ECB tæt sammen med Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejds-markedspensionsordninger, afløseren for Det Europæiske Tilsynsudvalg for Forsikrings- og Arbejds-markedspensionsordninger, for at sikre, at de fremtidige statistiske rapporteringskrav er i overensstemmelse med Solvens II, og for at minimere rapporteringsbyrden.

Hvad angår internationalt samarbejde, deltager ECB i de statistiske initiativer, som G20-landenes finansministre og centralbankchefer støtter, for at kortlægge og udfylde hullerne i den tilgængelige information. Som medlem af Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics arbejdede ECB sammen med BIS, Europa-Kommissionen (dvs. Eurostat), IMF, OECD, FN og Verdensbanken om at forberede en handlingsplan til G20-topmødet i juni 2010. Handlingsplanen indeholder tidsplaner for gennemførelsen af en række anbefalinger vedrørende måling af risici i den finansielle sektor, internationale finansielle sammenhænge og økonomiens sårbarhed over for stød samt formidlingen af officielle statistikker. ECB bidrager også til at forbedre hjemmesiden for Principal Global Indicators, som har fokus på G20-landenes økonomier.

5 ØKONOMISK FORSKNING

ECB's forskning samt forskningen inden for Eurosystemet som helhed har som mål at: a) skabe forskningsresultater, der er relevante for formuleringen 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 2008 indledte ECB en flerårig revision af sit forskningsprogram for at inddrage erfaringerne fra finanskrisen og de efterfølgende begivenheder. Senere omfattede denne også aktiviteter for at støtte ESRB's arbejde. I 2010 blev der gjort meget ud af at analysere finansielle forhold, med særligt fokus på udvikling og anvendelse af værktøjer til vurdering af makroprudentielle og systemiske risici.

5.1 FORSKNINGSPRIORITETER OG -RESULTATER

ECB's økonomiske forskning foregår centralt, 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 2010, var uændrede i forhold til 2009, nemlig: udarbejdelse af prognoser og modeludvikling; forbedring af den monetære analyse; forståelse af den pengepolitiske transmissionsmekanisme; finansiell stabilitet og makroprudentielt tilsyn og regulering; det europæiske finansielle systems effektivitet; spørgsmål vedrørende betaling og afvikling; internationale sammenhænge samt

finanspolitiske spørgsmål. Hvad angår gennemførelsen af prioritetsområderne, var antallet af forskningsaktiviteter inden for finansielle og makroprudentielle emner dog højere end i de foregående år. Navnlige blev der lagt vægt på udvikling og anvendelse af værktøjer til at overvåge og bidrage til den finansielle beslutningstagning. Antallet af forskningsprojekter, der gik ud på at forbedre den monetære analyse, steg også betragteligt.

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 tilvejebringe analytiske input af høj kvalitet som grundlag for pengepolitiske beslutninger. I 2010 var der bl.a. fokus på at udarbejde exitstrategier for de aktuelle ekstraordinære tiltag og analyse af samspillet mellem makroøkonomisk politik og finansiell stabilitet. To forskningsfora så på disse spørgsmål.²³ Arbejdet mundede ud i en bog med titlen "Enhancing Monetary Analysis", som blev redigeret af Lucas Papademos og Jürgen Stark fra ECB's direktion.²⁴

For så vidt angår den pengepolitiske transmissionsmekanisme, blev der påbegyndt eller videreført projekter inden for en række emneområder: aktivpriser og risikopræmier; banksektorens rolle; ikke-finansielle virksomheders finansielle beslutninger; samt diversitet, konkurrenceevne og tilpasning på landeniveau. Blandt de projekter, som blev videreført fra tidligere år, var netværket om husholdningernes økonomi og forbrug (Household Finance and Consumption Network),²⁵ et forskningsnetværk under Eurosystemet, der blev oprettet i 2009, og som indsamler og analyserer informationer på mikroøkonomisk niveau om en lang række af husholdningernes beslutninger, samt et forsk-

23 Forskningsfora er formelle interne kanaler til udveksling af erfaringer og resultater fra ECB's forskningsprojekter om et specifikt emne.

24 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/enhancingmonetary-analysis2010en.pdf>

25 Forskningsnetværk koordinerer det forskningsarbejde, Eurosystemets/ESCB's forskere udfører, og medvirker til at viderefordre resultaterne. De kan også inddrage forskere udefra.

ningsforum under ECB om centralbankernes kommunikationspolitik.

Sammenhængen mellem finansiell stabilitet og pengepolitikken blev også undersøgt. Der blev især fokuseret på udviklingen af indikatorer for finansiell stabilitet og på analyse af samspillet mellem finansiell stabilitet og de samlede makroøkonomiske resultater. Udviklingen af indikatorer for finansiell stabilitet omfatter bl.a. modeller til tidlig varsling, stresstestværktøjer og modeller for smitterisici og systemiske risici. Nye forskningsområder opdyrkes med henblik på at forbedre de eksisterende modellers evne til at opfange samspillet mellem finansiell stabilitet og makroøkonomiske resultater. Mange projekter på området omfattes af det nye ESCB-forskningsnetværk for makroprudentiel forskning, som blev oprettet i marts 2010 (se boks 10 i kapitel 6).

Forskningen inden for det finansielle systems effektivitet havde fokus på forståelse af pengemarkedet og forbedring af de operationelle rammer, herunder analyse af exitstrategier og pengemarkedsspænd.

ECB fortsatte sin forskning i det fælles eurobetalingsområde (Single Euro Payments Area (SEPA)) samt Target2 under netværket Payment Economics Network.²⁶ Der blev i 2010 holdt en konference om disse emner.

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. Diskussionen om handelsforbindelser giver input til arbejdet med at udvikle værktøjer til modellering af handelsstrømme i Eurosystemets/ECB's fremskrivninger.

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. Et nyt emne

for forskningen i 2010 var samspillet mellem finans- og pengepolitik, navnlig i forbindelse med gennemførelsen af exitstrategier.

5.2 FORMIDLING AF FORSKNING: PUBLIKATIONER OG KONFERENCER

Som i tidligere år blev den forskning, som ECB's stab har udført, publiceret i ECB's Working Papers og Occasional Papers. ECB udgav 138 Working Papers og 14 Occasional Papers i 2010. I alt 104 Working Papers blev udarbejdet af ECB's stab, enten alene eller sammen med andre, for en stor dels vedkommende 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.²⁷ Det er nu normen, at de fleste af papirerne før eller senere forventes publiceret i førende akademiske tidsskrifter, der er underkastet peer review. I 2010 publicerede ECB's stab flere end 113 artikler i akademiske tidsskrifter. Desuden fortsatte ECB i 2010 med at yde redaktionel støtte til International Journal of Central Banking sammen med en lang række andre centralbanker.

ECB's Research Bulletin er en forskningsoversigt, der udkommer jævnligt på engelsk. Den bruges til at formidle forskningsaktiviteter, der har generel interesse for en bredere kreds. I 2010 blev den udgivet i marts, juni og november. Blandt årets emner var: rapportering af resultater fra Wage Dynamics Network; analyse af finanspolitiske stimuli; finansrelaterede spørgsmål og deres politiske betydning (fx analyse af prissætning af risiko på markederne, bankernes udlånsstandarder og pengemarkederne under krisen); inddragelse af finansielle spændinger i DSGE-modeller samt kombination af prognoser.²⁸

26 Der er flere oplysninger om netværket på <http://www.payment-economics.org>

27 Eksterne forskere besøger ECB på ad hoc-basis eller i forbindelse med formelle programmer som Lamfalussy Research Fellowship.

28 En fuldstændig oversigt over emnerne findes på <http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/resbull/html/index.en.html>

ECB afholdt eller var medarrangør af 15 konferencer og workshoper om forskellige forskningsemner i 2010. De konferencer, ECB var medarrangør af, foregik i samarbejde med Centre for Economic Policy Research, BIS og andre centralbanker både inden for og uden for Eurosystemet. Der blev desuden afholdt en lang række workshoper og seminarer til formidling af forskning inden for ECB. Som i tidligere år vedrørte de fleste konferencer og workshoper specifikke forskningsprioritetsområder. Programmerne for disse begivenheder og indlæggene findes på ECB's websted.²⁹

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 seneste arbejde i ECB. ECB afholder også mere ad hoc-baserede forskningsseminarer uden for rammerne af disse to serier.

29 <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences>

6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

Ifølge traktatens artikel 271, litra d, er det ECB's 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 2010 tydede på, at følgende forhold kunne betragtes som værende i strid med bestemmelserne i traktatens artikel 123 og 124 med tilhørende rådsforordninger.

For det første, hvad angår Banco de Portugal, blev der placeret et 7-dages-indskud på 12,5 mio. dollar hos en portugisisk offentligt ejet bank den 13. maj 2010. Det skyldtes en operationel fejl. For det andet foretog De Nederlandsche Bank betalinger på forskud i forbindelse med driften af den hollandske indskydergarantiordning. Det er nødvendigt at indføre lovgiv-

ning, der medfører, at den hollandske indskydergarantiordning overholder bestemmelsen om monetær finansiering. For det tredje forrentede Central Bank of Cyprus saldoen på anfordringskontoen for indskydergarantiordningen over sammenlignelige markedsrenter, hvilket ikke er i overensstemmelse med bestemmelsen om monetær finansiering. I den forbindelse meddelte Central Bank of Cyprus, at banken havde besluttet at forrente kontoen til markedsrente inden begyndelsen af 2012. For det fjerde medførte forrentningen af statens indskud hos Banca d'Italia forrentning over sammenlignelige markedsrenter. Hertil meddelte Banca d'Italia, at forrentningen er under revidering. Revideringen ventes at blive afsluttet så hurtigt som muligt, således at den er på linje med formålene i bestemmelserne om monetær finansiering.

Generelt skal det bemærkes, at forpligtelserne i traktatens artikel 123 og 124 nøje skal respekteres, også i tilfælde af finanskrise.

6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

Ifølge traktatens artikel 127, stk. 4, og 282, stk. 5, skal ECB høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.³⁰ Alle ECB's udtalelser er tilgængelige på ECB's hjemmeside. ECB's udtalelser om foreslået EU-lovgivning offentliggøres desuden i Den Europæiske Unions Tidende.

I 2010 vedtog ECB 95 udtalelser som svar på forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder, heraf 10 udtalelser som svar på foreslået EU-lovgivning og 85 som svar på udkast til national lovgivning. Til sammenligning var der 100 udtalelser i 2009. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2010 og begyndelsen af 2011, findes som bilag til denne Årsberetning.

³⁰ Storbritannien er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten, EUT C 83, 30.3.2010, s. 284.

ECB's udtalelser på forespørgsel fra Rådet, Europa-Parlamentet og Europa-Kommissionen omhandlede bl.a. den løbende reform af økonomisk styring og finansiel regulering samt lovgivning om indførelsen af euroen i Estland og omregningskursen mellem den estiske kroon og euroen³¹ (se kapitel 3).

ECB bifaldt Europa-Kommissionens forslag om at forbedre kvaliteten af den statistiske rapportering i lyset af stabilitets- og vækstpagtens procedure for uforholdsmæssigt store budgetunderskud som et led i den løbende reform af økonomisk styring i EU.³² I en anden udtalelse³³ bifaldt ECB en omfattende pakke med lovforslag med henblik på at styrke rammerne for økonomisk og budgetmæssigt overvågning i EU. Disse forslag omfattede en ny ramme for makroøkonomisk overvågning, som ECB i særdeleshed bifaldt, da den lukker et vigtigt hul i EU's økonomiske styring. Samtidig opfordrede ECB EU's lovgivere og medlemslandene til at udnytte den løbende lovgivningsproces til at styrke den økonomiske styring i videst muligt omfang i henhold til traktaterne. ECB bemærkede, at de stillede forslag burde give større automatik og foreslog, at især Rådet eller i hvert fald Eurogruppen ved en erklæring skulle forpligtige sig til som hovedregel at følge Europa-Kommissionens forslag og anbefalinger om at fortsætte procedurer over medlemslande, der ikke overholder reglerne. ECB fremlagde desuden udkast til alle forslagene.

Hvad angår reformen af finansielt tilsyn i EU har ECB støttet forslaget til "omnibusdirektivet" om en ændring af 11 direktiver for den finansielle sektor for at sikre, at de europæiske tilsynsmyndigheder (European Supervisory Authorities, ESA'er) og Det Europæiske Råd for Systemiske Risici fungerer tilfredsstillende.³⁴ ECB's udkast til forslag fokuserede på emner af betydning for ECB/ESCB og ESRB, fx fjernelsen af lovgivningsmæssige hindringer for udveksling af informationer mellem ECB/ESCB, ESRB, de tre ESA'er og de nationale tilsynsmyndigheder. ECB kommenterede desuden de nødvendige ændringer til reglerne om supplerende tilsyn af finansielle enheder i et

finansiell konglomerat for at lukke visse huller i tilsynet, fx medtagelse af kapitalforvaltningsvirksomheder under finansielle konglomerater i tilsynet.³⁵

I forbindelse med lovgivningsreformen for markedet for finansielle tjenesteydelser efter krisen fremsatte ECB udtalelser om flere forslag, bl.a. revisionen af lovbestemte kapitalkrav og lovgivningen om kreditvurderingsbureauer.³⁶ ECB støttede indsatsen for at skabe stabile lovgivningsmæssige rammer til forebyggelse af finansielle kriser i fremtiden og opfordrede samtidig til, at de lige konkurrencevilkår blev bevaret, og at lovgivningen så vidt muligt blev harmoniseret på globalt plan. ECB understregede behovet for at fastholde en sund risikovurderingspraksis for aktiver, der er underlagt Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse, herunder centralbankernes adgang til oplysninger om de enkelte lån vedrørende strukturerede finansielle instrumenter. Hvad angår den foreslåede regulering af OTC-derivater, centrale modparter og handelsregistre, bifaldt ECB skridtet mod implementering af G20-aftalen fra september 2009 med den målsætning, at standardiserede OTC-derivatkontrakter skulle handles på børserne eller via elektroniske handelsplatforme og afvikles via centrale modparter ved udgangen af 2012³⁷. ECB udtrykte dog også bekymring for navnlig det manglende hensyn til ECB's og de nationale centralbankers overvågningsrolle og bestemmelserne om adgang til centralbankfaciliteter.

ECB svarede desuden på et stort antal høringer iværksat af nationale myndigheder, hvoraf nogle drejede sig om udviklingen i tilsynsstrukturen i Irland, Grækenland, Frankrig og Østrig.³⁸ ECB noterede sig sammenslutningen af tilsynsmyndighederne i Frankrig og hilste den nye til-

31 CON/2010/52.

32 CON/2010/28.

33 CON/2011/13. Se også kapitel 5 i Årsberetningen.

34 CON/2010/23.

35 CON/2011/6.

36 CON/2010/65 og CON/2010/82.

37 CON/2011/1.

38 CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/33, CON/2010/4 og CON/2010/57.

synsmyndighed under ledelse af direktøren for Banque de France velkommen.³⁹ De foreslåede rammer vil sandsynligvis forbedre Banque de Frances mulighed for at yde ESRB analytisk støtte. Samtidig bifaldt ECB den foreslåede omorganisering af Central Bank and Financial Services Authority of Ireland⁴⁰ med det formål at give centralbanken det fulde ansvar for tilsynet med kreditinstitutter og finansielle institutioner. ECB fremsatte nogle uddybende kommentarer om centralbankers uafhængighed og forbuddet mod monetær finansiering.

Desuden blev ECB hørt om en række foranstaltninger til forbedring af den finansielle stabilitet, hvoraf nogle var forbundet med den finansielle krise.⁴¹ Navnlig fremsatte ECB en udtalelse⁴² om det græske lovforslag, der etablerede en fond for finansiel stabilitet til opretholdelse af den græske banksektors stabilitet gennem rekapitalisering af kreditinstitutter. ECB bifaldt det tætte bånd mellem fonden og tilsynsrammerne for banksektoren. Med udgangspunkt i Bank of Greces nuværende tilsynsmæssige beføjelser har loven til formål at sikre, at kapitalkravene opretholdes. ECB bifaldt samtidig den græske centralbankchefs rolle som igangsætter i forbindelse med udnævnelsen af fondens bestyrelse.

I sin udtalelse om et tysk lovforslag om kompensationsystemer i kreditinstitutter, finansielle institutioner samt forsikringsselskaber⁴³ understregede ECB generelt vigtigheden af en tilnærmelse af de pågældende krav til internationale standarder og EU-lovgivning for at undgå lovgivningsmæssig arbitrage og begrænse overdreven risikovillighed. Andre udtalelser om procedurer for nødlidende kreditinstitutter understregede vigtigheden af en effektiv afviklingsordning, der kan sikre finansiel stabilitet.⁴⁴ I sine udtalelser om en ny afviklingsordning for nødlidende kreditinstitutter i Danmark⁴⁵ og om omstruktureringen af banker i Tyskland⁴⁶ bifaldt ECB statens reducerede rolle til fordel for afviklingsordninger, der primært var baseret på finansiering fra kreditinstitutter. Når en krisituation kræver et ekstra behov for offentlige midler, bør banksektoren opfordres til at refundere staten disse midler. Det bør øge disciplinen

på de finansielle markeder og imødegå risikoen for "moral hazard". I sin udtalelse om udkastet til ændringer af statslige støtteforanstaltninger i Polen⁴⁷ udtrykte ECB bekymring for, at disse foranstaltninger reelt set ville blive tidsbegrænsede i modstrid med kravet om, at nationale støtteforanstaltninger kun skal være midlertidige. Fornys en midlertidig ordning ikke, giver det heller ikke anledning til at gennemgå aspekter som pengepolitik og finansiel stabilitet.

Hvad angår statistikområdet, blev ECB hørt om oprettelsen af det græske statistiske system og en uafhængig statistisk myndighed i Grækenland.⁴⁸ ECB understregede, at pålidelig og rettidig indsamling af elektroniske statistikker uafhængigt af politiske cyklusser har afgørende betydning for troværdigheden af budgetovervågningen i EU og i sidste ende også Den Monetære Unions troværdighed og funktion. I sin udtalelse om et nyt retsgrundlag for opgørelse af national statistik i Estland⁴⁹ understregede ECB vigtigheden af at sikre det nationale statistikbureau i Estland, da det har afgørende betydning for, at ØMU'ens rammer fungerer tilfredsstillende efter indførelsen af euroen.⁵⁰

ECB vedtog en række udtalelser om de nationale centralbanker, herunder ændringer af statutterne for de nationale centralbanker i Bulgarien, Danmark, Estland, Irland, Frankrig,

39 CON/2010/4.

40 CON/2010/30 og CON/2010/48.

41 CON/2010/3, CON/2010/7, CON/2010/10, CON/2010/11, CON/2010/12, CON/2010/21, CON/2010/26, CON/2010/29, CON/2010/31, CON/2010/35, CON/2010/41, CON/2010/45, CON/2010/50, CON/2010/53, CON/2010/54, CON/2010/62, CON/2010/63, CON/2010/64, CON/2010/71, CON/2010/75, CON/2010/83, CON/2010/86, CON/2010/92, CON/2010/93 og CON/2010/95.

42 CON/2010/54.

43 CON/2010/41 og CON/2010/63.

44 CON/2010/12, CON/2010/31 og CON/2010/35.

45 CON/2010/45.

46 CON/2010/83.

47 CON/2010/95.

48 CON/2010/17.

49 CON/2010/2.

50 ECB blev også hørt vedrørende en række udkast til lovforslag i forbindelse med forberedelserne til indførelsen af euro i Estland. Se en nærmere beskrivelse i afsnit 2 i kapitel 3.

Litauen, Ungarn og Polen.⁵¹ ECB bemærkede, at usikkerheden vedrørende retsstillingen af Lietuvos bankas' ejendom underminerer centralbankens institutionelle og finansielle uafhængighed.⁵² ECB bifaldt desuden stigningen i Banque de Frances kapital og lovpligtige reserver.⁵³ En række udtalelser omhandlede aflønningen af medarbejdere i nationale centralbanker i forbindelse med lovgivning, der havde til formål at genoprette budgetstillingen.⁵⁴ ECB bifaldt arbejdet med budgetkonsolidering og understregede, at for at beskytte de nationale centralbankers selvbestemmelse hvad angår personaleforhold, skal forslagene til lovbestemmelser om aflønning af medarbejdere i nationale centralbanker besluttes i et tæt og effektivt samarbejde med den nationale centralbank. Der skal tages behørigt hensyn til den nationale centralbanks synspunkter for at sikre, at banken fortsat uafhængigt kan varetage sine opgaver i henhold til traktaten, ESCB-statutten og national lovgivning. I sin udtalelse om de portugisiske budgetstramninger⁵⁵ redegjorde ECB for nødvendigheden af effektivt samarbejde og understregede, at manglende effektivt samarbejde ville være et alvorligt brud på princippet om centralbankernes uafhængighed. Med hensyn til Ungarn udtrykte ECB bekymring om de hyppige ændringer af lovgivningen for Magyar Nemzeti Bank og udtalte, at et vigtigt hensyn i forbindelse med en centralbanks uafhængighed er stabile lovgivningsmæssige rammer. Samtidig advarede ECB mod forsøg på at påvirke centralbankchefen og de andre medlemmer af Magyar Nemzeti Banks besluttede organer i modstrid med traktatens artikel 130 vedrørende centralbankernes uafhængighed.⁵⁶ ECB bemærkede også, at nedskæringer i de nationale centralbankers personalelønninger skal være underlagt forbuddet mod monetær finansiering i traktatens artikel 123.⁵⁷

Fra 2008 er oplysninger om åbenbare og væsentlige tilfælde⁵⁸ af manglende overholdelse af forpligtelsen til at høre ECB om udkast til national lovgivning og EU-lovgivning medtaget i Årsberetningen.

I 2010 registrerede ECB to tilfælde af manglende høring vedrørende forslag til EU-lovgivning, herunder et tilfælde hvor ECB fremsatte en udtalelse på eget initiativ. Det første tilfælde af manglende høring omhandlede et forslag til Kommissionens forordning (EF) nr. 177/2008 om fastlæggelse af en fælles ramme for virksomhedsregistre til statistiske formål for så vidt angår udveksling af fortrolige oplysninger mellem Eurostat og centralbankerne.⁵⁹ ECB mener, at forordningen er relevant for ECB's samarbejde med EU's institutioner, organer, kontorer og agenturer i forbindelse med indsamling af de statistikker, der er nødvendige for udførelsen af ESCB's opgaver i overensstemmelse med ESCB-statutens artikel 5. ECB burde derfor være blevet hørt på et passende tidspunkt i lovgivningsprocessen.

Det andet tilfælde af manglende høring omhandlede et forslag til direktiv om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritiseringer og tilsyn med aflønningspolitikker.⁶⁰ ECB var blevet hørt om et tidligere udkast og afgav en udtalelse⁶¹ den 12. november 2009. Europa-Parlamentet vedtog den 7. juli 2010 direktivet, der indeholdt en række ændringer, og direktivet blev herefter

51 CON/2010/25, CON/2010/24, CON/2010/20, CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/44, CON/2010/42, CON/2010/56, CON/2010/91 og CON/2010/37.

52 CON/2010/42.

53 CON/2010/88.

54 CON/2010/42, CON/2010/51, CON/2010/56, CON/2010/69 og CON/2010/80.

55 CON/2010/80.

56 CON/2010/91.

57 CON/2010/51, CON/2010/69 og CON/2010/80.

58 Ved "åbenbare" forstås ECB tilfælde, hvor der ikke kan herske nogen juridisk tvivl om, at ECB skulle have været hørt, og ved "væsentlige" forstås tilfælde, i) hvor ECB, hvis den var blevet hørt, ville være kommet med væsentlige kritiske kommentarer om lovforslagets indhold, eller ii) som er af generel betydning for ESCB.

59 Kommissionens forordning (EU) nr. 1097/2010 af 26. november 2010 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 177/2008 om fastlæggelse af en fælles ramme for virksomhedsregistre til statistiske formål for så vidt angår udveksling af fortrolige oplysninger mellem Kommissionen (Eurostat) og centralbankerne, EUT L 312, 27.11.2010, s. 1.

60 KOM (2009) 362 endelig.

61 CON/2009/94.

formelt vedtaget af Rådet.⁶² I lyset af forpligtelsen til at høre ECB igen om væsentlige ændringer til foreslået lovgivning inden for dens kompetenceområde besluttede ECB at komme med en udtalelse om det ændrede forslag på eget initiativ den 6. august 2010.⁶³

I 2010 registrerede ECB ti tilfælde af manglende høring om forslag til national lovgivning og fremsatte en udtalelse. Nedenstående fem tilfælde blev anset for åbenbare og væsentlige.

De bulgarske myndigheder undlod at høre ECB om en lov vedrørende det bulgarske finanstilsyns sammensætning og opgaver og ikke mindst parametrene for det rådgivende organ for finansiel stabilitet, hvilket er et spørgsmål af generel betydning for ESCB.

Endvidere blev ECB ikke hørt om en portugisisk lov, der pålægger centralbanken visse nye opgaver. Loven er af generel betydning for ESCB, da den vedrører den portugisiske centralbanks finansielle uafhængighed, og ECB ville have fremsat væsentlige kritiske kommentarer.

I forbindelse med kriserelaterede finanspolitiske tiltag blev ECB ikke hørt i tre tilfælde. De græske myndigheder undlod at høre ECB i to tilfælde. Første gang vedrørte et lovforslag om ansættelsessystemet i den offentlige sektor af betydning for Bank of Greeces enekompetence til at ansætte en særlig personalekategori, og anden gang et lovforslag, der bl.a. indfører restriktioner på ansættelse i den offentlige sektor, herunder Bank of Greece, med det formål at begrænse den aktuelle budgetkrisens negative virkninger. De slovenske myndigheder undlod at høre ECB om lovgivning vedrørende udstedelsen af statsgarantier og lån til kreditinstitutter. ECB anser disse tilfælde for at være af generel betydning for ESCB, da de omhandler den finansielle krise og medlemslandenes redningspakker.

Fra 2010 er oplysninger om medlemslandenes klare og gentagne tilfælde af manglende høring af ECB også medtaget i Årsberetning

gen. "Gentagne tilfælde" omfatter tilfælde, hvor det samme medlemsland undlader at høre ECB mindst tre gange i to fortløbende år med mindst ét tilfælde af manglende høring i hvert af de pågældende år. ECB registrerede for både Grækenlands og Ungarns vedkommende to tilfælde af manglende høring vedrørende udkast til national lovgivning i 2009 og tre tilfælde i 2010.

6.3 FORVALTNING AF EU'S LÅNEOPTAGELSESG- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER, EUROPEAN FINANCIAL STABILITY FACILITY SAMT PULJEN AF BILATERALE LÅN TIL GAVN FOR DEN HELLENSKE REPUBLIK

Ifølge Traktatens artikel 14, stk. 2, artikel 17, 21.2, 43.3 og 46.1 i ESCB-statutten og 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 har ECB fortsat ansvaret for forvaltningen af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte som fastlagt ved ECB's afgørelse ECB/2003/14 af 7. november 2003 ændret ved ECB's afgørelse ECB/2009/17 af 19. juni 2009. I 2010 modtog ECB fire udbetalinger på vegne af EU og overførte de pågældende beløb til låntagerlandene (Rumænien og Letland). På otte lån forfaldt der rentebetalinger, som blev behandlet af ECB. Det samlede udestående lån fra EU under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte udgjorde pr. 31. december 2010 12.1 mia. euro.

I forbindelse med låneaftalen mellem medlemslande, der har indført euroen som valuta,⁶⁴ og Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)⁶⁵ som

62 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2010/76/EU af 24. november 2010 om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritiseringer og tilsyn med aflønningspolitikker, EUT L 329, 14.12.2010, s. 3.

63 CON/2010/65.

64 Ekskl. Den Helleenske Republik og Forbundsrepublikken Tyskland.

65 Der handler i offentlighedens interesse efter instruks og under garanti fra Forbundsrepublikken Tyskland.

långivere og Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntageren og ifølge artikel 17 og 21.2 i ESCB-statutten samt artikel 2 i ECB's afgørelse ECB/2010/4 af 10. maj 2010 er ECB ansvarlig for at behandle alle de pågældende betalinger på vegne af långiverne og låntageren. I 2010 modtog ECB to betalinger fra långiverne og overførte beløbene til låntageren. På begge lån forfaldt der rentebetalinger, som blev behandlet af ECB. Det samlede udestående vedrørende puljen af bilaterale lån til gavn for Den Helleniske Republik udgjorde pr. 31. december 2010 21 mia. euro.

I overensstemmelse med Traktatens artikel 122, stk. 2, og 132, stk. 1, artikel 17 og 21 i ESCB-statutten og artikel 8 i Rådets forordning (EU) nr. 407/2010 af 11. maj 2010 er ECB ansvarlig for forvaltningen af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner under European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM. I den forbindelse åbnede ECB en konto til Europa-Kommissionen med hjemmel i artikel 2 i ECB's afgørelse ECB/2010/17 af 14. oktober 2010. Der blev ikke udført nogen operationer under EFSM i 2010.

Ifølge artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk. 5, i rammeaftalen for EFSF, EFSF Framework Agreement), er ECB ansvarlig for forvaltningen af lån fra European Financial Stability Facility, EFSF, til medlemslande, der har indført euroen som valuta. I den forbindelse åbnede ECB en konto til EFSF med hjemmel i artikel 1 i ECB's afgørelse ECB/2010/15 af 21. september 2010. Der blev ikke udført nogen operationer under EFSF i 2010.

6.4 EUROSISTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Omfattende tjenesteydelser blev fortsat tilbudt i 2010 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

eurområdet 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, var stabilt i 2010. Med hensyn til tjenesteydelserne sås der en behersket stigning i kundernes samlede beholdninger af kontanter (inkl. indlån) og værdipapirer.



Grossmarkthalle set fra syd inden påbegyndelsen af de største anlægsarbejder. Grossmarkthalle er en fredet bygning, der tidligere husede Frankfurts engrosmarked for frugt og grønt. Den blev opført mellem 1926 og 1928 og er tegnet af professor Martin Elsässer.

KAPITEL 3

ESTLANDS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET

I DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I ESTLAND

Den 13. juli 2010 vedtog Rådet for Den Europæiske Union, at Estland kunne indføre euroen som valuta fra 1. januar 2011, hvorved antallet af eurolande steg fra 16 til 17. Rådets beslutning var baseret på de konvergensrapporter, som ECB og Europa-Kommissionen havde offentliggjort i maj 2010, og fulgte efter en debat i Det Europæiske Råd, en udtalelse fra Europa-Parlamentet, et forslag fra Europa-Kommissionen og en anbefaling fra Eurogruppen. Samme dag vedtog Rådet en forordning, der fastsatte den uigenkaldelige omregningskurs mellem den estiske kroon og euroen. Omregningskursen blev fastsat til EEK 15,6466 pr. euro. Det var også centralkursen for den estiske kroon i den periode, Estland var medlem af valutakursmekanismen ERM2.

Estland har i flere år været en af EU's hurtigst voksende økonomier. Den hurtige økonomiske vækst viste sig imidlertid at være uholdbar, idet der var klare tegn på overophedning i løbet af 2005-07. Allerede i 2007 begyndte den øko-

nomiske vækst at aftage, selv om den fortsat var stærk. Som følge af denne uholdbare makroøkonomiske udvikling og sammenbruddet i verdenshandlen oplevede Estland et markant vendepunkt i den økonomiske aktivitet og et kraftigt fald i 2009 (se tabel 14). Estland gennemgik derfor en omfattende økonomisk tilpasning, der bidrog til afvikling af nogle af de eksterne og interne ubalancer, som var blevet opbygget i årene med stærk vækst. I 2010 begyndte den økonomiske aktivitet at stige. Den årlige BNP-vækst blev positiv i 2. kvartal 2010 og lå på 6,6 pct. i 4. kvartal. Hvad angår den eksterne udvikling, havde Estland et meget stort underskud på 10 pct. af BNP på de løbende poster og kapitalposterne mellem 2000 og 2008. At få korrigeret det store underskud har været en central del af den nødvendige tilpasningsproces, som Estland har været igennem efter perioden med overophedning. Efter et markant fald i den indenlandske efterspørgsel, som medførte lavere import, blev underskuddet vendt til et

Tabel 14. De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Estland

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vækst i realt BNP	-0,3	10,0	7,5	7,9	7,6	7,2	9,4	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1 ³⁾
<i>Bidrag til vækst i realt BNP (i procentpoint)</i>												
Indenlandsk efterspørgsel, herunder lagerinvesteringer	-4,3	8,0	7,0	12,5	10,7	7,3	10,1	15,8	7,7	-7,3	-19,6	..
Nettoeksport	5,3	-1,1	-2,9	-5,9	-2,7	-0,7	-0,5	-6,0	-5,6	5,7	11,3	..
HICP-inflation	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7
Lønsum pr. ansat	9,1	14,5	9,6	9,1	11,7	12,2	10,9	14,1	24,6	10,1	-3,3	..
Nominelle enhedsløn-omkostninger	4,6	2,5	2,9	2,4	5,3	4,6	3,4	8,7	17,4	16,3	1,1	..
BNP-deflator	7,5	4,5	5,3	3,3	4,2	3,6	5,5	8,3	10,5	7,2	-0,1	..
Importdeflator	1,4	5,8	2,0	-0,1	-0,2	1,5	3,3	4,1	3,3	5,9	-1,1	..
Ledighed i pct. af arbejdsstyrken	11,3	13,6	12,6	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	13,8	16,9
Samlet beskæftigelse	-4,4	-1,5	0,8	1,3	1,5	0,0	2,0	5,4	0,8	0,2	-9,9	..
Løbende poster og kapitalposter (i pct. af BNP)	-4,3	-4,9	-4,9	-10,1	-10,6	-10,6	-9,2	-13,2	-16,2	-8,7	7,3	..
Offentlig saldo (i pct. af BNP) ²⁾	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	-1,0
Offentlig gæld (i pct. af BNP) ²⁾	6,0	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2	8,0
Nominel 3-måneders-pengemarkedsrente (i pct.)	7,8	5,7	5,3	3,9	2,9	2,5	2,4	3,2	4,9	6,7	5,9	1,6
Nominel valutakurs over for euroen ¹⁾	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6

Kilder: ECB, Eurostat og Europa-Kommissionen.

1) Estiske kroon pr. euro.

2) Europa-Kommissionens efterårsprognose 2010.

3) Foreløbige skøn.

overskud og nåede i tredje kvartal 2010 op på 8,4 pct. af BNP.

I Estland har inflationen været meget volatil i det seneste årti. Efter en generelt nedadgående tendens fra midten af 1990'erne til 2003 begyndte HICP-inflationen igen at stige i 2004 som følge af forhøjelser af administrativt fastsatte priser, der til dels skyldtes EU-tiltrædelsen, stigende energipriser og tegn på overophedning. På trods af en stærk konjunkturedgang i 2008, fortsatte inflationen med at stige og nåede et toppunkt på 10,6 pct., hvilket afspejlede stigende globale råvarepriser, harmonisering af skatteregler og en forsinket justering af lønninger i forhold til de ændrede økonomiske forhold. I takt med, at økonomien fortsat forværredes og blev til en egentlig recession, faldt den årlige inflation hurtigt og blev negativ i nogle måneder, med et gennemsnit på 0,2 pct. for 2009 som helhed. HICP-inflationen steg markant igen i 2. halvår 2010 som følge af stigende råvarepriser på verdensmarkedet, forhøjelser af administrativt fastsatte priser og afgifter samt opsvinget i den økonomiske aktivitet. For 2010 som helhed lå HICP-inflationen på 2,7 pct.

Som følge af de seneste års omfattende økonomiske tilpasning har Estland i dag en høj ledighed, 13,6 pct. i gennemsnit i 4. kvartal 2010. Estlands arbejdsmarked er relativt fleksibelt, men der hersker stadig store regionale forskelle i beskæftigelsen og ledigheden samt uoverensstemmelse mellem udbudte og efterspurgte kvalifikationer. Disse faktorer har været medvirkende til en markant lønvækst i perioden 2005-2008. Svag økonomisk aktivitet og den stigende ledighed har efterfølgende bidraget til et kraftigt fald i lønvæksten i både den private og offentlige sektor. Denne tilpasning er nødvendig for at undgå, at det midlertidigt høje ledighedsniveau i Estland ikke bliver permanent.

I perioden fra 2000 til 2009 førte Estland generelt en sund finanspolitik og opnåede dermed budgetter, som var tæt på balance eller viste overskud, indtil 2007. Den samlede offentlige budgetsaldo forringedes dog i 2008 i forbindelse med den kraftige konjunkturedgang. Det

offentlige underskud steg til 2,8 pct. af BNP i 2008 og faldt derefter til 1,7 pct. af BNP i 2009 som følge af regeringens betydelige konsolideringstiltag, som udgjorde omkring 9 pct. af BNP (heraf anslås ca. en tredjedel at være midlertidig). Underskuddet svarede på det tidspunkt til de laveste i euroområdet i 2009, og Estland er et af de få EU-lande, der i dag ikke er underlagt proceduren i forbindelse med et uforholdsmæssigt store underskud. Den offentlige gældskvoto udgjorde 7,2 pct. af BNP i 2009. Ifølge Europa-Kommissionen vil Estlands offentlige underskud sandsynligvis falde til 1,0 pct. af BNP, mens den offentlige bruttogæld ventes at blive 8,0 pct. af BNP. Fremover er det vigtigt, at der bliver gennemført yderligere konsolideringstiltag, så Estland kan opnå et overskud på de offentlige finanser, i tråd med målsætningen på mellemlangt sigt, i 2013 og dermed kan bevare den holdbare budgetstilling.

Økonomisk politik og pengepolitik har spillet en vigtig rolle i Estlands konvergensproces i det seneste årti. Med indførelsen af et currency board-regime i 1992 blev den estiske kroon først knyttet til D-marken og derefter til euroen i 1999. Desuden var fastholdelse af prisstabilitet som det primære pengepolitiske mål blevet inkorporeret i centralbankloven i 2003. I perioden 2005-08 blev de pengepolitiske forhold i Estland under currency board-regimet dog samlet set for ekspansive. På trods af landets tidligere relativt sunde finanspolitiske resultater var pengepolitikken ikke tilstrækkelig stram til at kunne modstå efterspørgselspres og understøtte prisstabilitet. Det medførte en uforholdsmæssigt kraftig vækst i kreditgivningen og stigende aktivpriser, især på boligmarkedet, og de ubalancer, der fulgte i kølvandet, måtte efterfølgende afvikles under en kraftig tilpasningsperiode med recession.

Eesti Panks politiske rammer medførte, at ECB's rentebeslutninger havde direkte indflydelse på renten i den estiske økonomi. Pengemarkedsrenterne i Estland havde i mange år stort set fulgt de tilsvarende renter for euroområdet. Men med forværringen af den finansielle krise i efteråret 2008 steg risikopræ-

mierne, markedsrenterne blev i stigende grad uafhængige af pengemarkederne i euroområdet, og spændene over for euroområdet udvidedes. Fra november 2009 begyndte pengemarkedsspændene dog at indsnævres markant, hvilket afspejlede budgetkonsolideringstiltag, en faldende global risikoaversion og ændrede markedsforventninger til udsigterne for Estlands indførelse af euroen. På trods af nogle udsving førte denne indsnævring gradvis til konvergens mellem pengemarkedsrenterne i Estland og euroområdet.

For at kunne høste alle fordelene ved euroen og give tilpasningsmekanismerne frit spillerum i det udvidede valutaområde er det vigtigt, at Estland fører en økonomisk politik, der er fokuseret på at sikre en holdbar konvergensproces. I den forbindelse er det vigtigt at fastholde lav inflation. Det er helt afgørende, at andre politiske områder end pengepolitikken giver den estiske

økonomi mulighed for at imødegå eventuelle landespecifikke stød samt at undgå, at der igen opstår makroøkonomiske ubalancer. De estiske myndigheder har også offentligt understreget, at det overordnede mål er at sikre økonomiske forhold, der fremmer holdbar vækst i produktionen og beskæftigelsen på mellemlangt sigt i sammenhæng med afbalancerede makroøkonomiske forhold og prisstabilitet. De estiske myndigheder bør derfor målrettet følge en strategi bestående af i) yderligere budgetkonsolidering, ii) fortsatte strukturreformer og iii) en styrkelse af politikkerne for den finansielle sektor for at sikre finansiell stabilitet og forebygge akkumulering af risici.

Boks 9

STATISTISKE KONSEKVENSER AF UDVIDELSEN AF EUROOMRÅDET MED ESTLAND

Med Estlands indtræden i euroområdet pr. 1. januar 2011 skal de statistiske serier for euroområdet for femte gang udvides til at omfatte nye medlemslande (Grækenland indtrådte i 2001, Slovenien i 2007, Cypern og Malta i 2008 og Slovakiet i 2009). Udarbejdelsen af statistikker for det udvidede euroområde er blevet koordineret med Europa-Kommissionen, hvor det har været nødvendigt.

Estlands indtræden i euroområdet betyder, at residerter i Estland – både fysiske og juridiske personer – er blevet residerter i euroområdet. Det påvirker statistikker (betalingsstrømme) for residerter i euroområdet og deres positioner, både internt og i forhold til residerter uden for euroområdet, fx monetær statistik, betalingsbalancestatistik og statistik for kapitalbalancen over for resten af verden samt finansielle konti. I disse tilfælde skal transaktioner og stillinger mellem estere og andre residerter i euroområdet nu "konsolideres" for at sikre en hensigtsmæssig definition af residerter i euroområdet i alle de relevante statistikker.

Siden januar 2011 har Estland således skullet opfylde alle statistiske krav fra ECB, dvs. levere fuldt harmoniserede og sammenlignelige nationale tal.¹ Eftersom udarbejdelsen af nye statistikker er en langvarig proces, begyndte Eesti Pank og ECB på de statistiske forberedelser, længe inden Estland blev medlem af EU. Eesti Pank intensiverede efter sin indtræden i ESCB i 2004 indsatsen for at opfylde ECB's krav vedrørende statistikker over monetære og finansielle for-

¹ ECB's statistikkrav opsummeres i dokumentet "ECB statistics: an overview", april 2010.

hold, betalingsbalancen og kapitalbalancen, offentlige finanser og finansielle konti. Desuden skulle Eesti Pank træffe de nødvendige foranstaltninger til at integrere de estiske kreditinstitutter i ECB's reservekravssystem og opfylde de nødvendige statistikkra­v på dette område.

For de rapporterende virksomheder og nationale centralbanker i de andre eurolande betyder udvidelsen af euroområdet, at de pr. januar 2011 skal rapportere transaktioner (eller betalingsstrømme) og positioner vedrørende residenter i Estland som en del af euroområdet og ikke som transaktioner og positioner vedrørende residenter uden for euroområdet, som det tidligere var tilfældet.

Desuden har Estland og andre eurolande skullet levere bagudrettede tal med tilstrækkelige geografiske oplysninger og sektoroplysninger, der mindst gik tilbage til 2004, som var det år, hvor Estland blev medlem af EU. Disse historiske tal giver mulighed for at udarbejde aggregater for euroområdet i dets nye sammensætning for en række år før udvidelsen.

Hvad angår offentliggørelsen af statistik for euroområdet, har ECB givet brugere onlineadgang til to sæt tidsserier, et med tal for det nuværende euroområde (dvs. inklusive Estland) så langt tilbage som muligt, og et, der forbinder de forskellige sammensætninger af euroområdet begyndende med de 11 lande i 1999.

2 JURIDISKE ASPEKTER AF EESTI PANKS INTEGRATION I EUROSYSTEMET

I henhold til traktatens artikel 140 gennemgik ECB Eesti Panks statut og anden relevant estisk lovgivning med henblik på overensstemmelse med traktatens artikel 131. ECB's bedømmelse af den estiske lovgivnings overholdelse af traktaten og af statuten for ESCB var positiv under forudsætning af, at nogle yderligere ændringer af Estlands lovgivning ville træde i kraft i tide, jf. konvergensrapporten der blev offentliggjort i maj 2006. ECB bemærkede, at det estiske parlament vedtog disse lovændringer den 22. april 2010.

ECB og Eesti Pank indførte en række retsinstrumenter for at sikre integrationen af Eesti Pank i Eurosystemet pr. 1. januar 2011. Eurosystemets juridiske rammer blev tilpasset som følge af Ecofin-Rådets beslutning af 13. juli 2010 om at ophæve Estlands dispensation¹. ECB vedtog de nødvendige retsinstrumenter vedrørende indbetaling af den resterende kapital og overførsel af valutareserver til ECB² og fastlagde seddelfordelingsnøglen med virkning fra 1. januar 2011.³ I henhold til artikel 27, stk. 1, i statuten for ESCB vedtog Styrelsesrådet en henstilling vedrørende Eesti Panks eksterne revisorer af årsregnskabet fra og med regnskabsåret 2011.⁴ ECB gennemgik også sine juridiske rammer og foretog de nødvendige ændringer som følge af Eesti Panks medlemskab af Eurosystemet. Ændringerne omfattede en gennemgang af den estiske lovgivning, der gennemførte Eurosystemets juridiske rammer for pengepolitikken og Target2, som gav estiske modparter mulighed for at deltage i Eurosystemets markedsoperationer fra 3. januar 2011. ECB vedtog ligeledes en beslutning om overgangsbestemmelser for ECB's anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euroen i Estland.⁵ Endelig blev ERM2-aftalen⁶ med Eesti Pank bragt til ophør.

Indførelsen af euroen i Estland og integrationen af landets centralbank i Eurosystemet krævede også ændringer af visse estiske retsinstrumenter. ECB blev hørt i forbindelse med udarbejdelse af national lovgivning vedrørende overgangen til euro, afrundingsregler, seddel- og møntomløb i Estland samt rammerne for mindstereserver.⁷

Eesti Panks lov og statut var ultimo 2010 bragt i overensstemmelse med anbefalingerne i ECB's konvergensrapporter fra 2004, 2006, 2008 og 2010. Eesti Pank havde hørt ECB vedrørende udkast til ændringer af Eesti Panks lov og statut den 10. februar 2010, og ECB vedtog en udtalelse med ændringsforslag, som afspejledes i den endelige udgave af loven og statuten.⁸

Ecofin-Rådet hørte ECB vedrørende sine forslag til ændring af Rådets forordninger⁹, som banede vej for indførelsen af euroen i Estland og fastsatte euroens uigenkaldelige faste omregningskurs over for den estiske kroon¹⁰. ECB hilste lovforslagene velkommen og bemærkede, at de ville bane vej for indførelsen af euroen som Estlands møntfod efter ophævelsen af Estlands dispensation ifølge den procedure, der er anført i traktatens artikel 140, stk. 2.

1 Rådets beslutning 2010/416/EU af 13. juli 2010 i henhold til traktatens artikel 140, stk. 2, vedrørende Estlands indførelse af euroen den 1. januar 2011, EUT L 196, 28.7.2010, s. 24.

2 Afgørelse ECB/2010/34 af 31. december 2010 om Eesti Panks indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til ECB's reserver og hensættelser, EUT L 11, 15.1.2011, s. 58.

3 Afgørelse ECB/2010/29 af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 26.

4 Henstilling ECB/2010/16 af 8. oktober 2010 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Eesti Pank, EUT C 282, 19.10.2010, s. 1.

5 Afgørelse ECB/2010/18 af 26. oktober 2010 om overgangsbestemmelser for ECB's anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euroen i Estland, EUT L 285, 30.10.2010, s. 37.

6 Aftale af 13. december 2010 mellem ECB og de nationale centralbanker i medlemslandene uden for euroområdet om ændring af aftalen af 16. marts 2006 mellem ECB og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om fastlæggelse af de operationelle procedurer for en valutakursmekanisme i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, EUT C 5, 8.1.2011, s. 3.

7 CON/2010/16 og CON/2010/60.

8 CON/2010/20.

9 Rådets forordning (EU) nr. 671/2010 af 13. juli 2010 om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 med hensyn til euro-omregningskursen for Estland, EUT L 196, 28.7.2010, s. 4. Rådets forordning (EU) nr. 670/2010 af 13. juli 2010 om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 med hensyn til indførelsen af euroen i Estland, EUT L 196, 2.7.2010, s. 1.

10 CON/2010/52.

3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF EESTI PANKS INTEGRATION I EUROSYSTEMET

Efter Ecofin-Rådets beslutning af 13. juli 2010 om Estlands indførelse af euroen pr. 1. januar 2011 gennemførte ECB de tekniske forberedelser til at integrere Eesti Pank fuldstændig i Eurosystemet. I overensstemmelse med traktatens bestemmelser indtrådte Eesti Pank i Eurosystemet med nøjagtig samme rettigheder og forpligtelser som de nationale centralbanker i de EU-lande, der allerede havde indført euroen.

De tekniske forberedelser til integrationen af Eesti Pank i Eurosystemet dækkede en lang række områder, ikke mindst finansiel rapportering og regnskabsførelse, pengepolitiske operationer, styring af valutareserven og valutaoperationer, betalingsformidling, statistik og fremstilling af pengesedler. På det operationelle område var der tale om omfattende test af instrumenter, procedurer og tekniske systemer til gennemførelse af pengepolitik og valutaoperationer.

PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Den 1. januar 2011, hvor Estland indførte euroen, blev 18 estiske kreditinstitutter underlagt Eurosystemets reservekrav. En liste over disse findes på ECB's hjemmeside. Estlands indtræden i euroområdet havde kun lille indvirkning på likviditetsforholdene i Eurosystemet. De samlede reservekrav for euroområdet kreditinstitutter steg med mindre end 0,2 pct. (223 mio. euro). De autonome likviditetsfaktorer i Estland havde i perioden 1.-18. januar en likviditetsopsugende nettoeffekt, hvilket i gennemsnit øgede likviditetsbehovet i euroområdet samlede banksektor med 1,1 mia. euro.

Som følge af likviditetsoverskuddet afgav modparter fra Estland ikke nogen bud i de primære markedsoperationer i begyndelsen af 2011, bortset fra et lille beløb i den operation, der blev afviklet den 19. januar.

Ved sin indtræden i euroområdet indførte Eesti Pank også Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse, men indberettede, at der ikke fandtes nogen aktiver i Estland, som kunne stilles som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer fra 1. januar 2011.

BIDRAG TIL ECB'S KAPITAL, RESERVER OG VALUTARESERVEAKTIVER

Eesti Panks samlede indbetalte kapital udgør 19,3 mio. euro, svarende til 0,1790 pct. af ECB's tegnede kapital på 10,761 mia. euro pr. 1. januar 2011. Ved sin indtræden i ESCB den 1. maj 2004 indbetalte Eesti Pank 7 pct. af sin andel af ECB's tegnede kapital som et bidrag til ECB's driftsomkostninger; i forbindelse med ECB's kapitalforhøjelse den 29. december 2010 blev bidraget nedsat til 3,75 pct. I overensstemmelse med artikel 48, stk. 1, i statuten for ESCB, anmodes Eesti Pank om at indbetale den resterende kapitalandel, hvilket svarer til 18,5 mio. euro. Eesti Pank indbetalte 1. januar 2011 den første rate af sin kapitalandel, svarende til 12,6 mio. euro, og resten betales i yderligere to rater.

I begyndelsen af 2011 overførte Eesti Pank i overensstemmelse med artikel 30 og 48.1 i statuten for ESCB valutareserveaktiver i forhold til sin andel af ECB's tegnede kapital, hvilket svarede til 145,9 mio. euro. Heraf var 85 pct. i aktiver denomineret i japanske yen og 15 pct. i guld. Eesti Pank har valgt at gennemføre de operationelle aktiviteter i forbindelse med forvaltningen af bankens andel af ECB's valutareserveaktiver i japanske yen i fællesskab med Suomen Pankki – Finlands Bank. Som følge af overførslen af valutareserveaktiver til ECB krediteredes Eesti Pank en fordring i euro på ECB i overensstemmelse med artikel 30, stk. 3, i statuten for ESCB.

4 OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I ESTLAND

LOGISTIK VED OVERGANGEN TIL EUROEN

Efter at Ecofin-Rådet den 13. juli 2010 ophævede Estlands dispensation, indførte Estland euroen som valuta pr. 1. januar 2011. Overgangen til eurosedler og -mønter forløb problemfrit, og efter en periode på to uger, hvor den estiske kroon og euroen begge var i omløb, erstattede euroen fuldstændig den estiske kroon som møntfod i Estland. Stort set alle kontantautomater udbetalte kun eurosedler fra 1. januar 2011. Overgangsbestemmelserne var blevet fastlagt i en plan for overgangen, som var blevet iværksat i fællesskab med relevante interessenter.

Suomen Pankki – Finlands Bank, der fungerede som logistisk modpart, tilførte 44,9 mio. eurosedler til en værdi af 1,47 mia. euro. Eesti Pank tilbagebetaler dette lån i form af pengesedler i 2012. De eurosedler, der udstedes af Eesti Pank, får bogstavet "D" i serienummeret. Eesti Pank fik leveret 194 mio. euromønter til en værdi af 58,4 mio. euro fra den finske møntfabrik.

Af den samlede værdi blev 13 pct. af de lånte eurosedler og knap halvdelen af de tilførte euromønter forhåndstilført banksektoren til påfyldning af kontantautomater og til forhåndsvidere-sendelse. Samtidig blev der fremstillet 700.000 begynder-sæt à 12,79 euro med euromønter til uddeling til offentligheden for at nedbringe mængden af småpenge i detailhandlen i de første dage af januar.

I forbindelse med indførelsen af euro i Estland vekslede de nationale centralbanker gratis estiske kroon til euro til pålydende værdi fra den første arbejdsdag i 2011 og frem til 28. februar 2011.¹¹ Beløbet, der kunne veksles, var begrænset til 1.000 euro pr. person og transaktion pr. dag. Desuden kunne enkeltpersoner i december 2010 gratis veksle kroon til euro til den uigenkaldelige omregningskurs i alle banker i Estland. De estiske posthuse deltog også i overgangsprocessen i de første 15 dage af januar for at sikre, at også landdistrikterne blev forsynet med kontanter.

Fra 1. januar 2011 og seks måneder frem kan estiske kroon gratis veksles til euro til den faste

omvekslingskurs i alle bankfilialer, der tilbyder kontanttjenester. Fra juli til december 2011 kan kroon veksles til euro i visse bankfilialer.

Eesti Pank veksler i en ubegrænset periode estiske kroon-sedler og -mønter.

OPLYSNINGSKAMPAGNEN VEDRØRENDE EUROENS INDFØRELSE

ECB forberedte i tæt samarbejde med Eesti Pank en omfattende oplysningskampagne op til indførelsen af euroen. Kommunikationsværktøjerne, der blev benyttet i kampagnen, byggede på erfaringerne fra tidligere landes overgang til euroen og omfattede opinionsundersøgelser, forskellige typer trykte publikationer og dedikerede internetsider. For første gang siden eurooplysningskampagnen i 2002 indgik der også tv-reklamer (der blev sendt fire reklamer fra november 2010 til medio januar 2011). Formålet med eurooplysningskampagnen, der blev organiseret af ECB og Eesti Pank, var at gøre kontanthåndterende virksomheder og offentligheden fortrolige med, hvordan eurosedlerne og -mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå. Kommunikationspartnere (primært banker og offentlige myndigheder) fik adgang til de kvalitetsprintfiler, der benyttes til ECB's publikationer, og kunne tilpasse og bruge dem i deres egne kommunikationsaktiviteter.

Efter at have været i kontakt med blindeforeninger, herunder Estonian Blind Association, udviklede ECB et "talende kort" til synshæmmede (en indbygget MP3-fil, der afspiller grundlæggende oplysninger om overgangen og om eurosedlerne og -mønterne).

For at markere starten på eurooplysningskampagnen i Estland, overrakte formand Trichet d. 19. september 2010 en symbolsk stjerne indeholdende eurosedler til centralbankdirektør Lipstok.

¹¹ Ifølge artikel 52 i statuten for ESCB skal ECB's styrelsesråd træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre, at pengesedler i valutaer, der er uigenkaldeligt fastlåst til euroen, omveksles af de nationale centralbanker i euroområdet til pålydende værdi. På baggrund heraf vedtog Styrelsesrådet retningslinjer for veksling af sådanne sedler den 24. juli 2006.



Gitterfacaden af beton i Grossmarkthalle set indefra. Restaureringen af Grossmarkthalle er et vigtigt aspekt i byggeriet. Bygningens grundlæggende udseende bliver bevaret, idet facader og overflader restaureres i henhold til fredningsdeklarationen.

KAPITEL 4

FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

I FINANSIEL STABILITET

Eurosystemet bidrager til de kompetente nationale myndigheders smidige gennemførelse af politikker, som er relateret til tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet. Eurosystemet yder også rådgivning til disse myndigheder og Europa-Kommissionen om anvendelsesområdet for og gennemførelsen af EU-lovgivning på de relevante områder. Efter oprettelsen af det Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) den 16. december 2010 trådte de nye europæiske tilsynsrammer i kraft den 1. januar 2011 med oprettelsen af de tre europæiske tilsynsmyndigheder (European Supervisory Authorities, ESA'er), som dækker henholdsvis bank-, værdipapir- og pensions- og forsikringssektoren. De nye rammer indebærer en betydelig styrkelse af den europæiske tilsynsstruktur, hvad angår både mikrotilsyn og nu for første gang også makroprudentiel overvågning, idet ESRB har fået mandat til at afdække og prioritere systemiske risici for den finansielle sektor i EU, at udsende advarsler og om nødvendigt at fremsætte henstillinger vedrørende foranstaltninger til at reducere disse risici. ECB varetager sekretariatsfunktionen for ESRB og yder dermed analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte til ESRB (se kapitel 6).¹

I.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

I.1.1 BANKSEKTOREN I EUROORÅDET

ECB's vigtigste opgaver, i samarbejde med ESCB's Banktilsynskomite (BSC), er at overvåge risici vedrørende finansiell stabilitet og at vurdere det finansielle systems modstandsdygtighed over for stød.² Bankerne er i fokus, da de fortsat er de vigtigste finansielle formidlere i Europa. Eftersom finansielle markeder, finansielle infrastrukturer samt andre finansielle institutioner får større og større betydning, og givet deres forbindelser til bankerne, skal ESCB's overvågning også omfatte sårbarheder i disse dele af det finansielle system.

På baggrund af fortsat uro på euroområdet markeder for statsobligationer og bankfinansiering blev markedets tillid til euroområdet bank-

sektors evne til at håndtere fremtidige risici sat på prøve i 2010. Eurolandenes målsætning om at iværksætte eller fremskynde budgetkonsolidering, oprettelsen af en europæisk finansiell stabiliseringsmekanisme (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) og en europæisk finansiell stabilitetsfacilitet (European Financial Stability Facility, EFSF), lanceringen af ECB's Securities Markets Programme (SMP) i maj – som benyttes til interventioner på euroområdet markeder for offentlige og private gældsinstrumenter – samt de generelt positive resultater af EU-stresstesten af banker, der blev offentliggjort i juli, bidrog alle væsentligt til at stabilisere markederne hen over sommeren.³ Desuden dæmpedes usikkerheden om bankernes fremtidige kapital- og likviditetsbehov som følge af aftalen om en revidering af reglerne for banker med internationale aktiviteter (Basel III-reglerne), der skal gennemføres gradvis, så bankerne fortsat kan yde kredit til økonomien. Ikke desto mindre var den økonomiske og finansielle situation i euroområdet overordnet set stadig forbundet med risici for finansiell stabilitet, og i 2. halvår var der igen bekymringer vedrørende de gensidige påvirkninger fra statsgældsproblemer og banksektorens sårbarhed i visse eurolande.⁴ Desuden opstod der i 2010 på ny globale ubalancer, som også var en væsentlig kilde til risici, idet de er forbundet med høj volatilitet i valutakurserne og måske ikke vil blive afviklet på en velordnet måde.

1 Rådets forordning (EU) nr. 1096/2010 af 17. november 2010, EUT L 331, 15.12.2010, s. 162.

2 Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort "Financial Stability Review", en halvårlig rapport om stabiliteten i euroområdet finansielle system. I 2010 publicerede ECB også strukturelle indikatorer for EU's banksektor, årsberetningen om banksektorens stabilitet i EU og årsberetningen om bankstrukturer i EU, som i 2010 indeholdt et ad hoc-bilag om bankernes lønsomhed, "Beyond RoE: How to measure bank performance". Disse rapporter, som indeholder de vigtigste resultater af BSC's overvågning af banksektorens struktur og stabilitet, findes på ECB's hjemmeside.

3 Gennemførelsen af stresstesten i hele EU blev koordineret af Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) i tæt samarbejde med ECB og Europa-Kommissionen. Metoderne er nærmere beskrevet på CEBS' og ECB's hjemmesider, og resultaterne findes på CEBS' og de deltagende nationale myndigheders hjemmesider.

4 Det kulminerede med Irlands anmodning om en finansiell hjælpepakke fra EU/IMF den 21. november.

Især viste udviklingen i euroområdet finansielle sektor i 2010 tegn på betydelige forskelle mellem medlemslandene, som i høj grad afspejlede visse landes igangværende korrektion af tidligere ubalancer. På den baggrund udgjorde tidspunktet og hastigheden for udfasningen af tilbageværende offentlige støttetiltag en særlig stor udfordring for euroområdet finansielle sektor. På mellemlangt sigt vil det dog være nødvendigt at ophæve disse foranstaltninger, da de ellers vil fortsætte med at forvride konkurrencen mellem banker og mellem lande. I mellemtiden er en af de vigtigste risici fortsat muligheden for, at bekymringer vedrørende de offentlige finansers holdbarhed varer ved eller endda tiltager, muligvis med en yderligere negativ spiral mellem offentlige finanser og den finansielle sektor til følge. Selv om den negative spiral mellem den økonomiske væksts sårbarhed, finanspolitiske ubalancer og bankernes finansieringsforhold kun for alvor gjorde sig gældende i nogle få eurolande, var der stadig risiko for afsmitning til andre eurolande.

Ikke desto mindre er udsigterne for finansiell stabilitet i euroområdet overordnet set gunstige, delvis understøttet af mere positive konjunkturer, øget gennemsigthed med hensyn til de finansielle institutioners eksponeringer samt yderligere finansielle hjælpeforanstaltninger, som blev iværksat af regeringer og centralbanker i euroområdet. Disse udsigter er dog fortsat forbundet med stor usikkerhed.

Indtjeningen for de store og komplekse bankkoncerner i euroområdet begyndte at stige igen i de første tre kvartaler af 2010, primært drevet af robuste nettorentindtægter, lavere (men stadig høje) gennemsnitlige hensættelser til tab på udlån samt stabile gebyr- og provisionsindtægter. Nettorentindtægterne blev fortsat understøttet af den stejle rentekurve og bankernes stadig forholdsvis høje rentemarginaler på nyudlån. Endvidere var der tegn på, at væksten i bankernes udlån til boligkøb nåede et vendepunkt medio 2010, dog med betydelig variation mellem medlemslandene, mens bedringen i bankernes udlån til ikke-finansielle selskaber var langt mere træg. En anden fordel for de

store og komplekse bankkoncerner var de lavere omkostninger ved risiko som følge af både en positiv udvikling i kreditforholdene og den økonomiske fremgang (dvs. en stabilisering af misligholdelsesprocenten og reduktion af dårlige lån). De store og komplekse bankkoncerner oplevede imidlertid et markant fald i handelsindtægterne i 2. kvartal 2010, som kun delvis blev udlignet i 3. kvartal. Det skyldtes lavere handelsmængder, og mange institutter havde fortsat tab på nogle af deres aktiver. I de første tre kvartaler af 2010 sås en generel forbedring af de store og komplekse bankkoncerners solvensprocent som følge af overført overskud og bankernes indsats for at skaffe kapital. En nedgang efter den seneste tids opsving i lønsomheden for de store og komplekse bankkoncerner ville have en negativ effekt på kreditgivning i realøkonomien. Endvidere er forbedringen af kvaliteten af bankernes eksponering over for kreditrisiko fortsat skrøbelig i en række lande.

1.1.2 ANDRE FINANSIELLE INSTITUTIONER

Hvad angår andre finansielle institutioner, stabiliserede forsikringssektoren i euroområdet sig i 2010. Der var dog forskel på, hvordan de enkelte forsikringsselskaber klarede sig, ikke mindst som følge af den beskedne økonomiske aktivitet. Forsikringsselskabernes finansielle resultater blev imidlertid understøttet af forholdsvis beherskede tab og stabile investeringsindtægter. Overordnet set var lønsomheden for de store forsikringsselskaber fortsat stabil i 2010. Det gjaldt også kapitalforholdene, og i gennemsnit har selskaberne rimelig kapacitet til at absorbere tab.

Fremadrettet er der dog stadig risici og udfordringer for forsikringssektoren i euroområdet, hvilket bidrager til en vis usikkerhed om udsigterne. Navnlig medfører de lave renter på AAA-ratede statsobligationer fortsat udfordringer for forsikringsselskaber (og pensionskasser) med en stor beholdning af kontrakter med et garanteret afkast tæt på eller over de aktuelle lange risikofrie renter. Samtidig påvirker det moderate økonomiske opsving og den usikkerhed, det giver anledning til, fortsat resultaterne af forsik-

ringsvirksomheden hos forsikringsselskaberne i euroområdet.

Bedringen i hedgefondsektoren fortsatte i 2010. I gennemsnit var investeringsresultaterne mindre imponerende end i 2009, men investorerne vendte også i 2010 tilbage til sektoren, og de årlige nettostrømme blev igen positive. Investorerne foretrak dog generelt de større hedgefonde, hvis vækst også kan indebære øgede risici for den finansielle stabilitet. På baggrund af lave nominelle renter og øget accept af kreditrisiko på modparterne blandt "prime broker"-banker pegede de begrænsede foreliggende data om hedgefondenes gearing på en gradvis stigning af gearingsniveauet i sektoren. Det øger sårbarheden over for forskellige risici, som er relateret til gearing.

1.2 ORDNINGER VEDRØRENDE FINANSIEL STABILITET

I 2010 iværksatte EU en grundig gennemgang af EU's rammer for kriseforebyggelse, -styring og -løsning. Reformen, som ifølge Ecofin-Rådets konklusioner af 18. maj 2010 har en tidsramme på nogle få år, fokuserer på tre primære arbejdsområder: i) implementering af en EU-dækkende ramme for politikkoordination, ii) styrkelse af EU's reguleringsrammer og iii) indførelse af mekanismer, der sikrer, at den finansielle sektor afholder nettoomkostningerne ved finansielle kriser. ECB har deltaget aktivt inden for alle tre områder i årets løb.

ECB har især støttet implementeringen af en helhedsorienteret EU-dækkende ramme for politikkoordination i forbindelse med kriseforebyggelse, -styring og -løsning. Det styrker Ecofin-Rådets koordinerende rolle i forhold til politikker for finansiell stabilitet og medfører koordineringsordninger med en klar fordeling af opgaver og ansvar mellem forskellige organer på EU-plan og nationalt plan. I den forbindelse blev det fundet nyttigt at etablere grænseoverskridende stabilitetsgrupper (cross-border stability groups, CBSG) – som defineret i samarbejdsaftalen (Memorandum of Understanding)

om grænseoverskridende finansiell stabilitet fra 2008⁵ – for alle store grænseoverskridende finansielle koncerner i EU senest medio 2011 og samtidig at underskrive grænseoverskridende samarbejdsaftaler (Voluntary Specific Cooperation Agreements (VSCA)) med henblik på at styrke politikkoordination bilateralt og multilateralt.⁶

På reguleringsområdet bidrog Eurosystemet i februar 2010 til Kommissionens offentlige høring om en EU-ramme for grænseoverskridende krisestyring i banksektoren.⁷ Eurosystemet støttede Kommissionens målsætning om at udvikle en EU-ramme for afvikling af banker og modvirke hindringer for effektiv krisestyring, som påvirker grænseoverskridende finansielle institutioner i EU. Desuden foreslog Eurosystemet flere metoder til at afhjælpe problemer vedrørende redskaber til tidlig indgriben, koncernintern overførsel af aktiver, bankafvikling⁸ og insolvens.

I maj 2010 offentliggjorde Kommissionen sin meddelelse om afviklingsfonde med forslag om at oprette et EU-dækkende netværk af præfinansierede ordninger som den bedste anvendelse af bankafgifter, så skatteyderne ikke kommer til at betale for bankkrak i fremtiden, og sådanne krak ikke destabiliserer det finansielle system. På tilsvarende måde nåede Det Europæiske Råd til enighed om, at medlemslandene skulle ind-

5 Se Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on Cross-Border Financial Stability (ECFIN/CEFCPE(2008)REP/53106), Bruxelles, 1. juni 2008.

6 Den 17. august 2010 blev den første CBSG oprettet – i nordisk-baltisk regi – da myndighederne i Danmark, Estland, Finland, Island, Letland, Litauen, Norge og Sverige underskrev en samarbejdsaftale.

7 Den 20. oktober 2009 sendte Europa-Kommissionen sin meddelelse "En EU-ramme for grænseoverskridende krisestyring i banksektoren" i offentlig høring. Meddelelsen behandler forholdet inden for tre hovedområder: i) tidlig indgriben, ii) bankafvikling og iii) insolvens.

8 "Bankafvikling" vedrører de nationale myndigheders tiltag til at styre en krise i et pengeinstitut, begrænse krisens påvirkning af den finansielle stabilitet og eventuelt sikre en mere smidig afvikling af instituttet helt eller delvis.

9 Med undtagelse af Tjekkiet, der har forbeholdt sig ret til ikke at indføre foranstaltningerne.

føre skatter og afgifter for finansielle institutioner for at sikre en retfærdig byrdefordeling og skabe incitament til at begrænse systemiske risici.⁹ I den sammenhæng anerkendte ECB, at der var behov for at koordinere de forskellige initiativer, som landene allerede har iværksat, for at begrænse risikoen for konkurrenceforvriddning mellem de nationale bankmarkeder og for at imødegå forhindringer for det grænseoverskridende samarbejde i krisetider. ECB har således bidraget aktivt til arbejdet i Det Økonomiske og Finansielle Udvalg's (EFC) ad hoc-arbejdsgruppe om krisestyring ved at overvåge de forskellige afgiftssystemer i EU og fremsætte anbefalinger om mulighederne for at afhjælpe problemer på kort sigt, fx dobbeltbeskatning og ulige konkurrencevilkår.

I oktober 2010 udsendte Kommissionen meddelelsen "En EU-ramme for krisestyring i finanssektoren", som opridser de vigtigste elementer i en reform, der vil indgå i EU's lovforslag i 2011. Ud over den umiddelbare prioritet med hensyn til at få effektive krisestyringsordninger på plads i alle medlemslande indeholder Kommissionens meddelelse også en køreplan for nogle af de mere langsigtede udfordringer i forbindelse med smidig håndtering af kriser. Eurosystemet støtter Kommissionens forslag om at styrke EU-reguleringsrammerne for krisehåndtering og afvikling. En omfattende ramme for krisestyring vil bl.a. sikre, at afvikling i sidste ende er et troværdigt alternativ selv for en systemisk vigtig institution, der opererer på tværs af landegrænser. At nå dette mål kræver ikke blot, at myndighederne får mere effektive redskaber, men også bestemmelser, som fremmer samarbejde mellem medlemslande i krisesituationer. Kommissionen sendte de tekniske detaljer i dette forslag i offentlig høring den 6. januar 2011.¹⁰ I december 2010 støttede Ecofin-Rådet, i konklusionerne om kriseforebyggelse, -styring og -løsning, Kommissionens forestående lovgivningsarbejde og opfordrede EFC til at fortsætte med at overvåge de nationale skatte- og afgiftssystemer, navnlig med hensyn til lige konkurrencevilkår og koordinering.¹¹

¹⁰ Se også Europa-Kommissionens hjemmeside (<http://ec.europa.eu>).

¹¹ Rådets konklusioner om kriseforebyggelse, -styring og -løsning, 3054. møde i Ecofin-Rådet, Bruxelles, 7. december 2010.

2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

2.1 BANKVIRKSOMHED

På bankområdet fulgte reguleringsarbejdet i 2010 den dagsorden, der blev fastlagt af G20 på topmøderne i henholdsvis London og Pittsburgh i 2009 med den endelige målsætning om at opbygge et mere robust finansielt system, der understøtter solid og stabil økonomisk vækst. Med dette formål for øje har gruppen af centralbank- og tilsynschefer (GHOS), som er overvågningsorganet i Baselkomiteen for Banktilsyn, truffet beslutning om en betydelig styrkelse af de eksisterende kapitalkrav og indførelse af global regulering af likviditetsrisiko.¹² Denne reformpakke kaldes også Basel III og er en hjørnesten i de nye internationale tilsynsrammer.

Basel III-pakken indeholder en ny definition af kapital med fokus på de elementer, der bedst kan absorbere tab, fx egenkapital og tilsvarende kapital for andre selskaber end aktieselskaber. Ud over denne kvalitative forbedring er kapitalkravet også blevet væsentligt forøget. Det nye minimumskrav til ikke-hybrid kernekapital er fastsat til 4,5 pct. af de risikovægtede aktiver, suppleret med en kapitalbevaringsbuffer på 2,5 pct. som værn mod fremtidige stressperioder. Inklusive anden kernekapital og supplerende kapital øges det samlede effektive kapitalkrav fra de nuværende 8 pct. til 10,5 pct. af de risikovægtede aktiver. Endvidere kan en modcyklisk kapitalbuffer, der skal aktiveres i tider med overdreven udlånsvækst, tilføje op til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver, afhængig af udviklingen i kreditgivningen i de enkelte lande. Som svar på Kommissionens høring vedrørende modcykliske kapitalbuffer støttede Eurosystemet op om arbejdet på såvel internationalt som EU-niveau med udformning af en modcyklisk kapitalbuffermekanisme. Samtidig understregedes behovet for konsistent gennemførelse på EU-plan såvel som internationalt. Idet ESRB og Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, sikrer lige konkurrencevilkår internationalt ved at fastlægge så detaljerede krav som muligt for modcykliske kapitalbuffer i selve kapitalkravsdirektivet, kan de to instanser, i kraft af deres respektive roller i det europæiske tilsynssystem, udstede overordnede principper og tek-

niske standarder for at specificere yderligere krav, der gør rammerne fleksible over for udviklingen i det finansielle system og de forskellige stød, det oplever.¹³

I overensstemmelse med G20-mandatet suppleres de risikobaserede krav desuden med et gennemsnitligt og internationalt sammenligneligt ikke-risikobaseret gearingsmål.

Reguleringen af likviditetsrisiko består af to vigtige kvantitative krav med fokus på at begrænse ubalancer i kortfristede likviditetsbehov og indføre et strukturelt, langsigtet likviditetskrav for at mindske bankernes afhængighed af markedsfinansiering og andre ustabile finansieringskilder og for at fremme stabil, langsigtet finansiering. For at gøre det nemmere for tilsynsmyndighederne at overvåge likviditetsrisiko og udveksle oplysninger suppleres de kvantitative tiltag med et sæt overvågningsværktøjer.

I overensstemmelse med udviklingen på reguleringsområdet iværksatte Europa-Kommissionen to høringer. Den første blev iværksat i februar 2010 og omhandlede forslag til ændring af kapitalkravsdirektivet vedrørende likviditetskrav, definition af kapital, gearingsmål, ændringer i håndteringen af modpartskreditrisiko, modcykliske foranstaltninger, herunder hensættelser til forventede kredittab igennem hele konjunkturførløbet, et fælles regelsæt og systemisk vigtige finansielle institutioner. Den anden høring, der blev iværksat i oktober 2010, vedrører indførelse af en modcyklisk kapitalbuffer.

ECB støtter fuldt ud GHOS-aftalen og betragter den som et afgørende skridt mod opfyldelse af G20-mandatet. Krisen har tydeligt vist, at foranstaltninger til at gøre det finansielle system

12 Yderligere oplysninger findes i "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems" og "Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring", som begge er publiceret den 16. december 2010 og findes på BIS' hjemmeside (<http://www.bis.org>).

13 Se "Countercyclical capital buffer – position of the Eurosystem on the Commission's consultation document", som er tilgængelig på ECB's hjemmeside.

mere robust bør prioriteres højt. Uanset omkostningerne ved ændringer i reglerne, hvoraf nogle er midlertidige, vil de nye rammer gavne den globale økonomi ved i betydeligt omfang at mindske risiciene ved fremtidige finansielle kriser.

Ikke desto mindre mener ECB, at det fortsat er afgørende at gennemføre pakken gradvis som planlagt i perioden 2013-19, og at den videre udvikling skal vurderes i forhold til de foranstaltninger, der allerede er på vej. I overgangsperioden skal kapital-, likviditets- og gearingskravene overvåges nøje, hvad angår konsekvenserne for bestemte forretningsmodeller, specifikke banksektorer, finansielle markeder og økonomisk vækst. Samtidig skal der fokuseres på at sikre konsistent gennemførelse af de nye regler internationalt.

I overensstemmelse med G20-mandatet koncentrerede Financial Stability Board (FSB) sig i 2010 om at udvikle velintegrerede rammer med henblik på at begrænse de risici og eksterne faktorer, der er forbundet med systemisk vigtige finansielle institutioner. De nye rammer vil bestå af følgende elementer: i) værktøjer til effektiv afvikling af systemisk vigtige finansielle institutioner, ii) mere intensivt og effektivt tilsyn og overvågning, iii) robuste kerneinfrastrukturer på det finansielle marked med henblik på at reducere afsmitningsrisici og iv) yderligere tilsynsmæssige og andre krav for at øge modstandsdygtigheden over for tab. GHOS bemærkede i en pressemeddelelse i september 2010 om kalibreringen af de nye krav, at de systemisk vigtige finansielle institutioners evne til at absorbere tab burde være større end kravene i Basel III-reglerne.

ECB bifalder og støtter FSB's arbejde på dette vigtige område. Eftersom systemisk vigtige finansielle institutioner opererer globalt, er og bliver det afgørende, at der i FSB-regi samarbejdes for at sikre ensartethed af reglerne internationalt, så usikkerhed om ulige konkurrencevilkår reduceres.

2.2 VÆRDIPAPIRER

I 2010 fortsatte arbejdet med regulering af hedgefonde, kreditvurderingsbureauer og "short selling". G20 bekræftede sin erklærede målsætning om at forbedre overvågningen af hedgefonde og kreditvurderingsbureauer.¹⁴ På europæisk plan blev bekymringer vedrørende potentielt skadelige virkninger af short selling håndteret af CESR.¹⁵

Hvad angår hedgefonde, blev der i oktober opnået enighed¹⁶ i Rådet om direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde, og den 11. november 2010 blev forslaget vedtaget i Europa-Parlamentet. Ifølge direktivet skal alle forvaltere af alternative investeringsfonde over en vis størrelse være underlagt passende krav om tilladelse og registrering med henblik på at forbedre risikostyringen og sikre god fondsstyring, øge investorbekyttelsen og udvikle rammer for overvågning af makroprudentielle risici. Under forudsætning af, at disse krav opfyldes, kan forvaltere af alternative investeringsfonde få udstedt et pas, som bemyndiger dem til at markedsføre fonde til professionelle investorer på tværs af det indre marked. Eurosystemet bifaldt i sit høringssvar på Europa-Kommissionens forslag om hedgefonde fuldt og helt mere gennemsigtighed og øget makroprudentiel overvågning af hedgefondsektoren og understregede, at indførelsen af en omfattende og harmoniseret reguleringsmæssig ramme for forvaltere af alternative investeringsfonde i EU kunne være det første skridt mod en global konsensus. Desuden understregede Eurosystemet betydningen af at fortsætte den internationale dialog med sigte på en global koordineret ramme.¹⁷

¹⁴ *The G-20 Toronto Summit Declaration*, G20, 26.-27. juni 2010.

¹⁵ *Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, CESR, marts 2010.

¹⁶ Mellem Rådet, Europa-Kommissionen og Europa-Parlamentets Økonomiske og Monetære Udvalg.

¹⁷ *European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, ECB, 25. februar 2009.

Hvad angår kreditvurderingsbureauer, har Kommissionen fremsat et forslag om ændring af de eksisterende regler på området.¹⁸ I sin udtalelse om forslaget¹⁹ bifaldt ECB generelt tiltagene til at styrke de reguleringsmæssige rammer, navnlig ved at give Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA) omfattende beføjelser med hensyn til registrering og overvågning af kreditvurderingsbureauer og ved at overveje at øge gennemsigtigheden og konkurrencen på markedet for kreditvurdering af strukturerede finansielle instrumenter.

Som reaktion på bekymringer vedrørende virkningerne af short selling under de ekstreme markedsforhold, som den finansielle krise skabte, har myndigheder over hele verden vedtaget en række tiltag. I Europa foreslog CESR i marts 2010 et fælleseuropæisk offentliggørelsesregime. Endvidere udsendte Europa-Kommissionen høringsmateriale den 14. juni 2010. Eurosystemet bifaldt i sit svar af 5. august 2010 den foreslåede ordning vedrørende gennemsigtighed i forbindelse med EU-aktier. Det blev understreget, at ESMA, sammen med andre relevante myndigheder, skulle spille en central rolle i krisituationer, og at forbud mod eller restriktioner på short selling bør være tidsbegrænsede og kun gælde under ekstraordinære omstændigheder. Eurosystemet støttede generelt håndhævelse i tilfælde af manglende afvikling af udækket short selling og at tildele de kompetente myndigheder beføjelser til at indføre midlertidige begrænsninger på short selling. Kommissionens efterfølgende forslag til en forordning sigtede mod at øge harmoniseringen, koordineringen og gennemsigtigheden samt at mindske systemiske risici, risici for markedsintegritet og afviklingsrisici.²⁰

2.3 REGNSKABSPRINCIPPER

Den vigtigste udvikling i 2010 vedrørte det igangværende arbejde i Financial Accounting Standards Board (FASB) og International Accounting Standards Board (IASB) for, på foranledning af G20, at afhjælpe de svagheder, der blev afdækket i kølvandet på den finansielle

krise, og for at opnå større overensstemmelse mellem standarderne.

For at efterkomme G20's opfordring til at indtage interessenter mere i processen om fastsættelse af standarder øgede IASB sin opsøgende indsats yderligere med henblik på bred involvering af interessenter i processen.

I den forbindelse gav ECB ved mange forskellige lejligheder IASB bidrag vedrørende vigtige regnskabsprojekter (navnlig regnskabsprincipper for finansielle instrumenter) og på mere overordnet plan om FASB's og IASB's konvergensarbejde.

I april 2010 fremsatte ECB kommentarer til IASB's forslag om at imødegå reguleringsmæssige bekymringer ved at indføre et "reguleringsmæssigt regnskab". ECB understregede betydningen af at opretholde et godt samarbejde mellem IASB og reguleringsmyndighederne vedrørende bestemmelser om måling til dagsværdi og fremadskuende hensættelser i regnskabsreglerne. På den anden side støttede ECB ikke indførelsen af et reguleringsmæssigt regnskab, fordi oplysningskravene i de nye kapitaldækningsregler (Basel III) allerede tager højde for de problemstillinger vedrørende offentliggørelse, som IASB behandler i sit forslag, og fordi et reguleringsmæssigt regnskab kan gøre regnskabsreglerne endnu mere komplekse og medføre usikkerhed og forvirring på markedet, hvilket bør undgås.

Både FASB og IASB styrkede indsatsen for at mindske kompleksiteten af de nuværende regnskabsprincipper for finansielle instrumenter ved at udvikle nye standarder for klassificering og måling af finansielle instrumenter.

18 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1060/2009 af 16. september 2009 om kreditvurderingsbureauer.

19 Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 19. november 2010 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer (CON/2010/82).

20 Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om short selling og visse aspekter af credit default swaps, Europa-Kommissionen, 15. september 2010.

I 2010 fortsatte de to organer deres arbejde med at styrke principperne for indregning af tab på udlån (nedskrivninger). I den forbindelse har ECB gentagne gange klart givet udtryk for sin støtte til at indføre en model for forventede tab. Endvidere har ECB fortsat bidraget til Baselkomiteens regnskabsarbejde bl.a. med det formål at imødegå de operationelle udfordringer, der vil opstå, hvis der indføres en model for forventede tab.

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 2010 udgav ECB den fjerde årlige udgave af "Financial integration in Europe".²¹ 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 beskriver status for integrationen og udgør derfor et empirisk grundlag for politiktiltag til yderligere fremme af finansiell integration. I rapporten beskrives først ECB's vurdering af status for finansiell integration baseret på et sæt indikatorer, som også offentliggøres halvårligt på ECB's hjemmeside. I 2010 blev disse indikatorer udvidet med fx risikoindikatorer for obligationsmarkedet. Rapporten indeholder også en dybtgående analyse af udvalgte emner: i) integration af og tilsyn med banker i EU, ii) europæiske covered bonds, iii) harmonisering af efterhandelsområdet, og iv) hvilke konsekvenser integration og udvikling af de finansielle markeder har for stabiliteten. Endelig giver rapporten en oversigt over Eurosystemets bidrag til øget integration og udvikling af de finansielle markeder i Europa i 2009.

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, politiske beslutningstagere og centralbankfolk. Netværkets 13. konference, "Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments", blev afholdt af ECB i Frankfurt den 27.-28. september 2010. 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

SEPA

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.

Eurosystemet udgav den syvende statusrapport om SEPA i oktober 2010.²² I rapporten vurderes fremskridtene med gennemførelsen af SEPA, siden den forrige rapport blev udgivet i november 2008, idet de opnåede resultater fremhæves, og det anføres, hvad der endnu mangler. Bilaget til rapporten indeholder en (ikke udtømmende) oversigt over milepæle, der skal nås mellem 4. kvartal 2010 og udgangen af 2013 med henblik på en mere smidig afslutning af gennemførelsen af og migreringen til SEPA-faciliteterne. Rapportens vigtigste konklusioner vedrører migrering til SEPA-faciliteterne for henholdsvis kreditoverførsel og direkte debitering, kort, innovation og sikkerhed i detailbetalinger. Hvad angår sidstnævnte emne, har Eurosystemet bl.a. etableret et forum for overvågning af markedsudviklingen og fremme af harmonisering af sik-

²¹ *Financial Integration in Europe*, ECB, april 2010.

²² *Single Euro Payments Area: Seventh Progress Report – Beyond theory into practice*, ECB, oktober 2010, findes på ECB's hjemmeside.

kerhedsforventninger i Europa. Desuden bifaldt Eurosystemet Europa-Kommissionens initiativ til at sætte en slutdato for migreringen via en EU-forordning.²³

SEPA-faciliteten for kreditoverførsel tegnede sig for 13,9 pct. af de samlede kreditoverførsler i euro i december 2010. Ud over indikatoren for SEPA-faciliteten for kreditoverførsel for euroområdet viser tilsvarende nationale indikatorer, at anvendelsen af faciliteten stadig varierer betydeligt mellem landene.²⁴ Siden lanceringen af SEPA-faciliteten for direkte debitering i november 2009 har anvendelsen af denne facilitet været ret beskednen, idet den tegnede sig for et godt stykke under 1 pct. af alle direkte debiteringer i euro i december 2010.

Indførelsen af SEPA-faciliteterne for kreditoverførsel og direkte debitering har lagt fundamentet for yderligere innovation som fx en fælleseuropæisk internetbaseret betalingsløsning, mobilbetalinger og e-fakturering. I 2010 drøftede Eurosystemet status for de forskellige innovationsinitiativer på betalingsområdet med markedsdeltagere. I den forbindelse gennemførte ECB en eSEPA-undersøgelse på internettet i samarbejde med de nationale centralbanker for at få indsigt i de forskellige landes løsninger.

Der er stadig et stykke vej tilbage, navnlig hvad angår SEPA-faciliteten for kort. En af byggestene er fuldstændig migrering af chipkort, kontantautomater og kortterminaler i butikker til EMV-standarden²⁵, hvor branchen selv havde sat udgangen af 2010 som deadline. SEPA-indikatoren for kort viser, at en lang række lande allerede har gennemført en fuldstændig migrering til EMV. I 2010 blev der holdt endnu et møde med interessenterne for at drøfte rammerne for SEPA-certificering for kort og terminaler med sigte på en fælles vurderings- og certificeringsproces. Desuden afklarede Eurosystemet princippet om adskillelse mellem kortordninger og virksomheder, der håndterer betalinger. Eurosystemet forventer, at der vil komme mindst en yderligere europæisk kortordning, som opfylder både Eurosystemets og de andre interessenters krav, for at opnå et konkurrence-

dygtigt kortmarked i SEPA. Der arbejdes allerede på flere markedsinitiativer, hvis udvikling overvåges løbende.

I marts 2010 nåede Eurosystemet og Kommissionen til enighed om oprettelsen af et SEPA-råd, hvilket opfyldte behovet for passende ledelse af SEPA-projektet og øgede inddragelsen af slutbrugerne. Formandskabet for det nye overordnede organ varetages af ECB og Kommissionen i fællesskab, og SEPA-rådet omfatter repræsentanter på højt niveau fra både udbuds- og efterspørgselssiden på markedet for betalinger.²⁶

VÆRDIPAPIRMARKEDER

Markedet for kortfristede værdipapirer i Europa er generelt indenlandsk baseret. STEP-initiativet (Short-Term European Paper) er iværksat af markedsdeltagere under European Banking Federation (EBF) og sammenslutningen af finansielle markeder (ACI) 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, der kan anvendes i forbindelse med udstedelsesprogrammer på eksisterende markeder, fx ECP-markedet (Euro Commercial Paper) eller TCN-markedet (franske commercial paper).

Eurosystemet har støttet STEP på to måder. For det første bistod Eurosystemet, under en midlertidig ordning, indtil juni 2010 STEP-sekretariatet med STEP-mærkning af programmer, idet det endelige ansvar for udstedelse og tilbagetrækning af STEP-mærket dog hele tiden har ligget hos STEP-sekretariatet. Siden juli 2010 har STEP-sekretariatet selv stået for mærkningen. For det

23 Se også afsnittet "Rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og direkte regelfastsættelse" nedenfor.

24 Kun Luxembourg og Cypern har opnået en kritisk masse, dvs. en markedsandel på over 50 pct. I yderligere tre lande, Slovenien, Belgien og Spanien, er markedsandelen blevet tocifret.

25 EMV-standarden er et sæt specifikationer udviklet af konsortiet EMVCo, der fremmer global standardisering af elektroniske finansielle transaktioner, navnlig global interoperabilitet for chipkort. EMV står for Europay, MasterCard og Visa.

26 Se også SEPA-rådets hjemmeside: <http://www.sepacouncil.eu>

andet udarbejder ECB statistik om STEP-markedet (se afsnit 4 i kapitel 2).

STEP-gældsinstrumenter klarede sig forholdsvis uskadt gennem den finansielle uro, og det samlede udestående i december 2010 var 411 mia. euro, dvs. en smule højere end det samlede udestående året før. Den stabile markedsudvikling skyldes, at STEP-kriterierne kan anvendes på andre eksisterende markedsprogrammer, og at STEP er godkendt af Eurosystemet som et ikke-reguleret marked i forbindelse med sikkerhedsstillelse. Pr. 1. januar 2011 ophørte ECB's styrelsesråds beslutning fra oktober 2008 om midlertidig udvidelse af listen over belånbare aktiver, der kan stilles som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer. Derfor kan STEP-instrumenter udstedt af kreditinstitutter ikke længere stilles som sikkerhed.

STEP-mærket blev indført i 2006, og der var 173 aktive STEP-mærkede programmer i december 2010.

Med det formål at øge gennemsigtigheden vedrørende asset-backed securities iværksatte Eurosystemet i 2010 en offentlig høring om indførelse af et belånbarhedskrav for udstedere af asset-backed securities, ifølge hvilket ustederne skal levere oplysninger på lånniveau om de aktiver, der ligger bag instrumenterne. Høringssvarene fra offentligheden var generelt positive, og ECB har fortsat arbejdet for at få gennemført dette krav. I december 2010 besluttede Styrelsesrådet at indføre oplysningskrav på lånniveau for asset-backed securities inden for Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. Et velfungerende marked for securitisering, 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

ECB deltog fortsat i Europa-Kommissionens Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II (CESAME II) og dens efterfølger, Expert Group on Market Infrastructures (EGMI). EGMI har til opgave at bidrage til udviklingen af et effektivt, sikkert og sundt efterhandelsmarked i EU. EGMI rådgiver således Kommissionen om forskellige emner i forbindelse med efterhandelsydelse og markedsinfrastruktur i EU. Arbejdet er tæt forbundet med gennemførelsen af Target2-Securities (T2S – Eurosystemets planlagte platform for central, tværnational og neutral afvikling af værdipapirtransaktioner) og har til formål at fremme harmonisering på efterhandelsområdet.

Eftersom harmonisering af de lovgivningsmæssige rammer for betalinger i EU danner grundlag for SEPA, har Eurosystemet aktivt interesseret sig for EU-lovgivning på dette område. Eurosystemet har gentagne gange understreget behovet for en ambitiøs, men realistisk slutdato for migrering til SEPA-faciliteterne for henholdsvis kreditoverførsel og direkte debitering for at udnytte SEPA optimalt. Eurosystemet har derfor støttet Kommissionens forslag om at fastsætte en slutdato for migrering via en EU-forordning.²⁷ Eurosystemet forventer, at SEPA-faciliteterne bliver de ordninger for kreditoverførsel og direkte debitering, der kommer til at gælde i EU for betalinger i euro. Efter datoen for den endelige migrering vil SEPA-ordningerne have erstattet de nationale ordninger for kreditoverførsel og direkte debitering for betalinger i euro.

27 Se Europa-Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om tekniske krav til kreditoverførsler og direkte debiteringer i euro og om ændring af forordning (EF) nr. 924/2009 (KOM(2010) 775 endelig) på Kommissionens hjemmeside ec.europa.eu.

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. Eurosystemet arbejder løbende med at forbedre Target2 og lancerede en ny version af systemet i november 2010 (se kapitel 2.2.1).

T2S kommer til at spille en vigtig rolle i harmoniseringen og integrationen af efterhandelsområdet i Europa. T2S vil eliminere mange af "Giovannini-barriererne"²⁸ for grænseoverskridende clearing og afvikling ved bl.a. i) at fungere som en fælles it-plattform med fælles grænseflader og som en fælles protokol for udveksling af meddelelser, ii) indføre et harmoniseret tidsskema for alle tilsluttede markeder og iii) udvide den fælles harmoniserede afviklingsmodel, der indebærer levering mod betaling (delivery versus payment, DvP) i centralbankpenge, til at omfatte alle nationale og grænseoverskridende transaktioner. Flere undergrupper under den rådgivende gruppe for T2S, der omfatter Eurosystemet og eksperter fra branchen, fortsatte i 2010 arbejdet med at udvikle og gennemføre standarder og markedspraksis for harmonisering af instrukser og processer i T2S. 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 henvise opgaven til Kommissionens CESAME II-gruppe eller dens efterfølger EGMI (se kapitel 2.2.2) eller til andre relevante organer.

Hvad angår forvaltning af sikkerhedsstillelse, fortsatte arbejdet i 2010 med at etablere en fælles platform (Collateral Central Bank Management, 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 kapitel 2.2.3).

28 "Giovannini-barriererne" er en række barrierer for integrationen af infrastrukturen for clearing og afvikling i EU. De blev identificeret af Giovannini-gruppen af eksperter fra de finansielle markeder, som rådgav Europa-Kommissionen. Barriererne er nærmere beskrevet i gruppens to rapporter: *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, november 2001, og *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, april 2003. Se også Kommissionens hjemmeside.

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 og betalingsinstrumenterne, ved at overvåge og vurdere dem og om nødvendigt iværksætte ændringer.

I september 2010 udgav ECB bogen "The payment system – payments, securities and derivatives and the role of the Eurosystem", der giver et grundigt overblik over centrale begreber inden for markedets infrastruktur, forholdene i euroområdet og Eurosystemets rolle, herunder bl.a. dets overvågningsfunktion.

4.1 SYSTEMER FOR STORE BETALINGER OG INFRASTRUKTURUDBYDERE

Systemer for store betalinger er kernen i euroområdets 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 (CPSIPS), som blev fastlagt af komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og tiltrådt af Styrel-

sesrådet i 2001. CPSIPS suppleres af et sæt forventninger til forretningsvidereførelse (BCOE) af systemisk vigtige betalningssystemer, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2006, og som skulle gennemføres af branchen senest i juni 2009.

Samlet set var driften og leveringen af tjenesteydelser hos de centrale betalningssystemer til afvikling af transaktioner i euro (Target2, Euro 1 og Continuous Linked Settlement) og infrastrukturudbydere (fx SWIFT) stabil og robust i 2010.

TARGET2

I 2010 fokuserede Eurosystemets Target2-overvågere på de aspekter af operationelle risici, som ifølge det risikobaserede prioriteringsværktøj²⁹ især krævede overvågningsopmærksomhed. Derfor var en af de vigtigste overvågningsaktiviteter færdiggørelsen af vurderingen i forhold til BCOE. Den bekræftede, at rammen for forretningsvidereførelse for Target2 generelt set er på plads og sikrer en tilstrækkeligt høj og ensartet grad af robusthed, selv om der blev anbefalet forbedringer af visse dele. Endvidere drøftede overvågerne opfølgningen af den omfattende vurdering, der blev gennemført i 2009, med operatøren og navnlig anbefalingen vedrørende rammen for forretningsvidereførelse. I forbindelse med de regelmæssige aktiviteter blev metoden til overvågning af hændelser desuden revideret.

Desuden blev ny Target2-software lanceret den 22. november 2010. Inden lanceringen gennemførte overvågerne en vurdering af den nye funktionalitet, og især internetadgang til Target2, i forhold til de relevante CPSIPS. Konklusionen var, at den nye version alt i alt ikke ville have en negativ indvirkning på Target2's overholdelse af CPSIPS, og flere af ændringerne fjerner visse svagheder i systemet og vil medføre bedre service for Target2's kunder.

²⁹ Det risikobaserede prioriteringsværktøj giver overvågere mulighed for at koncentrere sig om de komponenter og områder, der medfører højest risiko. Værktøjet har været anvendt på Target2 siden 2009.

Target2-simulatoren, et analytisk værktøj baseret på betalingsdata, er gradvis blevet indført i Eurosystemets centralbanker pr. 1. juli 2010. Når værktøjet er blevet finjusteret, vil navnlig overvågerne kunne nøje replikere og stress-teste afviklingsprocessen i Target2 ved brug af et fælleseuropæisk datasæt for Target2-aktivitet, som omfatter alle transaktioner, likviditetsinformationer og deltagerinformationer.

EURO 1

Euro 1 er et system for store betalinger i euro til afvikling af grænseoverskridende og indenlandske transaktioner i euro mellem bankerne i EU. Det drives af EBA Clearing Company, der er oprettet af Euro Banking Association. 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 2010 gennemført tre vigtige overvågningsaktiviteter med relation til Euro 1. For det første blev vurderingen af systemets overholdelse af BCOE færdiggjort. Som følge af denne vurdering blev nogle mindre anbefalinger vedrørende Euro 1 fremsendt til EBA Clearing Company med henblik på fuld overholdelse af BCOE. For det andet iværksatte ECB i tæt samarbejde med Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia og De Nederlandsche Bank processen for en fuld vurdering af Euro 1 i forhold til CPSIPS. Endelig vurderede ECB sammen med Banca d'Italia en større ændring af Euro 1, som blev gennemført i 2010. Der var tale om migration af systemets proces med afvikling ultimo dagen fra den FIN-baserede deltagergrænseflade ("Participant Interface") til afviklingssystemets XML-baserede grænseflade ("Ancillary System Interface", "ASI") i Target2. Konklusionen af overvågningsvurderingen var, at migrationen ikke vil have nogen negativ indvirkning på Euro 1's overholdelse af CPSIPS. Siden 7. juni 2010 har Euro 1 uden problemer afviklet de daglige aktiviteter via Target2's ASI. Alt i alt fungerede Euro 1-systemet gnidningsløst i 2010.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT-SYSTEMET

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 hovedstolsrisikoen 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. ECB deltager (i tæt samarbejde med euroområdet centralbanker) i denne overvågning og har hovedansvaret for overvågningen af afviklingen af euro i CLS.

I 2010 havde overvågningen af CLS navnlig fokus på udvidelsen af CLS' operationelle kapacitet (som respons på toppunkterne i maj 2010 med hensyn til antallet af daglige transaktioner) og på overvågningen af CLS' udvikling af nye forretninger og initiativer.

SWIFT

SWIFT er vigtigt ud fra hensynet til finansiel stabilitet, da det udbyder sikker udveksling af meddelelser til den finansielle sektor i over 210 lande. SWIFT er et andelselskab, der er hjemmehørende i Belgien. Gennem sin deltagelse i samarbejdet med de øvrige G10-centralbanker om overvågning af SWIFT bidrager ECB til diverse overvågningsaktiviteter, som udføres af overvågningsgruppen med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig. I 2010 fokuserede gruppens aktiviteter på gennemførelsen af "distributed architecture"-programmet, hvis sigte er et teknisk nydesign af SWIFT, hovedsagelig med indførelsen af to meddelelseszoner (europæisk og transatlantisk), opbygningen af endnu et driftscenter i Europa samt etableringen af et nyt kom-

mando- og kontrolcenter i Asien. Andre vigtige aktiviteter i 2009 var en gennemgang af driften og tilgængeligheden af SWIFT-ydelserne, overvågning af nye projekter, der potentielt kan påvirke fortroligheden, integriteten og tilgængeligheden af SWIFT's kritiske tjenester, og en gennemgang af, hvordan et omkostningsoptimeringsprogram, som er iværksat af SWIFT, eventuelt kan påvirke betalingsmeddelelsernes robusthed og tilgængelighed. SWIFT-Net FIN-netværkets tilgængelighed i 2010 var 99,99 pct.

4.2 DETAILBETALINGSSYSTEMER OG -INSTRUMENTER

Eurosystemets overvågningsansvar omfatter også detailbetalingssystemer og betalingsinstrumenter.

STEP2 er et detailbetalingssystem til grænseoverskridende betalinger, der drives af EBA Clearing Company, som ECB har hovedansvaret for at overvåge. ECB fortsatte sin overvågning af STEP2-tjenesterne i 2010 og sikrede deres tilgængelighed og smidige funktion. Et vigtigt tiltag i 2010 var en ny multicyklusfunktionalitet for SEPA konto til konto-overførsler, hvorved STEP2-banker bliver i stand til at udveksle og afvikle SEPA konto til konto-overførsler flere gange om dagen.

I 2010 gjorde Eurosystemet yderligere fremskridt med de individuelle vurderinger af betalingskortsystemer i euroområdet i forhold til dets overvågningsstandarder for disse systemer, der blev vedtaget i januar 2008. Efter en peer review-proces forventes en rapport om de samlede resultater af vurderingerne at blive offentliggjort i 2011.

Eurosystemet har udgivet den endelige udgave af overvågningsrammerne for systemer til direkte debitering og konto til konto-overførsler og vil anvende disse rammer på SEPA's systemer for konto til konto-overførsler og direkte debitering. Hvis de finder det hensigtsmæssigt, kan de enkelte nationale centralbanker også

vælge at anvende disse standarder for overvågningen af nationale (ikke-SEPA) betalingsinstrumenter.

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 værdipapirer, der anvendes som sikkerhed i Eurosystemets operationer, kan true pengepolitikens gennemførelse, betalingssystemernes smidige funktion og den finansielle stabilitet.

MARKEDSINFRASTRUKTURER FOR OTC-DERIVATER

Som reaktion på de forpligtelser, som G20-landene bekendtgjorde på topmøderne i Pittsburgh og Toronto med hensyn til at sikre effektive fremskridt mod elektronisk handel og brug af centrale modparter til standardiserede OTC-derivater samt indberetning af alle OTC-derivatkontrakter til handelsregistre, blev der i 2010 udført et omfattende opfølgingsarbejde. Opfølgningen omfattede lovgivningsinitiativer i større jurisdiktioner, navnlig EU og USA, med det formål at indføre ufravigelige krav om central clearing af alle godkendte OTC-derivater, effektiv indberetning af alle kontrakter til handelsregistre samt indførelsen af krav for at sikre, at OTC-derivatinfrastrukturerne er sikre og solide. I EU, hvor den fælles ramme for centrale modparter tidligere var baseret på ikke-bindende anbefalinger fra ESCB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR), blev lovgivningstiltag vedrørende OTC-derivatinfrastrukturer suppleret af forslag til et bredere fælles regelsæt for centrale modparter i EU gældende for alle typer af finansielle produkter. Europa-Kommissionen udsendte den 15. september 2010 et forslag til en forordning om OTC-derivater, centrale modparter og handelsregistre. ECB deltog aktivt i udarbejdelsen af dette lovgivningsforslag. I juli 2010 udsendte Eurosystemet et bidrag til Kommissionens høring om dette anliggende.

For at fremme konvergens mellem forskellige jurisdiktioners lovgivningsmæssige tilgang til sagen har de internationale standardiseringsorganer arbejdet intenst for at udvikle en fælles vejledning vedrørende OTC-derivatinfrastrukturer. I maj 2010 sendte CPSS og den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO) to dokumenter i offentlig høring: "Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs" og "Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets". Resultatet af dette arbejde, hvor ECB indgik i formandskabet, vil blive indarbejdet i CPSS-IOSCO's generelle gennemgang af de internationale standarder for finansielle markedsinfrastrukturer, og et udkast af de reviderede standarder forventes at blive sendt i høring primo 2011. På baggrund af OTC-derivatmarkedernes globale karakter og som følge heraf nødvendigheden af at udelukke enhver mulighed for arbitrage vil det være af afgørende betydning at sikre, at alle nationale og regionale love gennemføres på en måde, så der er nøje overensstemmelse med CPSS-IOSCO-standarderne.

Med samme mål for øje har Udvalget for Finansiell Stabilitet (FSB) udarbejdet forslag til at sikre, at myndighederne anvender en fælles tilgang til gennemførelsen af G20-anbefalingerne om at fremme standardisering, central clearing, organiseret handel på platforme og indberetning af OTC-derivatkontrakter til handelsregistre. ECB deltog i den arbejdsgruppe under Udvalget for Finansiell Stabilitet, som udarbejdede disse forslag, og forslagene blev offentliggjort den 25. oktober 2010.

TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) har til formål at sikre en fælles, tværnational pulje af værdipapirer og en central, neutral afviklingsproces.

Der blev i 2010 udsendt mere detaljerede oplysninger om T2S' design og drifts-/lovgivningsmæssige rammer, og Eurosystemet afholdt workshopper med deltagere fra centralbanker og tilsynsmyndigheder for at undersøge, hvor

kritisk T2S er for de betalingsinfrastrukturer og værdipapircentraler, der vil benytte T2S-tjenesterne. Eftersom T2S udbyder grænseoverskridende tjenester til værdipapircentraler og betalingsinfrastrukturer både i og uden for euroområdet, har en lang række tilsynsmyndigheder, overvågere og centralbanker, hvis valutaer kan afvikles i T2S, desuden en interesse i at modtage data fra T2S, så de kan udføre deres lovbestemte opgaver. Hidtil har alle kompetente myndigheder støttet ideen om at etablere samlede rammer for overvågningen af og tilsynet med T2S-tjenester. De samlede rammer, der er tale om, påvirker ikke de enkelte myndigheders lovmæssige beføjelser i forhold til nationale systemer eller håndhævelsen af disse beføjelser. T2S-interessenter informeres, så snart de nærmere detaljer i de fælles rammer er blevet aftalt. En foreløbig gennemgang af T2S-designet blev i udviklingsfasen iværksat af alle de involverede myndigheder.

4.4 ANDRE AKTIVITETER

I september 2010 udgav ECB en rapport, der opsummerer resultaterne af en omfattende vurdering af gennemførelsen af BCOE i systemisk vigtige betalingssystemer i eurolandene. Foruden Target2 og Euro 1 omfattede vurderingen systemisk vigtige detailbetalingssystemer. Resultaterne bekræftede, at systemoperatørerne opretholder en høj standard med hensyn til de vurderede systemers ordninger for forretningsvidereførelse og krisekommunikation. Der blev fremsat anbefalinger med hensyn til håndteringen af en række identificerede mangler, som ikke medfører betydelige risici.



Grossmarkthalle skal huse besøgscentret, medarbejdernes restaurant, cafeteria og konferencelokaler. De bygges ind i den tidligere torvehal som et separat hus i hus-system, hvilket kræver en ny og stærkere bygningskonstruktion. Hallens originale gulv og dets underkonstruktion er derfor blevet fjernet i 2010.

KAPITEL 5

EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I POLITIKSPØRGSMAÅL

I 2010 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet, Eurogruppen, Ecofin-Rådet og Europa-Kommissionen. Formanden for ECB deltog jævnligt i Eurogruppens og Ecofin-Rådets møder, når spørgsmål vedrørende ESCB's mål og opgaver blev drøftet. Endvidere blev formanden for ECB inviteret til at deltage i Det Europæiske Råds møder og i stats- og regeringschefernes uformelle møder, når spørgsmål vedrørende EU's politiske reaktion på den økonomiske og finansielle krise blev behandlet. Formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende.

EU'S POLITISKE REAKTION PÅ DEN FINANSIELLE KRISE

Den økonomiske og finansielle krise gik ind i en ny fase primo 2010, da de finanspolitiske balanceproblemer i visse eurolande begyndte at afspejle sig i stigende spændinger på statsgældsmarkedet. Navnlig skabte de stigende renter på den græske statsgæld en risiko for negative afsmittende effekter, der truede med at bringe den overordnede stabilitet i euroområdet i fare. Som reaktion herpå enedes eurolandene den 2. maj 2010 i samarbejde med IMF om at aktivere et treårigt finansielt støtteprogram for Grækenland.¹ Den finansielle pakke omfattede bilaterale lån fra eurolandene til en værdi af 80 mia. euro og et IMF-standbyprogram på op til 30 mia. euro. Udbetalingen af midlerne blev betinget af de græske myndigheders gennemførelse af det ambitiøse finanspolitiske tilpasningsprogram og de omfattende strukturreformer, som Europa-Kommissionen har fastlagt i samarbejde med ECB og IMF.² ECB deltog sammen med Europa-Kommissionen og IMF i de granskninger af situationen i Grækenland, som blev foretaget i denne forbindelse.

På trods af disse tiltag fortsatte spændingerne på de finansielle markeder med at stige og tiltog kraftigt den 6.-7. maj 2010. Derfor gav stats- og regeringscheferne i eurolandene den 7. maj Ecofin-Rådet mandat til at oprette en stabiliseringsmekanisme for at bevare den finansielle

stabilitet i Europa. Den 9. maj enedes medlemslandene om at oprette to generelle faciliteter, der skal yde finansiell støtte til EU-lande, som lider under alvorlig økonomisk eller finansiell uro. For det første vedtog Ecofin-Rådet en forordning om oprettelsen af en europæisk finansiell stabiliseringsmekanisme (EFSM), som gør det muligt for Europa-Kommissionen at rejse op til 60 mia. euro på vegne af EU som finansiell bistand til EU-lande som har eller er truet af alvorlige vanskeligheder som følge af ekstraordinære omstændigheder, der ligger uden for deres kontrol. For det andet oprettede eurolandene ved en aftale regeringerne imellem den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF). EFSF blev oprettet som et aktieselskab med bemyndigelse til at udstede gældsinstrumenter, for hvilke eurolandene på pro rata-basis har stillet garanti for op til i alt 440 mia. euro, som kan danne basis for udlån til eurolandene. Lånene fra EFSM og EFSF ydes under strenge betingelser og inden for rammerne af fælles programmer med IMF, som forventes at bidrage med 50 pct. af det beløb, som EU/euroområdet bidrager med til hvert enkelt program.

Den 21. november 2010 anmodede Irland om finansiell bistand fra IMF, EU og eurolandene. ECB hilste denne anmodning velkommen og var enig med Europa-Kommissionen, Ecofin-Rådet og Eurogruppen om, at det var nødvendigt at yde bistand til Irland for at sikre den finansielle stabilitet i EU og euroområdet. Aftalen om programmet blev indgået mellem de irske myndigheder, Kommissionen og IMF i samarbejde med ECB og er underlagt strenge politiske betingelser.

Den 16.-17. december 2010 besluttede Det Europæiske Råd at oprette en europæisk stabilitetsmekanisme (ESM), som skal træde i stedet for EFSF og EFSM fra juni 2013. Det Europæiske Råd anmodede euroområdet finansministre og Kommissionen om senest i marts 2011 at afslutte samarbejdet på regerings-

¹ Slovakiet besluttede ikke at deltage i programmet.

² Se afsnit 6.3 i kapitel 2 vedrørende udestående lån til Grækenland.

plan vedrørende en ordning for oprettelse af stabilitetsmekanismen. Lande uden for euroområdet kan, hvis de ønsker det, blive involveret i dette arbejde. De kan beslutte at deltage i operationer under mekanismen på ad hoc-basis. Der blev samtidig opnået enighed om formuleringen af en mindre traktatændring, som vil afspejle denne beslutning, og som vil blive gennemført ved hjælp af den forenklede revisionsprocedure.

STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

Den 16. februar 2010 traf Ecofin-Rådet beslutning inden for rammerne af budgetovervågningen vedrørende to eurolande (Grækenland og Malta) og fem EU-lande uden for euroområdet (Letland, Litauen, Ungarn, Polen og Rumænien). Rådet forlængede tidsfristen for korrektion af landenes uforholdsmæssigt store underskud fra 2010 til 2011 for Maltas vedkommende og fra 2011 til 2012 for Litauen og Rumæniens vedkommende som følge af en alvorligere forringelse af deres økonomi end forventet. Hvad angår de to sidstnævnte lande, fandt Rådet den 19. oktober, at de trufne foranstaltninger var tilstrækkelige, og at det på dette trin ikke var nødvendigt at træffe yderligere foranstaltninger i underskudsproceduren. Endvidere vurderede Rådet de foranstaltninger, som Letland, Ungarn og Polen havde truffet, og besluttede, at alle tre lande indtil da havde handlet i overensstemmelse med henstillingerne vedrørende deres budgetunderskud, og at det ikke var nødvendigt at træffe yderligere foranstaltninger. Hvad angår Grækenland, udstedte Rådet en henstilling vedrørende de overordnede politiske retningslinjer, som blev offentliggjort. Endvidere fastlagde det en række strukturelle og finanspolitiske foranstaltninger, som Grækenland skal gennemføre for at korrigere sit uforholdsmæssigt store underskud inden 2012. Grækenland blev også anmodet om at fremsende en rapport til Rådet og Europa-Kommissionen, hvori der redegøres nærmere for foranstaltningerne og fastsættes tidsfrister for at nå budgetmålene for 2010. Endelig blev Grækenland anmodet om regelmæssigt og offentligt at aflægge rapport om de trufne foranstaltninger.³

I maj 2010, efter en betydelig volatilitet på statsgældsmarkederne, gav medlemslandene udtryk

for, at de er stærkt indstillede på at overholde deres forpligtelser med hensyn til budgetkonsolidering. I en udtalelse fra stats- og regeringscheferne i eurolandene den 7. maj 2010 understregede de deres forpligtelse til at sikre stabilitet, sammenhængskraft og integritet i euroområdet og enedes om at træffe alle de foranstaltninger, der måtte være nødvendige, for at opfylde deres budgetmål i overensstemmelse med de modtagne henstillinger. I Ecofin-Rådets konklusioner af 9. maj bekræftede medlemslandene på ny deres faste forpligtelse til at fremskynde budgetkonsolidering, hvor det er nødvendigt.

Den 13. juli besluttede Rådet, at yderligere to eurolande (Cypern og Finland) samt to EU-lande uden for euroområdet (Bulgarien og Danmark) havde uforholdsmæssigt store underskud og fastsatte tidsfrister for nedbringelsen af deres offentlige underskud til under referenceværdien på 3 pct. af BNP (2011 for Bulgarien og Finland, 2012 for Cypern og 2013 for Danmark). Rådet vurderede også de tiltag, som 11 eurolande (Belgien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrig, Italien, Holland, Østrig, Portugal, Slovenien og Slovakiet) og to EU-lande uden for euroområdet (Tjekkiet og Storbritannien), der alle er underlagt budgetunderskudsproceduren, har indført. Rådet besluttede, at alle landene indtil da havde handlet i overensstemmelse med henstillingerne, og at det ikke var nødvendigt at træffe yderligere foranstaltninger i forbindelse med proceduren på daværende tidspunkt. Hvad angår Irland, besluttede Rådet dog den 7. december 2010 at forlænge tidsfristen for korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud med ét år til 2015 på baggrund af uforudsete ugunstige økonomiske begivenheder med stor negativ budgetvirkning.

Som følge af disse beslutninger er alle medlemslandene, bortset fra Estland, Luxembourg og Sverige, underlagt budgetunderskudsproceduren med tidsfrist for korrektion fra 2011 til 2015. ECB hilser beslutningerne vedrørende de

3 Den 10. maj 2010 forlængede Rådet fristen for korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud i Grækenland til 2014.

nye budgetunderskudsprocedurer velkommen. Hvad angår vurderingen af, om foranstaltningerne er tilstrækkeligt virkningsfulde, var den strukturelle tilpasning i 2010 en smule mindre for visse lande set i forhold til Rådets henstillinger, og de planlagte strukturelle tiltag står heller ikke mål med henstillingerne.

EUROPA 2020-STRATEGIEN

Den 17. juni 2010 vedtog Det Europæiske Råd "Europa 2020: En strategi for intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst". Denne strategi har som målsætning at fremme den potentielle vækst og fastsætter en sammenhængende ramme for medlemslandene, inden for hvilken strukturreformer kan gennemføres og politikker og instrumenter kan mobiliseres på EU-plan. Den bygger på erfaringerne fra sin forgænger, Lissabonstrategien, og afhjælper nogle af de svagheder, som denne led under, navnlig ved at styrke Det Europæiske Råds rolle og i højere grad at støtte sig til politiske initiativer på EU-plan, navnlig de syv tematiske "flagskibsinitiativer". Som en rettesnor for fastlæggelsen af politikker har Det Europæiske Råd fastsat en række kvantitative mål, som skal opfyldes inden 2020 inden for beskæftigelse, forskning og udvikling, klimaændringer og energi, uddannelse og fattigdom. Gennemførelsen af Europa 2020-strategien vil blive påbegyndt primo 2011. ECB hilser ændringerne i governance-strukturen velkommen, navnlig den stærkere rolle, som Det Europæiske Råd kommer til at spille, samt indførelsen af det "europæiske semester". I det europæiske semester (de første seks måneder af et år), fastsætter Det Europæiske Råd de vigtigste økonomiske udfordringer og giver strategiske råd om politikker, som medlemslandene bør tage højde for i deres politikker. Endvidere glæder ECB sig over indførelsen af nye instrumenter som fx de tematiske søjler på EU-plan, som fokuserer på strukturelle reformer inden for innovation, forskning og udvikling, energi og klimaændringer, beskæftigelse, uddannelse og social inklusion. De tematiske søjler på EU-plan understøttes af syv flagskibsinitiativer, som Kommissionen har foreslået, der har som mål at støtte medlemslandenes reformbestrebelse på disse områder og at styrke medlemslandenes

overvågningsrammer og således bidrage til at nå strategiens mål. Det er dog ikke alle elementer, som har været fremhævet i tidligere drøftelser, fx behovet for at kommunikere strategien bedre, der er blevet udviklet i lige høj grad. Ligesom tidligere vil strategiens succes i sidste instans afhænge af, hvor målrettet medlemslandene gennemfører de ambitiøse reformstrategier.

RELANCERING AF DET INDRE MARKED

Indsatsen for at gennemføre EU's indre marked blev genoptaget med fornyet styrke i 2010. Mario Monti, et tidligere medlem af Europa-Kommissionen, som bl.a. var ansvarlig for det indre marked, finansielle tjenester og skat, blev af Kommissionens formand José Manuel Barroso bedt om at udarbejde en rapport om fremtiden for det indre marked. Rapporten blev fremlagt i maj 2010 og opfordrede medlemslandene til at overvinde den herskende "integrationstræthed" og at styrke den økonomiske integration på EU-plan. Med det formål fremsætter rapporten en række forslag, herunder at det indre marked for tjenesteydelser færdigudvikles, og at borgernes støtte til det indre marked forstærkes.

Som opfølgning på Mario Montis rapport fremsatte Kommissionen i oktober 2010 forslag til en række foranstaltninger, som har til formål at relancere det indre marked, i form af en akt for det indre marked. I overensstemmelse med Europa 2020-strategien er det ultimative mål at stimulere væksten og give medlemslandenes beskæftigelse en saltvandsindsprøjtning. Efter en offentlig høring forventes Kommissionen at fremsætte en række lovforslag i foråret 2011. De foreslåede prioriteter omfatter bl.a. oprettelsen af et EU-patent, små og mellemstore virksomheders adgang til kapital og gensidig anerkendelse af faglige kvalifikationer. Endvidere har flere initiativer til formål at mindske barriererne for elektronisk handel og stimulere væksten i den digitale økonomi. Sammen med den igangværende gennemførelse af service-direktivet i medlemslandene er disse initiativer et vigtigt skridt hen imod en dybere økonomisk union, som ECB støtter fuldt ud.

2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

I november 2010 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet reformen af EU's tilsynsarkitektur. Der blev oprettet tre nye europæiske tilsynsmyndigheder for at styrke mikrotilsynet inden for bankvæsen (Den Europæiske Banktilsynsmyndighed), forsikring og arbejdsmarkedspension (Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger) samt værdipapirer og markeder (Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed), mens det nyoprettede Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) vil styrke makrotilsynet. ECB varetager sekretariatsfunktionen for ESRB. Yderligere oplysninger om disse spørgsmål findes i kapitel 6.

3 FORBEDRING AF DEN ØKONOMISKE STYRING I EU

Den økonomiske og finansielle krise samt uroen på statsgældsmarkederne har også sat fokus på udfordringerne for den økonomiske styring af euroområdet og EU. Som reaktion herpå gav Det Europæiske Råd på sit møde i marts 2010 formanden Herman van Rompuy mandat til i samarbejde med Europa-Kommissionen at oprette en arbejdsgruppe med repræsentanter fra medlemslandene, det roterende rådsformandskab og ECB med det formål at fremsætte forslag til styrkelse af EU's overvågningsrammer, navnlig rammerne for budgetovervågning, og at forbedre rammerne for håndtering af kriser. I juni fremlagde ECB en række forslag til målrettet at styrke ledelses- og håndhævelsesmekanismerne i forbindelse med rammerne for de økonomiske politikker i euroområdet.

Arbejdsgruppen har fremsat forslag på fem områder: større budgetdisciplin, en udvidelse af den økonomiske overvågning til at omfatte makroøkonomiske ubalancer og konkurrenceforhold, dybere og bredere koordination (især i det europæiske semester), en robust ramme for krisehåndtering samt stærkere institutioner, der skal sikre mere effektiv økonomisk styring. I oktober 2010 godkendte Det Europæiske Råd arbejdsgruppens rapport og opfordrede til, at der fastlægges en hurtig procedure til vedtagelse af de afledte retsakter, som er nødvendige for gennemførelsen af rapportens henstillinger.

I den forbindelse fremsatte Kommissionen allerede i september 2010 forslag vedrørende en reform af rammerne for budgetovervågning og oprettelse af en ny overvågningsmekanisme for at fastslå og korrigere begyndende makroøkonomiske ubalancer i EU og euroområdet. Endvidere enedes stats- og regeringscheferne i medlemslandene den 28.-29. oktober 2010 om, at der er behov for at oprette en permanent mekanisme til krisehåndtering. Der ventes en mindre traktatændring.

Forslagene, som er fremsat af Kommissionen, indebærer en styrkelse af de eksisterende rammer for budgetovervågning og makroøkonomisk overvågning i EU, men er ikke det "kvanterespring", som Eurosystemet efterspørger, hen imod en styrkelse af ØMU's institutionelle

grundlag og således hen imod en dybere økonomisk union, som ville modsvare den grad af økonomisk integration og indbyrdes afhængighed, der allerede er opnået gennem den monetære union.⁴ Eurosystemet er navnlig bekymret over den utilstrækkelige automatik, hvormed procedurerne gennemføres, og opfordrer derfor til, at der indføres politiske og omdømmerelaterede tiltag ud over de finansielle sanktioner med henblik på at fremme tidlig overholdelse af overvågningsrammerne. Desuden bør kvaliteten og uafhængigheden af overvågningen vurderes af et uafhængigt rådgivende organ på EU-plan. Med hensyn til budgetovervågning bør Rådets råderum for vurdering af et uforholdsmæssigt stort underskud eller gældskriteriet mindskes, og det bør overvejes at ophæve ændringerne af stabilitets- og vækstpagten fra 2005, som gav medlemslandene større spillerum i henhold til pagten. Desuden bør kravene om overholdelse af et lands budgetmålsætninger på mellemlangt sigt være ambitiøse, især i medlemslande med stor offentlig gæld. For at fremme overholdelse af deres forpligtelser i henhold til pagten bør eurolandene hurtigt indføre stærke nationale budgetrammer og forbedre kvaliteten af deres offentlige statistikker.

Hvad angår den makroøkonomiske overvågningsprocedure, er det nødvendigt, at det nye system med gensidig overvågning fokuserer målrettet på de eurolande, som oplever store underskud på betalingsbalancen, har mistet en betydelig del af deres konkurrenceevne og har stor gæld i den private og offentlige sektor samt andre sårbare områder, som kan true stabiliteten i euroområdet. Den gensidige overvågning bør omfatte gennemsigtige og effektive udløsende mekanismer. Det er afgørende, at vurderingen af makroøkonomiske ubalancer og henstillingerne om at træffe korrigerende foranstaltninger formidles bredt på alle trin af overvågningsprocessen. En mere gradvis anvendelse af de finansielle sanktioner på et tidligere tidspunkt er nødvendig for at opnå et klart incitament til at føre en hensigtsmæssig makroøkonomisk politik.

4 Udtalelse fra Den Europæiske Centralbank af 16. februar 2011 om en reform af økonomisk styring i Den Europæiske Union (CON/2011/13).

4 UDVIKLINGEN I OG FORHOLDET TIL EU-KANDIDATLANDENE

ECB fortsatte sin policy-orienterede dialog med centralbankerne i EU-kandidatlandene på bilaterale møder og inden for EU's overordnede institutionelle rammer for udvidelsesprocessen.

Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien blev indledt i oktober 2005. Forhandlingerne om de 35 enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret blev indledt i juni 2006 og pågår fortsat. Ultimo 2010 var 28 af dem midlertidigt lukket. ECB fortsatte sine frugtbare forbindelser med den kroatisk nationalbank inden for rammerne af bilaterale medarbejderbesøg og en årlig policy-orienteret dialog 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 ét 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 otte ud af de 35 kapitler og ikke at lukke flere kapitler midlertidigt. Ultimo 2010 var der indledt forhandling om 13 kapitler, og ét 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. Startdatoen for de formelle tiltrædelsesforhandlinger er dog endnu ikke fastlagt, da Det Europæiske Råd har udskudt sin beslutning to gange, første gang i december 2009 og anden gang i juni 2010. Kontakten mellem ECB og National Bank of the Republic of Macedonia på personaleplan var fortsat intensiv.

Island blev kandidatland den 17. juni 2010. Tiltrædelsesforhandlingerne blev formelt indledt den 27. juli 2010, og screeningen af Islands lovgivning blev igangsat i november 2010. Da Island allerede er medlem af det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, er dets lov-

givning allerede i overensstemmelse med EU-lovgivningen på flere vigtige områder.

Den 17. december 2010 besluttede Det Europæiske Råd at give Montenegro status som kandidatland i overensstemmelse med Kommissionens udtalelse af 9. november 2010. Der er endnu ikke truffet beslutning om, hvornår tiltrædelsesforhandlingerne vil blive indledt.



Fundamentspladen til det dobbelte kontortårn er omkring tre meter tyk. Der skulle bruges ca. 4.200 ton stål til armering af betonen.

**OPGAVER I RELATION
TIL DET EUROPÆISKE
UDVALG FOR SYSTEMISKE
RISICIS (ESRB)
FUNKTIONSMÅDE**

I INSTITUTIONELLE RAMMER

JURIDISKE RAMMER OG MANDAT

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB, blev oprettet på grundlag af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici¹ og Rådets forordning (EU) nr. 1096/2010 om overdragelse til Den Europæiske Centralbank af specifikke opgaver i relation til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's funktionsmåde.² De to forordninger trådte i kraft den 16. december 2010, dagen efter deres offentliggørelse i Den Europæiske Unions Tidende.

Sammen med de europæiske tilsynsmyndigheder, ESA'er, der blev oprettet den 1. januar 2011, Det Fælles Udvalg af Europæiske Tilsynsmyndigheder og de nationale tilsynsmyndigheder, der sammensætter ESA'erne, er ESRB en del af Det Europæiske Finanstilsynssystem, ESFS, hvis opgave er at sikre tilsynet med det finansielle system i EU.

Inden for ESFS er ESRB et selvstændigt organ med ansvar for makrotilsyn af det finansielle system i EU. Det bidrager til at forebygge eller mindske de systemiske risici for den finansielle stabilitet, der opstår som følge af udviklingen inden for det finansielle system, for derved at forhindre perioder med alvorlige finansielle vanskeligheder.

ESRB står for at indsamle og analysere alle relevante og nødvendige oplysninger, afdække og prioritere systemiske risici samt udstede advarsler og rette henstillinger med henblik på afhjælpende tiltag som svar på de afdækkede risici. Advarsler og henstillinger kan være offentlige eller fortrolige. De kan være generelle eller specifikke og kan være henvendt til EU som helhed, til et eller flere medlemslande, til en eller flere ESA'er eller til en eller flere nationale tilsynsmyndigheder. Henstillinger kan også rettes til Kommissionen vedrørende relevant EU-lovgivning.

Adressaterne skal meddele ESRB og Rådet, hvilke handlinger de har foretaget som svar på

henstillingerne, og skal give behørig begrundelse for eventuel manglende handling ("handling eller forklaring"). Hvis ESRB beslutter, at en henstilling ikke er blevet efterkommet, skal det, under iagttagelse af strenge fortrolighedsregler, informere adressaterne, Rådet og evt. den pågældende ESA herom.

ESRB'S OPBYGNING

I de første fem år er ECB's formand også formand for ESRB. ESRB's første næstformand er Bank of Englands direktør Mervyn King, der ligeledes sidder i fem år. Anden næstformand er formanden for Det Fælles Udvalg af Europæiske Tilsynsmyndigheder; aktuelt beklædes posten af formanden for Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Andrea Enria, under den lovbestemte årlige rotationsordning.

ESRB består af: Det Almindelige Råd, Styringskomiteen, Det Rådgivende Videnskabelige Udvalg, Det Rådgivende Tekniske Udvalg og sekretariatet.

Det Almindelige Råd er ESRB's eneste beslutningstagende organ. Det holdt sit stiftende møde den 20. januar 2011. Styringskomiteen, som planlægger især Det Almindelige Råds møder, har også påbegyndt sine aktiviteter. Det samme gælder Det Rådgivende Tekniske udvalg, som samler de samme institutioner som Det Almindelige Råd og yder rådgivning og bistand i spørgsmål, der er relevante for ESRB's arbejde, navnlig den regelmæssige gennemgang af forhold vedrørende den finansielle stabilitet i EU. Det andet rådgivende udvalg, Det Rådgivende Videnskabelige Udvalg, forankrer akademiskernes analyser i ESRB's politiske aktiviteter. Dets medlemmer blev udpeget i 1. kvartal 2011 efter offentliggørelse af en indkaldelse af interesse-tilkendegivelser i Den Europæiske Unions Tidende. Sekretariatet varetager ESRB's daglige opgaver. Det yder ESRB analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte af høj kvalitet.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 af 24. november 2010, EUT L 331, 15.12.2010, s. 1.

² Rådets forordning (EU) nr. 1096/2010 af 17. november 2010, EUT L 331, 15.12.2010, s. 162.

Det overtog medarbejderne og opgaverne fra det tidligere forberedende ESRB-sekretariat, som blev oprettet i marts 2010 (se også afsnit 6.2 og 6.3).

ANSVARLIGHED

Forordning nr. 1092/2010 indeholder en række bestemmelser, der skal sikre ESRB's ansvarlighed som uafhængigt organ.

Hvert år inviteres ESRB's formand til en høring i Europa-Parlamentet i forbindelse med offentliggørelsen af ESRB's årlige rapport til Europa-Parlamentet og Rådet. I tilfælde af alvorlige økonomiske vanskeligheder kan der holdes flere høringer. Disse høringer holdes adskilt fra den pengepolitiske dialog mellem Europa-Parlamentet og ECB's formand.

ESRB's formand holder mindst to gange om året (og oftere, hvis det er nødvendigt) fortrolige drøftelser om ESRB's løbende aktiviteter med formanden og næstformændene for Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg. Med henblik på at sikre fuld fortrolighed skal der indgås en aftale mellem de to enheder om den mere specifikke tilrettelæggelse af disse møder.

ESRB's formand og næstformænd skal ved en offentlig høring over for Europa-Parlamentet redegøre for, hvordan de agter at udføre deres opgaver i henhold til forordning nr. 1092/2010. Indtil videre har formanden deltaget i en høring den 7. februar 2011.

ESRB vil ad flere kanaler rapportere til Rådet vedrørende advarsler og henstillinger og opfølgning derpå.

2 AKTIVITETERNE I DET FORBEREDENDE ESRB-SEKRETARIAT

Det forberedende ESRB-sekretariat blev oprettet den 1. marts 2010 på grundlag af en direktionens beslutning om at forberede oprettelsen af ESRB i overensstemmelse med den brede aftale, som Ecofin-Rådet nåede frem til i december 2009. Ultimo 2010 havde sekretariatet 22 faste medarbejdere (hvoraf 11 var udstationeret fra nationale centralbanker). Det forberedende arbejde blev udført i henhold til en overordnet plan, der opererede med tre hovedområder: procedurer, politikker og infrastrukturer.

Der blev indledt samarbejde med de fremtidige medlemmer af ESRB, herunder flere end 50 nationale tilsynsmyndigheder og de tre niveau 3-udvalg, forløberne for ESA'erne. Med sidstnævnte var der tæt kontakt mellem personale, direktion og ledelse. Det forberedende sekretariat bidrog til at oprette og igangsætte arbejdet i to fælles grupper på højt niveau, som ECB og de tre niveau 3-udvalg etablerede. De to grupper beskæftigede sig med samarbejde mellem ESA'erne og ESRB inden for henholdsvis dataudveksling og en række opgaver af betydning for systemisk risiko.

Hvad procedurerne angik, var der fokus på forberedelserne til etableringen af ESRB's fem institutionelle organer. Arbejdet omfattede bl.a. udarbejdelse af udkast til i) ESRB's Almindelige Råds beslutning vedrørende en forretningsorden for ESRB, ii) mandat til Det Rådgivende Videnskabelige Udvalg og fremgangsmåder ved udvælgelse af dets medlemmer og iii) mandat til Det Rådgivende Tekniske Udvalg og fremgangsmåder ved udnævnelse af dets formand.

Det forberedende sekretariat igangsatte også det indledende arbejde med en strategi for implementering af ESRB's mandat vedrørende makrotilsyn med EU's finansielle system. Det omfattede bl.a. udarbejdelse af et høringsdokument, der blev udsendt til ESRB's medlemmer, med henblik på at fremme en fælles forståelse af centrale begreber vedrørende ESRB's politik i den vigtige startfase, tilrettelæggelse – i samarbejde med Generaldirektoratet for Forskning – af seminarer med højtstående akademikere

samt bidrag til ECB's holdninger til udkast til EU-lovgivning.

Et tredje arbejdsområde var etableringen af infrastrukturer til analytisk, statistisk logistisk og administrativ bistand til ESRB. Fx blev DARWIN (ECB's dokumentstyringssystem) udrullet til alle ESRB's medlemsinstitutioner, så de kan deltage i ESRB's opgaver via sikre internetforbindelser med over 1.000 brugere. Tilsvarende blev der taget de nødvendige skridt til at sikre, at ESRB fra starten havde sin egen hjemmeside,³ og at et logo kunne godkendes ved første møde i Det Almindelige Råd.

3 www.esrb.europa.eu

3 ANALYTISK, STATISTISK, LOGISTISK OG ADMINISTRATIV STØTTE TIL ESRB

"ECB sørger for et sekretariat og yder derved analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte til ESRB".⁴ Denne støtte vil navnlig fokusere på regelmæssig overvågning, afdækning og vurdering af systemiske risici på EU-plan, herunder udvikling og forbedring af analyseværktøjer og -metoder samt en statistisk indsats for at udfylde de huller, der konstateres, med henblik på gennemførelse af makroprudentielle analyser. Der blev arbejdet med alle disse områder i 2010 i forbindelse med forberedelserne til ESRB's oprettelse.

ANALYTISK STØTTE

ECB yder først og fremmest analytiske bidrag til ESRB i form af regelmæssig overvågning og afdækning af systemiske risici for EU's finansielle system samt vurdering af virkningen af disse risici, hvis de udmøntes. Desuden kan ECB efter anmodning fra ESRB foretage specifikke ad hoc-studier af systemiske risici og makroprudentielle spørgsmål.

De regelmæssige bidrag er baseret på ECB's ekspertise med udgangspunkt i den organisation og infrastruktur, der er opbygget til varetagelse af ECB's opgaver i forbindelse med finansiell stabilitet. Analysen bygger bl.a. på en øget indsats inden for markedsefterretning, navnlig med henblik på bedre at kunne afdække systemiske risici. Herudover baseres den regelmæssige overvågning og vurdering af systemiske risici på informationsudveksling mellem ESRB's medlemmer samt tilbagemeldinger og råd fra de forskellige organer (fx Styringskomiteen og Det Rådgivende Tekniske Udvalg). Rammerne for makrotilsyn og den proces, der understøtter disse kerneaktiviteter, er skitseret i forskellige udgaver af ECB's Financial Stability Review.⁵ Der er gennemført et forberedende arbejde for at fastlægge procedurer hos ECB og dermed sikre en smidig produktionsproces.

Indikatorer for systemiske risici og tidlige varslingsystemer er vigtige analyseværktøjer i forbindelse med ESRB's risikoovervågning. Vurderingen af systemiske risici baseres især på værktøjer til makrostresstest samt analyse af spredningsveje for at få et overblik over,

hvor alvorlige specifikke risici kan være. For at ESRB kan have de bedst mulige oplysninger til rådighed, skal analyserne og værktøjerne være af højeste kvalitet. Som led i forberedelserne på dette område blev der foretaget en nøje registrering af de eksisterende værktøjer til makroprudentiel analyse, både på ECB- og på ESCB-niveau. Derudover blev der indført procedurer til at koordinere den regelmæssige gennemgang af værktøjerne med henblik på løbende at forbedre de analytiske rammer og udvikle nye værktøjer til at udfylde eventuelle huller. ESCB's forskningsnetværk vedrørende makroprudentiel forskning spiller en central rolle i den forbindelse (se boks 10 nedenfor).

ECB er parat til at levere teknisk input til udarbejdelsen af ESRB's henstillinger vedrørende regulering eller lovgivningsmæssige initiativer, hvis ESRB ønsker det. Det kunne fx dreje sig om regelmæssig overvågning af udviklingen på regulerings- eller lovgivningsmæssige områder, som har interesse for ESRB. Desuden kan ESRB anmode ECB om på ad hoc-basis at udarbejde analyser eller undersøgelser vedrørende regulerings- og lovgivningsmæssige spørgsmål, som er relevante for ESRB's mandat og opgaver. Endelig kan ECB yde teknisk rådgivning i forhold til anmodninger fra EU-institutioner og nationale myndigheder til ESRB om at undersøge specifikke emner.⁶

STATISTISK STØTTE

Ifølge artikel 2 i Rådets forordning (EU) nr. 1096/2010 om overdragelse til Den Europæiske Centralbank af specifikke opgaver i relation til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's funktionsmåde yder ECB statistisk støtte til

4 Rådets forordning (EU) nr. 1096/2010 af 17. november 2010 om overdragelse til Den Europæiske Centralbank af specifikke opgaver i relation til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's funktionsmåde.

5 Se fx artiklerne "The concept of systemic risk", "Towards the European Systemic Risk Board", "Macro-prudential policy objectives and tools" og "Analytical models and tools for the identification and assessment of systemic risks" i ECB's Financial Stability Review fra december 2009 og juni 2010.

6 Se artikel 19, stk. 3, i forordning (EU) nr. 1092/2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici.

ESCB'S FORSKNINGSNETVÆRK VEDRØRENDE MAKROPRUDENTIEL FORSKNING

Centralbankernes nye rolle med at føre makrotilsyn som følge af finanskrisen samt etableringen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici har skabt et presserende behov for forskning, der kan understøtte dette nye ansvarsområde. Derfor vedtog ECB's Generelle Råd i marts 2010 at oprette ESCB's forskningsnetværk vedrørende makroprudentiel forskning.

Formålet med forskningsnetværket er at forske i begrebsmæssige rammer, modeller og værktøjer til understøttelse af makrotilsynet i EU og at udveksle forskningsresultater. Netværkets mandat dækker tre brede forskningsområder.

Det første forskningsområde er makrofinansielle modeller, der sammenkæder finansiel stabilitet og økonomiens tilstand. De gængse makroøkonomiske modeller opfanger sjældent relevante aspekter af finansiell ustabilitet (såsom bankkrak, manglende likviditet, feedbackvirkninger, multivariate ekstreme hændelser og tilhørende non-linearitet) og kan derfor ikke beskrive disse situationer. Det blev klart under den nylige finansielle krise. Ydermere er de fleste af de eksisterende stresstestmodeller ikke i stand til at opfange begge sider af interaktionen mellem finansiell ustabilitet og økonomiske resultater, hvilket er vigtigt i forbindelse med vurderingen af eventuelle feedbackvirkninger af systemiske risici. Derfor vil modeller, der indeholder disse funktioner, kunne udfylde et hul i forskningslitteraturen. Desuden kan de danne grundlag for udvikling af rammer til at afdække og vurdere makroprudentielle regler og tilsynsmetoder, analysere samspillet mellem makrotilsyn/regler og andre makroøkonomiske stabiliseringspolitikker og styrke stresstestmodellerne.

Det andet forskningsområde vedrører tidlige varslingsystemer og indikatorer for systemiske risici. Netværket vil bidrage til udvikling af operationelle analyseværktøjer, der er direkte anvendelige for de nye makroprudentielle organer (fx ESRB). Derfor er tidshorisonten på dette område kort til mellemlang. Der vil især blive lagt vægt på indikatorer, modeller og systemer til tidlig varslings, som tager højde for de enkelte landes forskellige finansielle strukturer. Forskningen på dette område kan også bidrage til lignende initiativer på globalt plan.

Det tredje forskningsområde vedrører smitterisiko. Der arbejdes på at opnå en bedre forståelse af smitterisiko på tværs af grænser i Europa. Som følge af finansiell integration kan disse risici være steget betydeligt i de sidste 10 år. Desuden er målet at få øget indsigt i, hvilken rolle andre finansielle institutioner end banker spiller i forbindelse med smitte (fx visse aktiviteter hos forsikringselskaber eller pengemarkedsforeninger) og at blive bedre til at opfange feedbackvirkninger, der forstærker transmissionen af ustabilitet. Disse virkninger undervurderes muligvis i de eksisterende modeller til simulering af afsmitning fra banker.

Netværkets arbejde kommer først og fremmest til udtryk i forskningspapirer, workshopper og konferencer (herunder samspil med forskere uden for ESCB). Den første konference om netværkets aktiviteter, som blev arrangeret af ECB, Centre for Economic Policy Research og Center for Financial Studies, blev afholdt hos ECB i september 2010. Netværket fremlægger sine resultater i 2012.

ESRB i overensstemmelse med artikel 5 i ESCB-statutten.⁷

I betragtning af hvor lang tid det tager at definere, indsamle, udarbejde og formidle harmoniserede statistikker af en tilstrækkelig kvalitet til, at ESRB's opgaver kan gennemføres, indledte ECB det forberedende arbejde i 2010. Navnlig har ECB gennemført en øvelse med at sammenligne datakravene udledt af analysen af den finansielle stabilitet med de tilgængelige data for at klarlægge eventuelle huller i dataene og om muligt udfylde dem. Derudover har ESCB udviklet en procedure for gennemførelse af ad hoc-undersøgelser, så der i tide kan reageres på ESRB's specifikke datakrav.

Det forberedende arbejde tjente to formål: For det første skulle der udarbejdes politikrelevante indikatorer, som ESRB's beslutningstagende organ og dets underkomiteer kunne bruge ved deres oprettelse i begyndelsen af 2011, ud fra et kernesæt af tilgængelige statistikker; og for det andet skulle der udvikles en lang række statistikker, som er nødvendige i et mere langsigtet perspektiv.

For at sikre, at ESRB får den nødvendige statistiske støtte, er det afgørende, at ECB og ESA'erne arbejder tæt sammen. Dette samarbejde var allerede omfattende med de tre niveau 3-udvalg, der var forløberne for ESA'erne. Et sådant nært samarbejde skal sikre en jævn og effektiv udveksling af information mellem ESA'erne og ESRB og efficiens med hensyn til rapporteringsbyrde, dataindhold og it-infrastruktur. En af nøglerne til succes er at tillade udveksling af passende og pålidelig information til gennemførelse af de forskellige opgaver i overensstemmelse med EU-lovgivningen, samtidig med at databeskyttelsesreglerne nøje overholdes, så fortrolige oplysninger forbliver sikre.

7 Artikel 5 i ESCB-statutten giver ECB, assisteret af de nationale centralbanker, hjemmel til at indsamle statistiske oplysninger til brug for udførelse af ESCB's opgaver.



Fundamentet til det dobbelte kontortårn blev lagt i 2010. Samtidig blev personalets parkeringskælder, som støder op til kælderen til det dobbelte kontortårn, anlagt.

KAPITEL 7

INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

I VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

OVERVÅGNING AF MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Som følge af den høje grad af økonomisk og finansiell integration er de globale økonomiske forhold afgørende 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), hvor formanden for ECB er medlem af bestyrelsen og leder en række vigtige møder, og medlemmer af ECB's direktion og ECB's stab deltager i mange arbejdsgrupper. ECB deltager også i relevante møder i Den Internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) samt i fora som fx møderne blandt G20- og G7-landenes finansministre og centralbankchefer.

De internationale økonomiske forhold var i 2010 præget af et økonomisk opsving, der varerede betydeligt fra region til region med vækstøkonomierne i Asien og Latinamerika i spidsen. Den reduktion af de eksterne ubalancer, som både overskuds- og underskudsøkonomierne har oplevet, siden den finansielle krise satte ind og i 2009, aftog i 2010. I visse tilfælde begyndte disse ubalancer at vokse igen, hvilket har givet anledning til bekymring over, om det kan medføre protektionistiske spændinger. USA's underskud på betalingsbalancens løbende poster steg fra 2,7 pct. af BNP i 2009 til 3,2 pct. af BNP i 2010, mens olieeksportørernes overskud på betalingsbalancens løbende poster steg fra 5,2 pct. af BNP i 2009 til 6,6 pct. af BNP i 2010. Kinas overskud på betalingsbalancens løbende poster fortsatte med at falde fra ca. 6 pct. af BNP i 2009 til ca. 4,7 pct. i 2010. I absolutte tal lå overskuddet i 2010 dog tæt på niveauet før Lehman Brothers' konkurs i september 2008. I lighed med de senere år var euroområdets løbende poster tæt på balance i 2010. Endelig lå Japans overskud på 3,1 pct. af BNP i 2010, hvil-

ket er en smule højere end i 2009, hvor det var 2,8 pct. af BNP.

Reduktionen af de globale ubalancer, der har præget udviklingen, siden den finansielle krise satte ind, kan i store træk tilskrives konjunkturmæssige og midlertidige faktorer, som er knyttet til krisen – fx en global nedgearing, et fald i den private efterspørgsel, lavere oliepriser og korrektioner i priserne på finansielle aktiver – og ikke strukturelle faktorer. For at strukturelle faktorer, som vil bidrage til en væsentlig reduktion af de globale ubalancer, kan komme ind i billedet, skal underskudsøkonomierne nedbringe deres budgetunderskud og gennemføre strukturreformer. Tilsvarende kan overskudsøkonomierne også bidrage betydeligt ved at øge deres indenlandske forbrug ved at udvikle mere omfattende sociale sikkerhedsnet, gennemføre finansielle markedsreformer og øge valutakursfleksibiliteten.

Eurosystemet har ved flere lejligheder i 2010 understreget, hvilke risici og forvridninger en fornyet stigning i de globale ubalancer vil medføre, og udtrykt sin støtte til en genopretning 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, gennemføres yderligere strukturreformer i modne økonomier med et forholdsvis lavt vækstpotentiale, træffes foranstaltninger til stimulering af den indenlandske efterspørgsel i vækstøkonomier, herunder en bedre kapitalfordeling, samt skabes en bedre forståelse for risici. På baggrund af de løbende overvejelser om, 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-landenes målsætning om en stærk, bæredygtig og afbalanceret vækst

understøttede også en afhjælpning af de globale ubalancer.

Endelig er euroområdet selv underlagt international politikovervågning. I 2010 foretog IMF sin regelmæssige gennemgang af euroområdets pengepolitik, finanspolitik og økonomiske politik som supplement til gennemgangen af de enkelte eurolande. IMF's artikel IV-konsultationer dannede grundlag for nyttige drøftelser mellem IMF og ECB, formanden for Eurogruppen og Europa-Kommissionen. I forlængelse af disse drøftelser udarbejdede IMF en rapport med en vurdering af euroområdets politikker.¹ Tilsvarende gennemførte OECD sin regelmæssige økonomiske undersøgelse af euroområdet for at kortlægge de vigtigste økonomiske udfordringer i euroområdet og analysere, hvilke politikker der vil kunne imødegå dem.²

I 2010 modtog to eurolande for første gang bistand fra IMF. De større centralbanker fortsatte med at tilføre likviditet til centralbanker i andre lande, idet likviditets- og kreditstøtten havde til formål at modvirke ustabilitet på markederne (se kapitel 2).

REFORMER I DEN INTERNATIONALE INSTITUTIONELLE STRUKTUR

Den globale krise har ført til en omfattende debat i det internationale samfund om det internationale monetære systems struktur og funktion. G20-forummet med sine systemisk vigtige udviklede økonomier og vækstøkonomier – hvor ECB er en del af EU-delegationen – opmuntrede fortsat til internationalt samarbejde med det mål at styrke og sikre det globale økonomiske opsving og fremme en stærkere, mere holdbar og afbalanceret vækst. På det fjerde topmøde i Toronto i juni 2010 fulgte G20-lederne op på deres erklærede målsætninger fra mødet i Pittsburgh, hvor de indførte en ramme for stærk, holdbar og afbalanceret vækst. Formålet med denne ramme er 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. Lederne færdiggjorde det første trin i denne proces på topmødet i Toronto og indgik aftale om en række konkrete forpligtelser, bl.a. at udvikle underskudsøkonomier skal øge den nationale opsparing, og at overskudsøkonomier skal fremme reformer, der mindsker deres afhængighed af den udenlandske efterspørgsel, og fokusere mere på indenlandske kilder til vækst. Vækstøkonomier med overskud forpligtede sig til at gennemføre reformer med det formål at styrke det sociale sikkerhedsnet for at bidrage til at reducere opsparing af forsigtighedshensyn og stimulere det private forbrug og for at styrke valutakursfleksibiliteten for at imødekomme de underliggende økonomiske forhold. Endvidere afgav alle G20-medlemmerne løfte om at gennemføre strukturreformer for at stimulere den økonomiske vækst. Hvad angår finansiell lovgivning, fastlagde G20-medlemmerne en række prioriteter for G20's fremtidige arbejde (se kapitel 4).

På det femte topmøde i Seoul i november 2010 enedes G20-lederne om Seoul-handlingsplanen med konkrete politiske forpligtelser om at gøre fremskridt hen imod at opfylde rammernes mål. Endvidere godkendte de resultaterne af en række vigtige opgaver, der var blevet nået under forberedelsen af dette topmøde, navnlig IMF's kvote- og styrelsesreform samt vigtige byggesten til forandring af det finansielle system ved at tage fat på de grundlæggende årsager til krisen (en af disse byggesten er Baselkomiteens arbejde med hensyn til banktilsyn). Endvidere viste G20-lederne, at de er opmærksomme på, at G20 også bliver nødt til at tage fat på spørgsmål, som vedrører den store, ikke-repræsenterede gruppe af udviklingslande og lavindkomstlande.

1 Euroområdets politikker: 2010 Artikel IV-konsultation – embedsmandsrapport, IMF's landerapport nr. 10/221, juli 2010.

2 *OECD Economic Surveys: Euro Area 2010*, OECD, december 2010.

Som en opfølgning på målene om at øge de resurser, der er til rådighed for internationale finansielle institutioner, som G20-lederne forpligtede sig til på topmødet i London i april 2009, godkendte IMF's bestyrelse den 12. april 2010 en reform og udvidelse af det bilaterale lånearrangement NAB (New Arrangements to Borrow).³ Reformen vil gøre NAB-ordningen mere fleksibel, udvide antallet af deltagende lande fra 26 til 39 og øge det samlede beløb for disse kreditfaciliteter til fonden fra 34 mia. SDR til 367,5 mia. SDR. I løbet af 2009 og 2010 gav en række udviklede økonomier og vækstøkonomier tilsagn om at indgå aftaler om bilaterale lån med og køb af pengemarkedspapirer fra IMF til et beløb af 196 mia. SDR. De fleste bilaterale aftaler vil blive gradvist indarbejdet i den nye NAB-ordning, når den er trådt i kraft.

Der blev også indgået aftale om at øge fondens kvotemidler betydeligt. Fordoblingen af kvoter samt den deraf følgende reversering af NAB har til formål at sikre, at IMF forbliver en kvotebaseret institution. Forøgelsen af kvoterne vil også bidrage til omfordelingen af kvoteandele fra udviklede økonomier til dynamiske vækst- og udviklingsøkonomier i overensstemmelse med målet om at bringe kvoteandelene i overensstemmelse med medlemmernes relative vægt og rolle i den globale økonomi. Der blev også opnået enighed om de første punkter i en mere vidtrækkende styrelsesreform. I den forbindelse vil IMF's vedtægter (Articles of Agreement) blive ændret, således at alle medlemmer af bestyrelsen fremover skal vælges. Endvidere har de udviklede europæiske lande forpligtet sig til at reducere deres repræsentation i IMF's bestyrelse med to pladser, som skal gå til gruppen af vækstøkonomier og udviklingslande.

Som led i foranstaltningerne til at støtte lande under den finansielle krise har IMF forpligtet sig til at foretage en række betydelige ændringer i sine udlånsfaciliteter. I den forbindelse blev kriterierne for at kunne deltage i programmet og varigheden af fondens fleksible kreditfacilitet FCL – en forebyggende udlånsfacilitet uden politikkrav for modtagerlandet, som blev

indført i 2009 for lande, der er "klassens duks" med gode politiske resultater – ændret i august 2010.⁴ Udlånsreformen i august 2010 omfattede også oprettelsen af en ny forebyggende kreditfacilitet (Precautionary Credit Line (PCL)). PCL-faciliteten er oprettet til fondsmedlemmer med sunde politikker, som ikke desto mindre ikke opfylder FCL-facilitetens høje krav, men som på den måde får mulighed for et mere vidtrækkende medlemskab.⁵

Som led i gennemgangen af sit mandat overvejede IMF at modernisere overvågningen yderligere og at styrke sine multilaterale og finansielle dimensioner. I et pilotprojekt vil det i såkaldte "afsmitningsrapporter" blive undersøgt, hvilken ekstern indflydelse fem økonomiers politik har. Euroområdet er en af disse fem økonomier (de øvrige er Kina, Japan, Storbritannien og USA). Der blev gjort yderligere fremskridt med hensyn til at styrke overvågningen af den

3 NAB er en kreditordning mellem IMF og en række IMF-medlemslande, der yder supplerende midler til IMF, dvs. i tillæg til fondens kvoter, under omstændigheder, hvor der er brug for supplerende midler "til at forhindre eller imødegå en forringelse af det internationale monetære system".

4 Som følge af ændringerne kan FCL-faciliteterne nu godkendes for et eller to år med en midtvejsevaluering af kvalifikationskriterierne efter et år. Tidligere blev kreditfaciliteten indgået for seks måneder eller et år med en midtvejsevaluering efter seks måneder. Det tidligere implicite adgangsløft på 1.000 pct. af en kvote er blevet fjernet, og beslutningen om at yde lån træffes nu ud fra de enkelte landes behov for finansiering. Proceduren i forbindelse med godkendelse af et lånearrangement er også blevet ændret, således at IMF's bestyrelse, som tidligere traf beslutning om lånetilsagn, nu i højere grad skal vurdere det ønskede adgangsniveau og dets indflydelse på IMF's likviditetsstilling. De ni kvalifikationskriterier, som anvendes af både personalet og IMF's bestyrelse til at vurdere, hvorvidt et land er kvalificeret til at deltage i FCL-kreditfaciliteten, er uændret, men der er tilføjet en række relevante indikatorer til hver enkelt kategori som en yderligere retningslinje for, om landet opfylder betingelserne.

5 Kvalifikationskriterierne vurderes på fem vidtrækkende områder: i) ekstern position og markedsadgang, ii) finanspolitik, iii) pengepolitik, iv) den finansielle sektors holdbarhed og tilsynet hermed og v) tilstrækkelig dataindsamling. Mens der kræves gode resultater på de fleste af disse områder, giver PCL-kreditfaciliteten mulighed for adgang til forebyggelsesfaciliteter til medlemmer, der er moderat sårbare på et eller to af disse områder. Andre egenskaber ved PCL omfatter strømlinede ex post-betingelser (som kan omfatte præstationsrelaterede kriterier), hvor fremskridtene med hensyn til at mindske sårbarhederne overvåges ved hjælp af halvårlige programeftersyn, og forhåndstilsættelse af midler med op til 500 pct. af en kvote ved godkendelse af ordningen og op til i alt 1.000 pct. af kvoten efter 12 måneder.

finansielle sektor med beslutningen om at gøre stabilitetsvurderingerne under programmet for vurdering af den finansielle sektor (Financial Sector Assessment Programs) til en obligatorisk del af IMF's årlige landeovervågningsrapporter (Artikel IV-rapporter) for lande med en systemisk vigtig finansiell sektor. Det er blevet fastslået, at 25 lande tilhører denne gruppe, heraf ni i euroområdet (Belgien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrig, Italien, Luxembourg, Holland og Østrig). Desuden er den tidlige advarselsmekanisme (Early Warning Exercise) – vedrørende vurdering af kriserelaterede risici i et samarbejde mellem IMF og Rådet for Finansiell Stabilitet (Financial Stability Board) – også blevet et fast punkt på IMF's forårs- og årsmøder.

Det internationale finansielle samfund fremmede også fortsat mekanismer til kriseforebyggelse og velordnet kriseløsning. Der skete bl.a. fremskridt med hensyn til statslige debitorer og deres private kreditorer og investorers gennemførelse af de principper om stabile kapitalstrømme og rimelig gældssanering, som blev godkendt af G20-landenes finansministre og centralbankchefer i 2004. Målet med disse markedsbaserede og frivillige principper er at fastlægge retningslinjer for informationsudveksling, dialog og tæt samarbejde. Som led i videreudviklingen af disse principper blev der opnået enighed blandt de relevante parter i efteråret 2010 om at udvide dem til at omfatte andre end statslige debitorer i vækstøkonomier og deres kreditorer.

2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Ligesom i tidligere år afholdt Eurosystemet seminarer og workshoper med deltagelse af centralbanker uden for EU som led i den pengepolitiske dialog. I den forbindelse deltog ECB også aktivt sideløbende med Europa-Kommissionen i EU's makroøkonomiske dialog med de vigtigste vækstøkonomier (fx Brasilien, Egypten, Indien og Rusland) og EU's nabolande. Endvidere var Eurosystemets tekniske bistand fortsat et vigtigt værktøj til styrkelse af den administrative kapacitet hos centralbanker uden for EU, navnlig i EU's naboregioner, og til at sikre en mere effektiv overholdelse af europæiske og internationale standarder.

PENGEPOLITISK DIALOG OG OVERVÅGNING AF MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Eurosystemet og Bank of Russia holdt deres sjette højniveau-seminar den 3.-5. februar 2011 i Frankfurt under ECB's værtskab. Formålet med seminaret var yderligere at styrke dialogen og forbindelserne mellem Eurosystemet og Bank of Russia. De vigtigste spørgsmål, som blev drøftet på seminaret, vedrørte Ruslands økonomi, den rolle, som penge og kredit spiller for gennemførelsen af pengepolitikken samt de nye rammer for finanstilsyn i EU og Rusland. Endvidere deltog formanden for ECB i konferencen, som markerede Bank of Russias 150-års-jubilæum i juni 2010.

Eurosystemets sjette højniveau-seminar med deltagelse af centralbanker fra Middelhavsområdet – arrangeret af ECB og Central Bank of Cyprus – blev afholdt i Pafos den 27.-28. oktober 2010. Centralbankcheferne gennemgik de udfordringer, som Middelhavslandenes pengepolitik står over for i forbindelse med det økonomiske opsving og drøftede Middelhavslandenes erfaringer med fastkursordninger samt virkningerne af den globale finansielle uro på banksektoren og den finansielle stabilitet.

Eurosystemet afholdt det andet højniveau-seminar med centralbankerne og monetære myndigheder fra medlemslandene i Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC),⁶ arrangeret af ECB og Banca d'Italia, den 29.-30. juni 2010 i Rom. De

vigtigste spørgsmål, som blev drøftet på seminaret, var den økonomiske og finansielle udvikling i GCC-landene og euroområdet, erfaringer fra den finansielle krise inden for finansiell stabilitet og banktilsyn samt udfordringerne for pengepolitikken og valutakurspolitikken i GCC.

Eurosystemets femte højniveau-seminar med deltagelse af centralbanker fra Latinamerika blev afholdt den 10. december 2010 i Madrid, arrangeret af ECB og Banco de España. Deltagerne på seminaret drøftede bl.a. afhjælpning af de globale ubalancer, finansielle strømme og globale makroprudentielle risici samt et globalt politisk samarbejde.

ECB intensiverede også fortsat sit forhold til de kinesiske myndigheder i 2010. Formanden for ECB, formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender (også kaldet "euroområdet trojka") mødtes med de kinesiske myndigheder for tredje gang den 5. oktober 2010 i Bruxelles. Drøftelserne vedrørte primært valutakurspolitik og andre spørgsmål af global betydning. ECB styrkede også sine forbindelser til People's Bank of China i 2010. I 2010 drøftede ECB-People's Bank of China-arbejdsgruppen en lang række spørgsmål som fx genopretningen af balancen i den globale vækst, prisbobler på aktiver og de dermed forbundne risici, reformen af den finansielle sektor og andre internationale monetære spørgsmål. ECB tog også kontakt til Kinas primære planlægningsorgan – kommissionen for national udvikling og reform – og det kinesiske akademi for samfundsstudier, som er en af landets mest indflydelsesrige tænketanke.

Endelig blev det femte højniveau-seminar med deltagelse af centralbanker fra Østasien/Stillehavsområdet og euroområdet, som blev arrangeret af ECB og Reserve Bank of Australia,

⁶ Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.

afholdt i Sydney den 9.-10. februar 2010. Formålet med seminaret var at gennemgå de økonomiske politikker i kølvandet på den finansielle krise, herunder bl.a. exitstrategier, den globale væksts form og struktur, udfordringerne ved grænseoverskridende bankvirksomhed og mulighederne for at styrke det makroprudentielle tilsyn.

TEKNISK BISTAND

Med hensyn til teknisk bistand intensiverede ECB også sit forhold til Vestbalkan og Tyrkiet. Den 19. januar 2010 underskrev Europa-Kommissionen og ECB, også på vegne af 14 nationale centralbanker i euroområdet⁷, en aftale om gennemførelse af et toårigt teknisk bistandsprogram for EU-kandidatlande og potentielle kandidatlande. Målet med programmet er at styrke det makro- og mikroprudentielle tilsyn i Vestbalkan og Tyrkiet. Programmet gennemføres af ECB sammen med de pågældende nationale centralbanker og i samarbejde med internationale og europæiske institutioner som fx Baselkomiteen for Banktilsyn, Det Europæiske Banktilsynsudvalg, Institutet for Finansiell Stabilitet, Den Internationale Valutafond og Verdensbanken. I programmets første fase organiserede Eurosystemet et intensivt regionalt kursusprogram om makro- og mikroprudentielt tilsyn for omkring 150 af de centrale tilsynsførende fra de institutioner, der er med i programmet.⁸ Programmet har også til formål at støtte gennemførelsen af specifikke nationale foranstaltninger, som blev fastlagt i samarbejde med IMF og Verdensbanken, de pågældende nationale centralbanker og de institutioner, som er med i programmet. Endvidere er der planlagt tekniske simuleringer på regionalt plan om samarbejde mellem hjemland og værtsland.

Den 1. april 2010 indledte ECB og syv nationale centralbanker fra euroområdet⁹ et 18-måneders-program med teknisk bistand sammen med Centralna banka Bosne i Hercegovine. Programmet, som er finansieret af EU, støtter Centralna banka Bosne i Hercegovines gennemførelse af EU's centralbankstandarder og EU's krav som forberedelse til Bosnien-Hercegovinas eventuelle tiltrædelse til EU. Programmet om-

fatter statistik, økonomisk analyse og forskning, finansiell stabilitet, retlige krav som følge af den gældende fællesskabsret, informationsteknologi og koordinering af integrationen i EU.

ECB og 21 nationale centralbanker¹⁰ iværksatte den 1. februar 2011 også støtte til National Bank of Serbia i form af et EU-finansieret program. Programmet, som løber i en periode på to år, har som mål at bringe centralbankens procedurer og praksis tættere på EU's standarder inden for tilsyn med den finansielle sektor, harmonisering af retsakter, liberalisering af kapitalbevægelser, forvaltning af valutareserver, monetære operationer og valutaoperationer, forbrugerbeskyttelse i forbindelse med finansielle tjenester, støtte i forbindelse med EU-tiltrædelse, økonomisk analyse samt forskning, statistik, betalingssystemer og finansiell stabilitet.

Det tekniske samarbejdsprogram med Bank of Russia, som er finansieret af EU, blev også videreført. ECB yder i partnerskab med otte nationale centralbanker i euroområdet¹¹ og i samarbejde med det finske finanstilsyn teknisk bistand inden for banktilsyn og intern revision. Formålet er at støtte den gradvise gennemførelse af Basel II-principperne i Rusland og at støtte Bank of Russias interne revisionstjenester med uddannelse og information om, hvordan Eurosystemet gennemfører sin interne revision. Programmet kører i henhold til planen og vil blive afsluttet den 31. marts 2011.

7 De nationale centralbanker i Belgien, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Luxembourg, Malta, Holland, Østrig, Portugal, Slovenien, Slovakiet og Finland.

8 Centralbankerne og tilsynsmyndighederne i Kroatien, Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien, Albanien, Bosnien-Hercegovina, Montenegro, Tyrkiet, Serbien og Kosovo i henhold til FN's Sikkerhedsråds resolution 1244.

9 De nationale centralbanker i Tyskland, Grækenland, Spanien, Italien, Holland, Østrig og Slovenien.

10 De nationale centralbanker i Belgien, Bulgarien, Tjekkiet, Tyskland, Estland, Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Cypern, Luxembourg, Ungarn, Holland, Østrig, Polen, Portugal, Rumænien, Slovenien, Finland og Storbritannien.

11 De nationale centralbanker i Tyskland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Holland, Østrig og Finland.

Samarbejdet med Central Bank of Egypt fortsatte i 2010 om et EU-finansieret program, der har til formål at styrke banktilsynet i Egypten med henblik på at sikre overholdelse af de grundlæggende principper i Basel II-rammen. I programmet deltager eksperter fra ECB og syv nationale centralbanker i ESCB.¹²

¹² De nationale centralbanker i Bulgarien, Tjekkiet, Tyskland, Grækenland, Frankrig, Italien og Rumænien.



Byggeriet er i gang i østfløjen i Grossmarkthalle. Den tidligere torvehal bliver en integreret del af ECB's nye hovedsæde. Byggeriet og restaureringen blev påbegyndt i foråret 2010.

KAPITEL 8

ANSVARLIGHED

I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

Centralbankernes uafhængighed er i løbet af de seneste årtier blevet en uundværlig del af både 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 skal være ansvarlig over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter. Ansvarlighed er derfor et vigtigt aspekt af en centralbanks uafhængighed.

Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde fastlægger nøjagtige rapporteringskrav for ECB, som omfatter offentliggørelse af kvartalsberetninger, ugentlige konsoliderede oversigter over den finansielle stilling samt en årsberetning. ECB opfylder rigeligt disse krav i sin løbende rapportering. Således offentliggør ECB månedsoversigter i stedet for de krævede kvartalsberetninger og holder månedlige pressemøder efter Styrelsesrådets første møde hver måned. Disse møder er stadig en god lejlighed for ECB til nærmere at gøre rede for sin vurdering af den økonomiske situation og baggrunden for rentebeslutningerne. At ECB efterlever sine forpligtelser med hensyn til ansvarlighed og gennemsigtighed ses endvidere af det store antal publikationer i 2010 og de mange taler, som medlemmerne af Styrelsesrådet har holdt om en lang række emner af relevans for ECB's opgaver fra de ekstraordinære tiltag fra ECB i maj 2010 til behovet for budgetkonsolidering samt reform af den økonomiske styring.

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 fortsatte med at gøre rede for ECB's pengepolitik og andre opgaver under de kvartalsvise høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON). I overensstemmelse med Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde forelagde han ECB's

Årsberetning 2009 ved et plenarmøde i Europa-Parlamentet i november 2010.

Andre medlemmer af ECB's direktion mødte også frem i Europa-Parlamentet. Næstformanden forelagde ECB's Årsberetning 2009 for Økonomi- og Valutaudvalget, før den blev forelagt ved plenarmødet. Jürgen Stark afholdt en udveksling af synspunkter med medlemmer af Økonomi- og Valutaudvalget og repræsentanter for de nationale parlamenter vedrørende økonomisk fremgang og exitstrategier. Lorenzo Bini Smaghi deltog i en offentlig høring om økonomisk styring, organiseret af Økonomi- og Valutaudvalget. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte også frem i Økonomi- og Valutaudvalget for at informere det om betalingsforhold. I lighed med tidligere praksis besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB den 13. december 2010 for at udveksle synspunkter med medlemmer af Direktionen. Desuden var ECB vært ved et besøg fra det Særlige Udvalg om den Finansielle, Økonomiske og Sociale Krise og Udvalget for Beskæftigelse og Sociale Anliggender. Medlemmer af disse to udvalg havde således mulighed for at diskutere en lang række emner med medlemmer af Direktionen, herunder den seneste økonomiske og finanspolitiske udvikling, globale ubalancer og arbejdsmarkedsreformer.

Endelig fremlagde ECB's stab sin 2010 Structural Issues Report om energimarkeder og makroøkonomien i euroområdet for medlemmer af Europa-Parlamentet og nationale parlamentarikere.

2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

De forskellige drøftelser mellem medlemmer af Europa-Parlamentet og repræsentanter fra ECB omfattede en lang række emner. Ud over den makroøkonomiske udvikling og ECB's pengepolitik var de primære emner EU og økonomisk styring af euroområdet samt lovgivning om regulering og tilsyn af den finansielle sektor.

REFORM AF EU OG ØKONOMISK STYRING I EUROOMRÅDET

Reformen af EU-rammen for økonomisk styring (se kapitel 5) spillede en fremtrædende rolle i diskussionerne mellem ECB og Europa-Parlamentet. I rapporterne udarbejdet på initiativ af Økonomi- og Valutaudvalget og det Særlige Udvalg om den Finansielle, Økonomiske og Sociale Krise fremsatte Europa-Parlamentet anbefalinger for tiltag og initiativer med det formål at styrke de eksisterende regler og procedurer. Det tilskyndede bl.a. til, at bestemmelserne i stabilitets- og vækstpagten styrkes og foreslog oprettelse af en effektiv incitaments- og sanktionsmekanisme. Europa-Parlamentet diskuterede pakken med seks lovforslag fremsat af Kommissionen den 29. september 2010 og påbegyndte de relevante lovgivningsmæssige procedurer med Rådet med henblik på indførelse.

Ved høringen i Europa-Parlamentet efterlyste formanden for ECB et kvantespring i styrkelsen af den økonomiske styring af EU og i særdeleshed euroområdet. Han udtrykte fuld tillid til Europa-Parlamentets evne og vilje til at anlægge en målrettet europæisk tilgang. Desuden ydede repræsentanter for ECB ekspertrådgivning til Europa-Parlamentet om konkrete aspekter af pakken vedrørende økonomisk styring.

REFORMEN AF EU'S FINANSSEKTOR

Europa-Parlamentet og ECB fortsatte deres tætte dialog om emner vedrørende tilsyn og regulering af den finansielle sektor. Europa-Parlamentet og Rådet godkendte formelt de fire retsakter til oprettelse af det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) og de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA), (se kapitel 4).¹

Under høringen i Europa-Parlamentet roste formanden for ECB parlamentets aktive rolle i en ambitiøs reform af det finansielle tilsyn med et ægte europæisk perspektiv. Han understregede desuden vigtigheden af at fastholde den politiske fremdrift med henblik på fortsat gennemførelse af den finansielle regulering.

Med hensyn til anden lovgivning for den finansielle sektor fokuserede Europa-Parlamentets aktivitet – og dets diskussioner med repræsentanter fra ECB – på direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde og den tredje revidering af kapitalkravsdirektivet samt lovgivning om finansielle konglomerater, indskudsgarantiordninger, kreditvurderingsbureauer, short-selling samt OTC-derivater og markedsinfrastrukturer. Inden for alle disse emner understregede ECB's formand, hvor vigtigt det er at have lige konkurrencevilkår og undgå uensartet regulering. ECB's juridiske rådgivning om EU-lovforslag inden for bankens kompetenceområde i form af udtalelser fra ECB (se afsnit 6.2 i kapitel 2) har ligeledes tjent som kilde til teknisk rådgivning af medlemmer af Europa-Parlamentet.

¹ Desuden vedtog Rådet en forordning (nr. 1096/2010) om overdragelse til Den Europæiske Centralbank af specifikke opgaver i relation til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's funktionsmåde.



Indgangsbygningen vil skabe en funktionel og visuel forbindelse mellem Grossmarkthalle og det dobbelte kontortårn. Den vil gennemskære Grossmarkthalle og danne en tydelig indgang fra nordsiden via Sonnemannsstrasse. Den vil også huse pressecentret.

Som forberedelse til opførelsen af indgangsbygningen blev der i august 2010 fjernet tre dele af taget på Grossmarkthalle efter aftale med fredningsmyndighederne. De tre betonskaller, der blev fjernet, havde været ødelagt af luftangreb under anden verdenskrig og blev efterfølgende genopbygget i 1950'erne.

KAPITEL 9

EKSTERN KOMMUNIKATION

I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

ECB's eksterne kommunikation har til formål at øge offentlighedens kendskab til ECB's politik og beslutninger. Kommunikation er en integreret del af ECB's pengepolitik og andre af ECB's opgaver. De to centrale principper for ECB's kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til at øge virkningen, effektiviteten og troværdigheden af pengepolitikken samt ECB's andre lovbestemte opgaver. De understøtter også ECB's indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 8.

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 hjemmesider hver måned.

ECB's retsakter offentliggøres på alle officielle EU-sprog, og det samme gælder Styrelsesrådets pengepolitiske beslutninger, Styrelsesrådets beslutninger ud over beslutninger om fastsættelse af renten samt Eurosystemets konsoliderede balance.¹ ECB's Årsberetning offentliggøres også i sin helhed på alle officielle EU-sprog.² Konvergensrapporten og kvartalsudgaverne af Månedsoversigten offentliggøres enten i sin helhed eller som en sammenfatning på alle officielle EU-sprog.³ Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for offentligheden udsender ECB ud over de obligatoriske publikationer anden dokumentation på nogle eller alle officielle sprog, især pressemeddelelser om egne makroøkonomiske fremskrivninger, holdninger på bestemte politikområder samt oplysninger af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECB's vigtigste publikationer udar-

bejdes, 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.

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's kommunikationsaktiviteter var i 2010 især koncentreret om at redegøre for forløbet og konsekvenserne af den globale finansielle og økonomiske krise og de tiltag, ECB og Eurosystemet har indført. Langt størstedelen af alle de taler, medlemmer af Direktionen holdt for offentligheden, drejede sig om dette emne. Det samme gjorde sig gældende for spørgsmål og henvendelser om oplysninger fra pressen, offentligheden og besøgende hos ECB. Planlægningen af oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) og dets formål og opgaver, herunder ECB's konkrete rolle i varetagelsen af sekretariatsfunktionen for det nye organ, var også en gennemgående del af ECB's kommunikationsaktiviteter.

ECB offentliggør en række regelmæssige og periodiske undersøgelser og rapporter som fx Årsberetningen, der giver en beskrivelse af ECB's aktiviteter i det forløbne år og dermed bidrager til at holde ECB ansvarlig. Månedsoversigten udtrykker ECB's aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECB's beslutninger. Publikationen "Financial Stability Review" vurderer stabiliteten af euroområdet finansielle system med hensyn til dets evne til at absorbere ugunstige stød. ECB publicerer også en lang række statistiske data, primært via Statistical Data Warehouse, og interaktive figurer på ECB's hjemmeside samt i trykt form i den månedlige udgave af Statistics Pocket Book.

Alle medlemmer af ECB's 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 2010 var formanden og andre medlemmer af ECB's direktion i alt til otte høringer i Europa-Parlamentet (se også kapitel 8). De holdt i løbet af året ca. 200 taler til mange forskellige målgrupper, gav omkring 260 interview til medierne og fik udgivet mange 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, alene eller i samarbejde med de nationale centralbanker i EU, Europa-Kommissionen, European Journalism Centre (EJC) eller andre offentlige myndigheder eller fonde, 15 seminarer for journalister i 2010 med henblik på at øge de nationale og internationale mediers viden om og forståelse af ECB's mandat, opgaver og aktiviteter.

ECB modtog i 2010 ca. 13.000 besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. De besøgende fik førstehåndsviden i form af præsentationer holdt af sagkyndige og ledere fra ECB.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og oplysninger om ECB's forskellige aktiviteter findes på ECB's hjemmeside. I 2010 havde hjemmesiden 29 mio. besøg (16 pct. flere end året før), 231 mio. sider blev læst, og 68 mio. dokumenter blev downloadet. I december 2010 lancerede ECB, i samarbejde med de nationale centralbanker, to uddannelsesværktøjer om centralbankvirksomhed og økonomi: det pengepolitiske spil "€ECONOMIA – The Monetary Policy Game" og "Inflation Island" (Inflationsøen). I "€ECONOMIA" er det spillernes opgave at holde inflationen under kontrol ved at styre den offi-

cielle rente under hensyntagen til andre økonomiske parametre som fx produktionsvækst, arbejdsløshed og pengemængdevækst. "Inflation Island" er en fiktiv økonomi, hvor spillerne kan sammenholde fordelene ved prisstabilitet med den negative virkning af deflation, høj inflation og hyperinflation. Spillene er rettet mod de 18-25-årige, der kun har lille eller slet intet kendskab til økonomi, og de kan downloades fra ECB's hjemmeside på alle officielle EU-sprog og fra de fleste nationale centralbankers hjemmesider.

ECB svarede i løbet af 2010 på ca. 100.000 henvendelser fra offentligheden, der ønskede oplysninger om en række spørgsmål vedrørende ECB's aktiviteter, politik og beslutninger.

Der blev i 2010 afholdt en række internationale konferencer på højt plan, fx "The great financial crisis: lessons for financial stability and monetary policy – a colloquium in honour of Lucas Papademos" og ECB's sjette centralbankkonference, som fokuserede på emnet "Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis".

Som forberedelse til Estlands optagelse i euroområdet pr. 1. januar 2011 afholdt ECB og Eesti Pank i 2010 en oplysningskampagne med det formål at gøre indbyggerne i Estland fortrolige med, hvordan eurosedlerne og -mønterne ser ud, og hvilke sikkerhedselementer de har. Kommunikationsværktøjerne, der blev benyttet i kampagnen, byggede på erfaringerne fra tidligere landes overgang til euroen og omfattede opinionsundersøgelser, hele 20 forskellige slags trykte publikationer (i alt 1,6 mio. eksemplarer) og dedikerede internetsider. For første gang siden eurooplysningskampagnen i 2002 indgik der også tv-reklamer (der blev sendt fire reklamespots mellem november 2010 og medio januar 2011). Der blev afholdt adskillige medie- og PR-arrangementer som fx et ECB-medieseminar i Frankfurt samt en udstilling med eurosedlerne og -mønterne og en eurokonference i Tallinn. For at markere starten på eurooplysningskampagnen i Estland overrakte formand Trichet den 19. september 2010

en symbolsk stjerne indeholdende eurosedler til centralbankdirektør Lipstok i Tallinn. Som led i kommunikationsaktiviteterne om eurosedler blev der desuden afholdt en udstilling med en række interaktive elementer og spil i Berlin, Frankfurt, Luxembourg, Warszawa og Tallinn i samarbejde med de nationale centralbanker og andre institutioner som fx museer.

ECB's kulturprogram (Cultural Days), der blev arrangeret i samarbejde med De Nederlandsche Bank, satte i 2010 fokus på Holland. Programmet fandt sted på velkendte kultursteder i Frankfurt fra 20. oktober til 15. november og omfattede 22 forskellige begivenheder, der alle afspejlede Hollands kulturelle mangfoldighed. Kulturprogrammet blev lanceret i 2003 med det formål hvert år at give indbyggerne og besøgende i Frankfurt et indtryk af kulturen i et af EU-landene.



Den 19. maj markerede ECB den officielle start på byggeriet af det nye hovedsæde og lagde grundstenen ved den tidligere Grossmarkthalle i Frankfurt am Main. ECB's formand Jean-Claude Trichet, medlemmerne af Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd samt Frankfurts borgmester Petra Roth og Wolf D. Prix fra COOP HIMMELB(L)AU fyldte grundstenen med et sæt af byggeplanerne, aviser fra alle 27 EU-lande, euromøntsæt fra de på det tidspunkt 16 eurolande, et euroseddelsæt og en mønt fra Frankfurt. Grundstenen blev derefter forsejlet og sat ned i udgravningen til det dobbelte kontortårn.

KAPITEL 10

INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB

I ECB'S BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE

I.1 EUROSISTEMET OG DET EUROPÆISKE SYSTEM AF CENTRALBANKER



Eurosystemet er euroområdet centralbanksystem. Det består af ECB og de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta (17 pr. 1. januar 2011). Betegnelsen "Eurosystemet", der nu fremgår af Lissabontraktaten, var tidligere blevet vedtaget af Styrelsesrådet for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Betegnelsen understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde.

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 Eurosystemet og ESCB, sikrer, at de operationer, der indgår som en del af ESCB's 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 Styrelsesrådets retningslinjer og afgørelser. Den videregiver de nødvendige instrukser til de nationale centralbanker. ECB har status som juridisk person i folkeretten. I henhold til Lissabontraktaten er ECB en EU-institution. ECB's institutionelle indretning er dog forblevet uændret.

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 ECB's 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 ECB's besluttende organer, dvs. Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd er konstitueret som ECB's 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 forretningsordener¹. 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 ECB's 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, og beslutninger i tilknytning hertil træffes specifikt på det første møde i måneden, mens de spørgsmål, der behandles på månedens andet møde, normalt vedrører ECB's og Eurosystemets andre opgaver. I 2010 blev der afholdt ét møde uden for Frankfurt, i Banco de Portugal i Lissabon. 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. I 2008 besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med det nuværende afstemningssystem – som omhandlet i ESCB-statutens artikel 10.2 – og først at indføre rotationssystemet, når antallet af centralbankchefer i Styrelsesrådet overstiger 18. I marts 2009 vedtog Styrelsesrådet en retsakt, som dækker alle aspekter i forbindelse med gennemførelsen af rotationssystemet². Retsakten træder i kraft, når rotationssystemet indføres.

¹ For ECB's 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 ECB's websted.

² Afgørelse ECB/2009/5 af 19. marts 2009 om ændring af afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 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, fx af rotationsrækkefølgen, -perioden og -hastigheden, findes i artiklen "Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB", i Månedsoversigten for juli 2009.

STYRELSESRÅDET

Forreste række

(fra venstre mod højre)

Erkki Liikanen, Marko Kranjec,
Athanasios Orphanides,
Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Michael C. Bonello, Ewald Nowotny

Mellemste række

(fra venstre mod højre)

Nout Wellink, Miguel Fernández Ordóñez,
Lorenzo Bini Smaghi, Yves Mersch

Bagerste række

(fra venstre mod højre)

Christian Noyer, Carlos Costa,
Guy Quaden, Patrick Honohan,
Georgios Provopoulos,
José Manuel González-Páramo,
Axel A. Weber, Jürgen Stark

Anm.: Mario Draghi,

Andres Lipstok og Jozef Makúch
var ikke til stede, da billedet blev taget.



Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Vitor Constâncio

Næstformand for ECB

(fra 1. juni 2010)

Direktør for Banco de Portugal
(indtil 31. maj 2010)

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

(indtil 31. maj 2010)

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECB's direktion

Michael C. Bonello

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central
Bank of Malta

Carlos Costa

Direktør for Banco de Portugal
(fra 7. juni 2010)

Mario Draghi

Direktør for Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

José Manuel González-Páramo

Medlem af ECB's direktion

Patrick Honohan

Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central
Bank of Ireland

Marko Kranjec

Direktør for Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Direktør for Eesti Pank

(fra 1. januar 2011)

Jozef Makúch

Direktør for Národná banka Slovenska
(fra 12. januar 2010)

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
(indtil 11. januar 2010)

Jürgen Stark

Medlem af ECB's direktion

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECB's direktion

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

I.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes af Det Europæiske Råd med kvalificeret flertal og efter høring af Europa-Parlamentet og ECB. 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 ECB's løbende drift
- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECB's ledelse, planlægning og årlige budgetproces. Forvaltningskomiteen består af et direktionsmedlem, som er komiteens formand, og en række medarbejdere i den øverste ledelse.



Bagerste række

(fra venstre mod højre)

Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Jürgen Stark

Forreste række

(fra venstre mod højre)

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Vítor Constâncio

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Vítor Constâncio

Næstformand for ECB
(fra 1. juni 2010)

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB
(indtil 31. maj 2010)

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECB's direktion

José Manuel González-Páramo

Medlem af ECB's direktion

Jürgen Stark

Medlem af ECB's direktion

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECB's direktion

1.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af ECB's 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 sta-

dig skal udføre, eftersom ikke alle EU-lande har indført euroen. I 2010 mødtes Det Generelle Råd til de fire kvartalsvise møder samt til et femte møde, hvor ECB's konvergensrapport blev vedtaget.

Forreste række

(fra venstre mod højre)

Ewald Nowotny, Erkki Liikanen, Marko Kranjec, Patrick Honohan, Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Miguel Fernández Ordóñez, Yves Mersch, Stefan Ingves

Mellemste række

(fra venstre mod højre)

Nout Wellink, Ilmārs Rimšēvičs, Carlos Costa, Ivan Iskrov, Athanasios Orphanides, Miroslav Singer, Marek Belka, Michael C. Bonello

Bagerste række

(fra venstre mod højre)

András Simor, Guy Quaden, Axel A. Weber, Christian Noyer, Nils Bernstein, Georgios Provopoulos, Reinoldijos Šarkinas, Andres Lipstok, Mugur Constantin Isărescu

Anm.: Mario Draghi, Mervyn King, og Jozef Makúch var ikke til stede, da billedet blev taget.



Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Vítor Constâncio

Næstformand for ECB

(fra 1. juni 2010)

Direktør for Banco de Portugal

(indtil 31. maj 2010)

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

(indtil 31. maj 2010)

Marek Belka

Direktør for Narodowy Bank Polski

(fra 11. juni 2010)

Nils Bernstein

Direktør for Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central

Bank of Malta

Carlos Costa

Direktør for Banco de Portugal

(fra 7. juni 2010)

Mario Draghi

Direktør for Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

Patrick Honohan

Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

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

Jozef Makúch

Direktør for Národná banka Slovenska

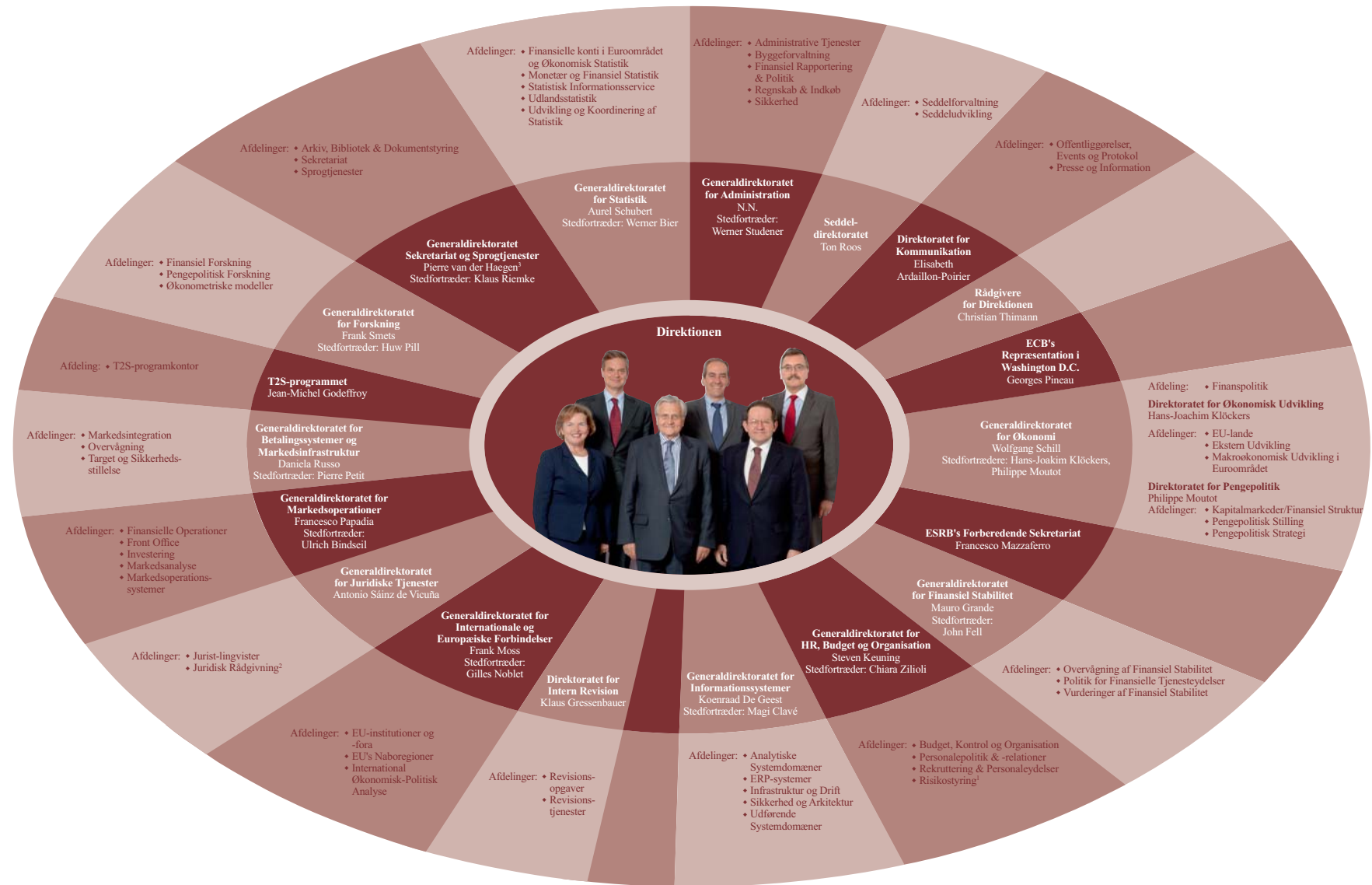
(fra 12. januar 2010)

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du

Luxembourg

ECB'S ORGANISATIONSPLAN
(pr. 31. december 2010)



1. Rapporterer direkte til Direktionen
2. Hertil kommer databeskyttelse
3. Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd

Direktionen

Bagerste række (fra venstre mod højre): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Jürgen Stark
Forreste række (fra venstre mod højre): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Vitor Constâncio (næstformand)

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

Miroslav Singer
Direktør for Česká národní banka
(fra 1. juli 2010)

Ślawomir Skrzypek †
Direktør for Narodowy Bank Polski
(indtil 10. april 2010)

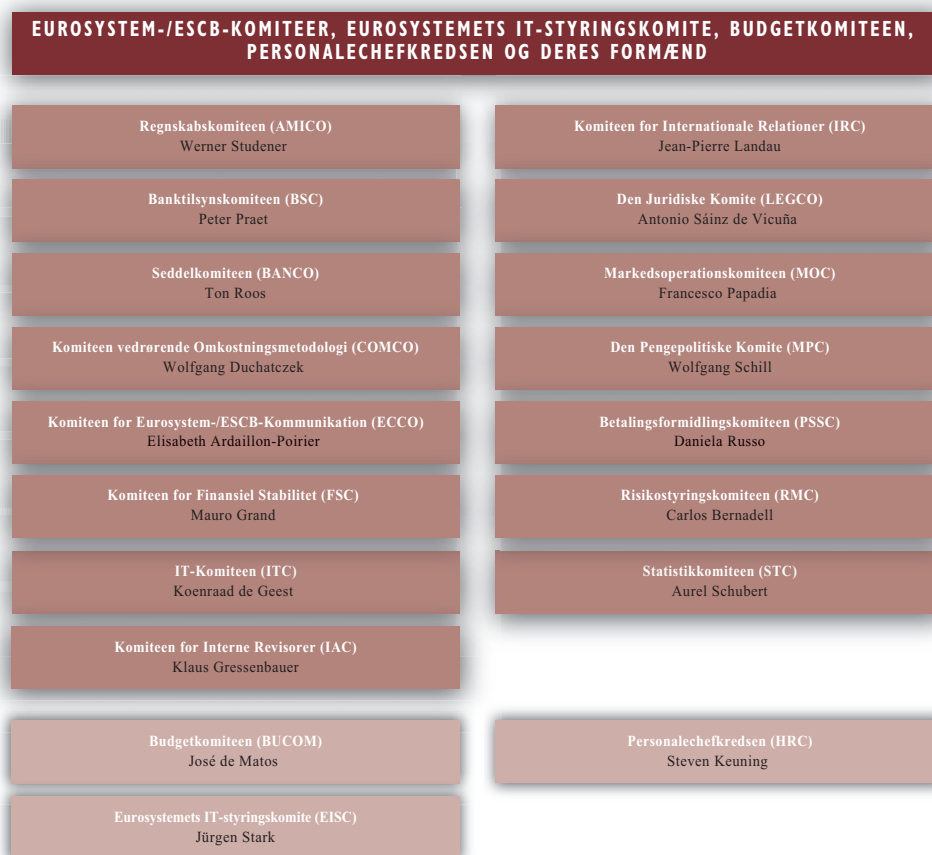
Ivan Šramko
Direktør for Národná banka Slovenska
(indtil 11. januar 2010)

Zdeněk Tůma
Direktør for Česká národní banka
(indtil 30. juni 2010)

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 ECB's 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, for Banktilsynskomiteens vedkommende, de nationale tilsynsmyndigheder. Risikostyringskomiteen blev nedsat den 16. september 2010 med det formål at bistå Styrelsesrådet med at sikre et passende beskyttelsesniveau for Eurosystemet ved at styre og kontrollere de risici, som stammer fra dets markedsoperationer. Den 16. december 2010 blev Banktilsynskomiteen opløst som følge af oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB (se kapitel 6). Pr. 31. december 2010 var der nedsat 13 Eurosystem-/ESCB-komiteer i henhold til artikel 9.1 i ECB's forretningsorden. Den 13. januar 2011 blev Komiteen for Finansiell Stabilitet nedsat i henhold til samme artikel med det formål at bistå Styrelsesrådet med at udføre ECB's opgaver vedrørende finansiell stabilitet.

I sager vedrørende ECB's 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 august 2007 nedsatte Styrelsesrådet Eurosystemets it-styringskomite, som fik til opgave at styre den løbende forbedring af anvendelsen af it inden for Eurosystemet.

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over de besluttende organer omfatter ECB's corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser, to adfærdskodekser, Det Ethiske Grundlag og regler om aktindsigt i ECB's dokumenter.

EKSTERNE KONTROLINSTANSER

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som er udnævnt til at revidere ECB's årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der efterprøver effektiviteten af ECB's forvaltning (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECB's svar offentliggøres på ECB's websted og i Den Europæiske Unions Tidende. For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECB's eksterne revisor er uafhængig, anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende.³ En række grundlæggende principper ("Good Practices") for valg af og mandat for eksterne revisorer er offentliggjort på ECB's websted og giver Eurosystemets centralbanker overordnede retningslinjer for udvælgelse og fastsættelse af eksterne revisors mandat. De grundlæggende principper gør det samtidig muligt for Styrelsesrådet at udarbejde sine henstillinger til Rådet på grundlag af harmoniserede, konsekvente og gennemsnitlige udvælgelseskriterier.

INTERNE KONTROLINSTANSER

ECB's 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

3 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 ECB's eksterne revisor i regnskabsårene 2008-12.

interne oplysninger fra afdelinger med ansvar for gennemførelsen af pengepolitikken spredes til afdelinger med ansvar for forvaltningen af ECB's valutareserve og egenportefølje.

I 2010 videreudviklede ECB risikostyringen for de operationelle risici vedkommende og fortsatte, i samarbejde med de nationale centralbanker, implementeringen af rammerne for den operationelle risikostyring af Eurosystemets opgaver og processer. ECB's forretningsområder opdaterede også deres vurdering af de operationelle risici. ECB afprøver og gennemgår jævnligt de foranstaltninger, som er truffet til forretningsvidereførelse af de kritiske dele af driften. I 2010 gennemgik ECB endvidere rammerne for krisestyring og gennemførte et uddannelsesprogram for krisestyringsgruppen. Efter at Styrelsesrådet i 2009 godkendte lanceringen af Eurosystemets rammer for forretningsvidereførelse, blev procedurerne for forretningskonsekvensanalyse udviklet på Eurosystem-niveau.

I december 2010 mødtes den nyligt nedsatte Risikostyringskomite (RMC) for første gang. En af komiteens hovedopgaver er at sikre en integreret vurdering af alle finansielle risici, som Eurosystemet konfronteres med i forbindelse med markedsoperationerne, herunder Eurosystemets pengepolitik og kreditoperationer inden for dagen, valutaoperationer samt operationer i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserver.

Uafhængigt af ECB's interne kontrolsystem og risikoovervågning foretager Direktoratet for Intern Revision løbende revisioner under Direktionens direkte ansvar. I overensstemmelse med mandatet i ECB's revisionscharter⁴ udøver ECB's interne revisorer uafhængig og objektiv kvalitetskontrol og rådgivning og bibringer en systematisk tilgang til evalueringen og forbedringen af effektiviteten af risikostyrings-, kontrol- og ledelsesprocesser. ECB's interne revision er i overensstemmelse med de internationale standarder for erhvervs-mæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer (IIA).

Komiteen for Interne Revisorer (IAC), der er en 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 ECB's og hele Eurosystemets corporate governance yderligere. Komiteen består af tre medlemmer af Styrelsesrådet og har Erkki Liikanen (direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank) som formand.

ADFÆRDSKODEKSER

Der gælder to adfærdskodekser for ECB's besluttende organer. Den ene adfærdskodeks giver vejledning til og fastsætter etiske standarder for Styrelsesrådets medlemmer og disses stedfortrædere i udøvelsen af deres funktion som medlemmer af Styrelsesrådet. Den afspejler deres ansvar for at beskytte Eurosystemets integritet og omdømme og for at sikre, at Eurosystemets operationer udføres effektivt.⁵ Styrelsesrådet har desuden udnævnt en etisk rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenestemæssig adfærd. Den anden kodeks er den supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen.⁶ Den supplerer den første kodeks, idet den præciserer de etiske regler for medlemmerne af Direktionen. Den 1. april 2010 trådte et omfattende etisk grundlag for ECB's ansatte i kraft.⁷ Grundlaget konsoliderer og forbedrer de etiske regler for ECB's ansatte, som fremgår af ansættelsesvilkårene, de administrative bestemmelser for ECB's ansatte og den tidligere adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank.⁸ Det Etiske Grundlag giver vejledning og fastsætter etiske konventioner, standarder

4 Revisionschartret er offentliggjort på ECB's websted for at gøre ECB's revisionsordninger mere gennemsigtige.

5 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 ECB's websted.

6 Se supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen for Den Europæiske Centralbank, EUT C 104, 23.4.2010, s. 8, og ECB's websted.

7 Se del 0 af ECB's personaleregler om Det Etiske Grundlag, EUT C 104, 23.4.2010, s. 3, og ECB's websted.

8 Se den tidligere 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 benchmarks. Alle ansatte forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver samt i deres forhold til de nationale centralbanker, de offentlige myndigheder, markedsdeltagerne, medierepræsentanter og offentligheden generelt. En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, sikrer Direktionen og de ansatte en konsekvent fortolkning af reglerne.

BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning⁹, der skulle styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Det fremgår bl.a. af forordningen, at Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF) skal foretage interne undersøgelser ved mistanke om svig i 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 afgørelse¹⁰ om de nærmere vilkår for OLAF's undersøgelser af ECB, som 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 ECB's 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 ECB's 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 ECB's rammer på området, således at der sikres

en systematisk indsamling af al relevant information og en behørig videreformidling til Direktionen.

AKTINDSIGT I ECB'S DOKUMENTER

ECB's afgørelse om aktindsigt i ECB's dokumenter¹¹, 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 ECB's og de nationale centralbankers uafhængighed samt sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECB's opgaver.¹²

I 2010 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

9 Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136, 31.5.1999, s. 1.

10 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 EU-Domstolens dom i sag C-11/00, Kommissionen mod Den Europæiske Centralbank af 10. juli 2003, Sml. I, s. 7147.

11 ECB's afgørelse af 4. marts 2004 om aktindsigt i ECB's dokumenter (ECB/2004/3), EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

12 I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed, giver arkivafsnittet på ECB's websted adgang til historisk dokumentation.

2 ORGANISATORISK UDVIKLING

2.1 PERSONALEFORVALTNING

I 2010 fortsatte ECB med at udvikle og implementere politikker for personaleforvaltningen på fire områder: organisationskultur, ansættelse, medarbejderudvikling og ansættelsesvilkår.

ORGANISATIONSKULTUR

I 2010 var fokus for udviklingen af ECB's organisationskultur mangfoldighed og fagetik. Der blev taget en række initiativer til at øge bevidstheden om ECB's målsætning om kønsdiversitet, således at den bliver en fast del af de regelmæssige opgaver på personaleområdet. Der blev offentliggjort en udtalelse om diversitet på webstedet for at markere, at ECB vil gøre en målrettet indsats på dette område. På det fagetiske område trådte der i 2010 et etisk grundlag for ECB's ansatte i kraft, som nærmere beskrevet i det foregående afsnit.

ANSÆTTELSE

Den 31. december 2010 havde ECB 1.607 medarbejdere omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger (mod 1.563 den 31. december 2009).¹³ I 2010 udstedte ECB i alt 53 nye tidsbestemte kontrakter (midlertidige kontrakter eller kontrakter, som senere kan føre til fastansættelse). 28 medarbejdere med en permanent eller en tidsbegrænset kontrakt forlod ECB i 2010 (mod 27 i 2009). For at dække orlov på mindre end et års varighed blev der desuden udstedt 128 kortvarige kontrakter i 2010 (ud over et antal kontraktforlængelser). 140 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 kropsånd inden for ESCB og øge samarbejdet med de internationale organisationer. Den 31. december 2010 arbejdede 158 medarbejdere fra de nationale centralbanker og en række internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver, hvilket er en stigning på 12 pct. i forhold til 2009.

I september 2010 tog ECB imod det femte hold deltagere i ECB's 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.

I lighed med tidligere år blev ECB's praktikantstillinger tilbudt studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse. I april 2010 blev reglerne for praktikantansættelse offentliggjort på ECB's websted for at skabe større klarhed om udvælgelseskriterier, ansættelsens varighed, ferie og sygeforsikring. Den 31. december 2010 arbejdede 92 praktikanter i ECB (en stigning på 12,8 pct. i forhold til 2009). 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.

ECB's politik med hensyn til intern mobilitet gør det muligt for ECB at øge medarbejdernes bevidsthed om samt synergieffekten mellem de forskellige forretningsområder. ECB's interne ansættelsespolitik, der lægger vægt på en bredt funderet kompetence, har også til formål at fremme intern mobilitet. I løbet af 2010 flyttede 204 medarbejdere enten midlertidigt eller i en længere periode til andre stillinger i ECB. Af disse var 37 ledende medarbejdere og rådgivere.

ECB deltager sammen med ESCB-centralbankerne aktivt i den udstationeringsordning, som Personalechefkredsen har fremmet, og som

¹³ Ud over kontrakter, som er baserede på fuldtidsstillinger, omfatter dette tal bl.a. kortvarige kontrakter, som er blevet tilbudt ansatte på udstationering fra nationale centralbanker og internationale institutioner, samt kontrakter til deltagere i ECB's Graduate Programme.

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 2010 blev i alt otte medarbejdere udstationeret under denne ordning (nye udstationeringer). Derudover bevilgede ECB orlov uden løn i op til tre år til 36 medarbejdere. I alt var 45 medarbejdere på orlov uden løn ved udgangen af december 2010 (mod 55 i 2009).

ECB fortsatte med at fremme udviklingen af ledelsens og medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer. Ud over et stort antal interne uddannelses tilbud har medarbejdere og ledelse fortsat benyttet sig af eksterne uddannelses tilbud til at opfylde individuelle uddannelsesbehov af en mere "teknisk" art. De har også kunnet udnytte tilbuddene i ESCB's uddannelsesprogrammer eller benytte sig af de nationale centralbankers uddannelses tilbud.

ANSÆTTESVILKÅR

ECB's ansættelsesvilkår er udformede, så de er attraktive, og så medarbejdernes og bankens behov afvejes. ECB er i færd med at gennemgå nogle af bestemmelserne om arbejdstid og orlov mv., således at det bliver muligt yderligere at lette behandlingen af anmodninger om deltidbeskæftigelse. Ved udgangen af 2010 var 158 medarbejdere på deltid, et fald på 10 pct. i forhold til 2009. 24 medarbejdere var på ubetalt forældreorlov pr. 31. december 2010 (mod 28 i 2009). Pilotprojektet med telearbejde blev iværksat i 2008 og fortsatte i 2010. I gennemsnit var omkring 235 medarbejdere på telearbejde hver måned. Samlet set var 662 medarbejdere på telearbejde mindst én gang.

ECB støttede fortsat medarbejderne på børnepasningsområdet og gjorde det lettere for dem at forene arbejdsliv og familieliv. De regler, der gælder forældre med alvorligt syge børn eller børn med særlige uddannelsesmæssige behov, blev forbedret, så de omfatter en udvidet støtte til forældre til børn med indlæringsvanskeligheder eller neuroadfærdsmæssige udviklingsforstyrrelser.

2.2 FORHOLDET TIL MEDARBEJDERNE OG DEN SOCIALE DIALOG

ECB anerkender fuldt ud vigtigheden af en konstruktiv dialog med medarbejderne. I 2010 hørte ECB medarbejderrepræsentanterne om forhold i forbindelse med aflønning, ansættelse, arbejdsvilkår, sundhed og sikkerhed og pension. ECB fortsatte den regelmæssige dialog med medarbejderrepræsentanterne om ansættelsesforhold og sociale forhold.

Der er løbende drøftelser mellem ECB og den anerkendte fagforening om et aftalememorandum, der yderligere skal fremme den sociale dialog i ECB.

2.3 ECB'S NYE HOVEDSÆDE

Den officielle start på selve byggearbejdet på ECB's nye hovedkvarter i Frankfurts Ostend blev markeret ved en festlighed den 19. maj 2010, hvor grundstenen blev lagt. I juni begyndte stålarbejdet på det dobbelte kontortårns fundament og personalets parkeringskælder. Betonarbejdet begyndte i juli. Ved indgangen til 2011 var personalets toetagers parkeringskælder og kælderens under det dobbelte kontortårn færdige og råhusarbejdet i stueetagen begyndt.

Parallelt hermed påbegyndtes byggearbejdet på den tidligere Grossmarkthalle-bygning. Som forberedelse til opførelsen af indgangsbygningen blev facaden og de tre tagsegmenter i den vestlige del af den tidligere torvehal fjernet. Torvehallens kælder blev også fjernet og erstattet af en vandtæt kælder, som kan bære vægten af de byggelementer, der kommer til at huse ECB's mere udadrettede funktioner som fx besøgscenter, konferencelokaler, cafeteria og personalerestaurant.

I et tæt samarbejde med fredningsmyndighederne begyndte renoveringen af den tidligere Grossmarkthalle i foråret 2010 med en forsigtig renovering af murstensfacaden og det ribbede betongulv i den østre fløjbygning. En grundig

renovering af byggesubstansen er i gang med det formål at bevare selve Grossmarkthalle-bygningen.

I februar 2011 gav ECB kontrakten på råhusarbejdet på det dobbelte kontortårn til et nyt byggefirma. Baresel GmbH, det firma, som oprindeligt havde fået kontrakten, gjorde arbejdet færdigt indtil stueplan. Ed. Züblin AG har nu fået til opgave at udføre resten af arbejdet. Bygearbejdet skrider planmæssigt frem. Det ventes fortsat, at ECB's nye hovedsæde står færdigt ultimo 2013, og at ECB flytter ind herefter, dvs. i 2014.

2.4. EUROSISTEMETS KONTOR TIL KOORDINERING AF INDKØB

I 2010 afsluttede EPCO (Eurosystem Procurement Coordination Office) to fælles procedurer, der var påbegyndt i 2009; nemlig flytransport i forbindelse med ESCB-møder og globale hotelaftaler. Derudover koordinerede EPCO en række analyser, som var sat i gang i 2009, og som enten bliver afsluttet eller fører til fælles indkøb i de kommende måneder. Analyserne omfattede bl.a. leverandører af markedsdata og kreditvurderingsbureauer, kontorartikler og standard it-software. EPCO fortsatte desuden med at fremme udvekslingen af bedste praksis for centralbanker på indkøbsområdet.

På mødet den 15. december 2010 tog Styrelsesrådet dokumentet "EPCO – Review of experience at the half-way stage of the mandate (2008-2012)" til efterretning. Dokumentet gav mulighed for at analysere de erfaringer, der var indsamlet i den første halvdel af EPCO's femårige mandat, og nyorientere aktiviteterne i den resterende del af mandatet.

2.5 MILJØ

ECB er en miljøbevidst institution, som anvender naturressurser med omtanke med henblik på at bevare miljøet og beskytte de ansattes sundhed.

I 2010 blev ECB's miljøledelsessystem (Environmental Management System eller EMS) certificeret. EMS opfylder den internationalt anerkendte standard EN ISO 14001 og EU's miljøledelses- og miljørevisionsordning EMAS. ECB tilstræber en konstant forbedring af systemet og ECB's miljøresultater. En sammenligning af data for 2008 og 2009 viste en reduktion af CO₂-emissionerne på 22 pct. over denne toårige periode. Et nyt miljøprogram for 2010-11 er blevet lanceret med det formål yderligere at reducere ECB's økologiske fodaftryk.

ECB har offentliggjort en miljøredegørelse på webstedet, som indeholder nærmere oplysninger om ECB's miljøresultater.

Hertil kommer, at de frivillige mål i Europa-Kommissionens GreenBuilding Programme gælder i forbindelse med opførelsen af ECB's nye hovedsæde. Programmet, der blev lanceret i 2004, har til formål at forbedre energieffektiviteten og udbrede anvendelsen af vedvarende energi i erhvervsjendomme i EU.

2.6 IT-SERVICIELEDELSE

Generaldirektoratet for It-systemer afsluttede implementeringen af sin nye organisatoriske opbygning i 2010. Der blev sat særlig fokus på strategiimplementering, arbejdsprogrammet for 2010 og den fortsatte forbedring af processer som følge af de ISO-certificeringer, der blev opnået i 2009.

I løbet af året var arbejdet centreret om at forberede de nødvendige it-ydelser til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici og Estlands gnidningsløse optagelse i eurosamarbejdet. På grund af den finansielle krise blev adskillige applikationer ændret med meget kort varsel og holdt i drift længere end normalt og i weekender.

Der blev sat forskellige projekter i gang med det formål at sikre, at it-applikationerne i højere grad lever op til ESCB's sikkerhedspolitik. Der blev også taget skridt til at modernisere en

række systemer, der understøtter gennemførelsen af de pengepolitiske beslutninger, og til at afslutte projekter, der understøtter administrative processer.

3 PERSONALECHEFKREDSEN

I 2010 dækkede Personalechefkredsens og den dertil knyttede Taskforce om Uddannelse og Udviklings aktiviteter forskellige aspekter af personaleledelse, herunder mobilitet inden for ESCB.

Uddannelsesmulighederne på ESCB-plan blev yderligere udvidet med iværksættelsen af: i) ESCB's seminarprogram om projektstyring, der består af flere moduler om projektstyringsmetoder og de bløde færdigheder, der er brug for i et projektmiljø, og ii) et kursus om udarbejdelse af revisionsrapporter og kommunikation. I 2011 er der planlagt i alt 57 forskellige ESCB-træningsaktiviteter, som vil finde sted i 22 centralbanker.

4 ESCB's SOCIALE DIALOG

ESCB's Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra centralbankerne i ESCB samt fra en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger.¹⁴ Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få stor indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB. Information gives i det halvårslige nyhedsbrev og på møder, der afholdes to gange om året i Frankfurt.

I 2010 var det finansielle tilsyn, oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici og ECB's tiltag i krisetider i fokus i ESCB's sociale dialog. Spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler, markedsoperationer og betalingssystemer blev ligeledes drøftet.

Møderne i ad hoc-arbejdsgruppen om produktion og cirkulering af eurosedler fortsatte med at behandle tekniske spørgsmål, der supplerede de spørgsmål, som blev drøftet på ESCB's Sociale Dialogs plenarmøde. Arbejdsgruppen om ESCB's Sociale Dialog, der mødtes i maj og september, pegede bl.a. på mulige punkter, der kan komme på dagsordenen for ESCB's Sociale Dialogs møder.

¹⁴ 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 2010

1 HOVEDAKTIVITETER

ECB's aktiviteter i 2010 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

2 MÅL OG OPGAVER

ECB's mål og opgaver er beskrevet i ESCB-stattuten (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

ECB'S CORPORATE GOVERNANCE

ECB's besluttende organer er Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

Rammerne for ECB's ledelse omfatter flere forskellige kontrolforanstaltninger og revisionstiltag. Den Europæiske Revisionsret efterprøver fx effektiviteten af ECB's forvaltning, mens en ekstern revisor er udnævnt til at revidere ECB's årsregnskab. ECB udnævner hvert femte år et nyt eksternt revisionsfirma for at forstærke den eksterne revisors uafhængighed. I 2007 etablerede Styrelsesrådet ECB's Revisionskomite for yderligere at styrke ECB's corporate governance.

ECB har i tidens løb fastsat en række interne regler for forretningspraksis og tjenestemæssig adfærd, som gælder for alle ECB's medarbejdere. Business Practice Handbook, en håndbog i forretningspraksis, der trådte i kraft i 2007, er et eksempel herpå. Den opdateres jævnligt og indeholder lettilgængelige og brugervenlige oplysninger om forretningsmæssige mål og forretningspraksis og er en hjælp for medarbejderne til at opfylde de tjenestemæssige krav.

For så vidt angår ECB's interne kontrolsystem, er hver enkelt enhed selv ansvarlig for risikostyring og kontrol samt driftens effektivitet. Derudover foretager Direktoratet for Intern

Revision løbende uafhængige revisioner og er direkte ansvarlig over for Direktionen.

Nærmere information om ECB's corporate governance findes i kapitel 10 i Årsberetningen.

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 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 32 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet.

MEDARBEJDERE

ECB er meget bevidst om, at det er vigtigt at udvikle sunde politikker for personaleforvaltningen og at føre en konstruktiv dialog med de ansatte. I 2010 blev der i forbindelse med udviklingen af ECB's organisationskultur sat fokus på mangfoldighed og fagetik. Et nyt omfattende etisk grundlag for ECB's ansatte trådte i kraft den 1. april 2010. Det Ethiske Grundlag giver vejledning om og fastsætter etiske konventioner, standarder og benchmarks. Alle ansatte forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver, samt i deres forhold til de nationale centralbanker, de offentlige myndigheder, markedsdeltagerne, medierepræsentanter og offentligheden.

Tiltag inden for mobilitet og medarbejderudvikling var fortsat de vigtigste elementer i den faglige udvikling i 2010. ECB fortsatte desuden med at støtte de ansatte på børnepasnings-

området og gjorde det lettere for dem at forene arbejdsliv og familieliv.

Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB (omregnet til fuldtidsstillinger)¹ steg fra 1.530 i 2009 til 1.565 i 2010. Ved årets udgang havde ECB 1.607 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til note 32 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet og kapitel 10, afsnit 2, i Årsberetningen, hvor der også findes en nærmere beskrivelse af ECB's personalestrategi.

INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING

ECB's valutareserveportefølje består af valutareserveaktiver, der i henhold til bestemmelserne i ESCB-statuttens artikel 30 er overført fra de nationale centralbanker i euroområdet til ECB. Hovedformålet med ECB's valutareserver er at sikre, at Eurosystemet altid har tilstrækkelige likvide ressourcer til sine valutaoperationer.

ECB's egenportefølje afspejler investeringen af a) den indbetalte kapital, b) modposten til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldpriserisici, c) den almindelige reservefond og d) de porteføljeindtægter, der er akkumuleret i tidligere år. Dens formål er primært at skabe et afkast, som skal bidrage til at dække ECB's driftsomkostninger.

ECB er eksponeret over for finansielle risici i forbindelse med begge ovennævnte porteføljer. Disse risici omfatter kredit-, markeds- og likviditetsrisici. ECB overvåger og måler disse risici nøje og mindsker dem, om nødvendigt, gennem implementering af rammer for risikostyringen, som bl.a. omfatter et system, der sætter grænser for risikoeksponeringen.

ECB's investeringsaktiviteter og risikostyring i forbindelse hermed er beskrevet nærmere i Årsberetningens kapitel 2.

¹ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

BUDGETPROCESSEN

Udgifter, der følger det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, idet der tages højde for råd fra ECB's interne kontrolfunktion, og af Styrelsesrådet med bistand fra Budgetkomiteen (BUCOM). BUCOM, der består af eksperter fra både ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, yder et centralt bidrag til ECB's finansielle styringsproces. I overensstemmelse med artikel 15 i ECB's forretningsorden omfatter BUCOM's støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECB's årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse.

4 FINANSIELLE RESURSER

KAPITAL

I henhold til ESCB-statutten samt Rådets beslutning (EF) nr. 1009/2000 af 8. maj 2000 vedtog ECB i december 2010 at udvide ECB's indskudte kapital med 5 mia. euro, fra 5,8 mia. euro til 10,8 mia. euro.

Beslutningen blev truffet på baggrund af en analyse, der var iværksat i 2009 med det formål at undersøge, hvorvidt ECB's indskudte kapital var tilstrækkelig. Kapitaludvidelsen blev anset for nødvendig i lyset af den øgede volatilitet i valutakurser, renter og guldpriser samt ECB's eksponering over for kreditrisiko.

For at lette overførslen af kapital til ECB besluttede Styrelsesrådet, at de nationale centralbanker i euroområdet skulle indbetale de supplerende bidrag til kapitalen på 3.489.575.000 euro i tre lige store årlige bidrag. Den 29. december 2010 indbetalte de nationale centralbanker i de EU-lande, der udgjorde euroområdet pr. denne dato, det første bidrag på 1.163.191.667 euro. De resterende to bidrag indbetales ultimo 2011 og ultimo 2012. Den minimumsprocentdel, som de nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale af den indskudte kapital som bidrag til ECB's driftsudgifter, blev endvidere

sat ned fra 7,00 pct. til 3,75 pct. Det førte til en mindre justering af den del af kapitalen, som de nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale, og indbetalinger på i alt 84.220 euro den 29. december 2010.

Som følge af disse indbetalinger steg ECB's indbetalte kapital fra 4.142 mio. euro den 31. december 2009 til 5.306 mio. euro den 31. december 2010. I note 17 "Kapital og reserver" i Årsregnskabet gøres nærmere rede for disse ændringer.

HENSÆTTELSE TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE-, KREDIT- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECB's aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, påvirkes ECB's lønsomhed kraftigt af udviklingen i valutakurs- og – i mindre omfang – renteeksponeringer. Disse eksponeringer skyldes hovedsagelig bankens guldbeholdninger og valutareserveaktiver i amerikanske dollar og japanske yen, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I 2005 besluttede Styrelsesrådet i betragtning af ECB's store eksponering over for disse risici og størrelsen af ECB's revalueringskonti at oprette en hensættelse til at imødegå valutakurs-, rente- og guldpriserisici. Efter etableringen af programmet til opkøb af covered bonds (se note 5 "Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet" i Årsregnskabet) besluttede Styrelsesrådet i 2009 at udvide risikohensættelsen, så den også omfatter kreditrisiko.

Pr. 31. december 2009 udgjorde denne hensættelse 4.020.445.722 euro. I overensstemmelse med ESCB-statutten må risikohensættelsen sammen med et eventuelt indestående i ECB's almindelige reservefond ikke overstige værdien af den kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet har indbetalt. Styrelsesrådet besluttede, efter at have taget højde for resultatet af risikovurderingen, at lade risikohensættelsen stige til 5.183.637.388 euro, som efter kapi-

taludvidelsen repræsenterer det aktuelt tilladte maksimum for hensættelsen.

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 beholdningerne af risikobærende aktiver, omfanget af den risikoeksponering, der er slået igennem i det indeværende regnskabsår, fremskrivninger af resultaterne for det kommende år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode.

5 RESULTAT

FINANSIELLE KONTI

I henhold til ESCB-statuttens artikel 26.2 udfærdiges ECB's årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

RESULTAT I 2010

I 2010 var ECB's nettoindtægt inden overførslen til hensættelser til afdækning af risici på 1.334 mio. euro mod 2.218 mio. euro i 2009. Nettooverskuddet efter hensættelser var på 171 mio. euro, som blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i marts 2011.

I 2010 var nettorenteindtægten på 1.422 mio. euro (mod 1.547 mio. euro i 2009). Faldet i nettorenteindtægten skyldtes hovedsagelig a) realiseringen af en nettorenteudgift fra Target2-mellemværender i 2010, b) lavere nettorenteindtægter fra valutareserveaktiver, som hovedsagelig skyldtes en lavere gennemsnitlig rente på aktiver denomineret i amerikanske dollar i 2010, og c) en nedgang i renteindtægten fra fordelingen af eurosedler i omløb, som skyldtes faldet i den gennemsnitlige rente på Eurosystemets primære markedsoperationer. Disse faktorer blev delvist opvejet af a) merindtægter

fra værdipapirer opkøbt i henhold til Securities Markets Programme (programmet vedrørende værdipapirmarkederne) og programmet til opkøb af covered bonds, b) lavere renteudgifter som følge af et fald i mellemværenderne med Schweizerische Nationalbank og c) et fald i renteudgiften på de tilgodehavender, som de nationale centralbanker i euroområdet har vedrørende de valutareserveaktiver, som de har overført til ECB.

De realiserede nettogevinster på finansielle operationer faldt fra 1.103 mio. euro i 2009 til 474 mio. euro i 2010, hvilket fortrinsvis skyldtes, at a) ECB ikke solgte guld i 2010, og b) de realiserede nettogevinster på værdipapirsalg var lavere i 2010.

Nedskrivningerne beløb sig i 2010 til 195 mio. euro (mod 38 mio. euro i 2009), og de skyldtes hovedsagelig urealiserede børskurstab på værdipapirbeholdninger, som på balancen er opgjort til deres markedsværdi ultimo 2010.

Som det også var tilfældet ultimo 2009, beløb urealiserede valutagevinster, hovedsagelig fra dollar- og yenporteføljen, sig til 2.070 mio. euro, og urealiserede guldprisgevinster beløb sig til 8.418 mio. euro. I 2010 medførte euroens depreciering over for den japanske yen og den amerikanske dollar en stigning i urealiserede valutagevinster til 6.271 mio. euro, mens stigningen i guldprisen i løbet af 2010 førte til urealiserede guldprisgevinster på 13.079 mio. euro. I overensstemmelse med Eurosystemets regnskabspraksis blev disse gevinster overført til revalueringsskonti.

ECB's samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 401 mio. euro i 2009 til 415 mio. euro i 2010.

BALANCE PR. 31. DECEMBER 2010

AKTIVER	NOTE	2010 €	2009 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	17.015.600.109	12.355.158.122
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	414.722.811	346.455.675
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	39.298.995.950	35.109.527.121
		39.713.718.761	35.455.982.796
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	2.2	4.326.557.549	3.293.593.476
Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	3.1	1.800.000.000	0
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	33.368.000	5.000
Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet	5		
Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	5.1	17.925.976.508	2.181.842.083
Eurosystem-interne tilgodehavender	6		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	6.1	67.176.191.390	64.513.307.300
Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto	13.2	0	6.359.967.425
		67.176.191.390	70.873.274.725
Andre aktiver	7		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	7.1	281.925.625	221.886.920
Andre finansielle aktiver	7.2	13.249.960.731	11.816.451.684
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	7.3	147.260.366	20.951.426
Periodeafgrænsningsposter	7.4	1.319.491.653	775.782.372
Øvrige poster	7.5	532.963.278	1.003.035.232
		15.531.601.653	13.838.107.634
Aktiver i alt		163.523.013.970	137.997.963.836

PASSIVER	NOTE	2010 €	2009 €
Seddelomløb	8	67.176.191.390	64.513.307.300
Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	9	33.363.000	0
Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	10		
Andre forpligtelser	10.1	1.072.000.000	1.056.000.000
Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	11	1.201.602.021	9.515.160.271
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet	12		
Indlån og andre forpligtelser	12.1	478.028.926	18.752.058
Eurosystem-interne forpligtelser	13		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver	13.1	40.204.457.215	40.204.457.215
Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto	13.2	21.225.255.926	0
		61.429.713.141	40.204.457.215
Andre forpligtelser	14		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	14.1	568.235.002	196.041.410
Periodeafgrænsningsposter	14.2	749.630.881	731.468.960
Øvrige poster	14.3	494.466.366	409.204.389
		1.812.332.249	1.336.714.759
Hensættelser	15	5.216.716.613	4.042.873.982
Revalueringskonti	16	19.626.699.159	10.915.251.958
Kapital og reserver	17		
Kapital	17.1	5.305.536.076	4.142.260.189
Årets resultat		170.831.395	2.253.186.104
Passiver i alt		163.523.013.970	137.997.963.836

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2010 TIL 31. DECEMBER 2010

	NOTE	2010 €	2009 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver	26.1	366.179.478	700.216.277
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	26.2	653.509.659	787.157.441
Andre renteindtægter	26.4	4.796.498.245	5.608.442.130
<i>Renteindtægter</i>			<i>5.816.187.382 7.095.815.848</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver	26.3	-346.484.251	-443.045.045
Andre renteudgifter	26.4	-4.047.227.079	-5.105.724.953
<i>Renteudgifter</i>		<i>-4.393.711.330</i>	<i>-5.548.769.998</i>
Nettorenteindtægter	26	1.422.476.052	1.547.045.850
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	27	474.313.327	1.102.597.118
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	28	-195.213.437	-37.939.649
Overførsel til/fra hensættelser for valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici		-1.163.191.667	34.806.031
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-884.091.777	1.099.463.500
Gebyrer og provisioner, netto	29	-1.409.017	-16.010
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	30	2.612.858	934.492
Andre indtægter	31	46.537.026	6.783.936
Nettoindtægter i alt		586.125.142	2.654.211.768
Personaleomkostninger	32	-196.470.934	-187.314.707
Administrationsomkostninger	33	-196.636.534	-186.447.503
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-13.601.111	-21.042.602
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	34	-8.585.168	-6.220.852
Årets resultat		170.831.395	2.253.186.104

Frankfurt am Main, den 22. februar 2011

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet

Formand

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS¹

REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

ECB's årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECB's finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper,² som ECB's 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, going concern, periodisering, 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 2010 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2010.

SDR beregnes på grundlag af en valutakurv. I forbindelse med kursreguleringen af ECB's SDR-beholdning blev beholdningens værdi beregnet som en vægtet sum af kursen på fire vigtige valutaer (amerikanske dollar, euro, japanske yen og britiske pund) i forhold til eurokursen pr. 31. december 2010.

1 Afgørelse ECB/2006/17 af 10. november 2006, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer, som indeholdt en nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis, blev med virkning fra 31. december 2010 ophævet og erstattet af afgørelse ECB/2010/21 af 11. november 2010, EUT L 35, 9.2.2011, s. 1.

2 Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i ESCB-statuttens artikel 26.4, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.

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 2010 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2010.

Omsættelige værdipapirer klassificeret som holdt-til-udløb og ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket kurstab i forhold hertil.

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. Genkøbsforretninger opføres på balancens passivside som sikrede indlån, hvilket giver anledning til en renteudgift i resultatopgørelsen. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECB's 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 ECB's 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 2010 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 rentefutu-

res 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

Værdien af 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. ESCB-interne transaktioner i euro gennemføres hovedsagelig via Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (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 ECB's regnskab den enkelte nationale centralbanks netto-tilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB. De Eurosystem-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB som følge af Target2, samt andre Eurosystem-interne mellemværender i euro (fx den foreløbige overskudsfordeling til de nationale centralbanker) opføres i ECB's balance som en enkelt nettoaktiv- eller netto-passivpost og indregnes under "Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto" eller "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto". De ESCB-interne mellemværender, som nationale central-

banker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target2,³ er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet".

ESCB-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår som følge af overførsel af valutareserveaktiver til ECB, denomineres i euro og opgøres under "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver".

ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde og kunstværker, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde og kunstværker værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede anvendelsesperiode, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen, og afskrives som følger:

Computere og relateret hardware/software samt køretøjer	4 år
Udstyr, møbler og inventar	10 år
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro	Straksafskrives

Afskrivningsperiodens længde for aktiverede bygninger og ombygninger er i forbindelse med ECB's nuværende lejede lokaler blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

Omkostninger i forbindelse med ECB's nye hovedsæde bogføres under "Anlægsaktiver under opførelse", hvis de opfylder kapitali-

3 Pr. 31. december 2010 deltog følgende nationale centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Danmarks Nationalbank, Eesti Pank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas og Narodowy Bank Polski.

seringskriterierne. Omkostningerne vil blive overført til de pågældende anlægsaktivposter, når aktiverne kan tages i brug. For så vidt angår afskrivningen af ECB's nye hovedsæde, fordeles omkostningerne på de relevante komponenter og afskrives i henhold til aktivernes skønnede brugstid.

ECB'S PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

ECB's pensionsordning for medarbejderne er ydelsesbaseret. Ordningen finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse.

Den 1. juni 2009 indførte ECB en ny pensionsordning (ECB Pension Scheme) for både nuværende og kommende medarbejdere, som skal sikre ordningens langsigtede finansielle holdbarhed. I henhold til den nye ordning er både ECB's og medarbejdernes obligatoriske bidrag sat op, fra henholdsvis 16,5 pct. til 18 pct. og 4,5 pct. til 6 pct. af grundlønnen. Medarbejderne kan også under den nye ordning foretage frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelser.⁴ ECB's første pensionsordning (ECB Retirement Plan) blev fastfrosset pr. 31. maj 2009, og medarbejdernes erhvervede rettigheder sikret pr. denne dag.

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 den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse beregnes ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Den anvendte diskonteringsssats opgøres under hen-

visning til markedsafkastet på balancedagen af meget sikre virksomhedsobligationer i euro med en løbetid, der svarer til pensionsforpligtelsens løbetid.

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 ydelsesbaserede pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b. renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonteringsssatsen
- c. forventet afkast af ordningens aktiver til at finansiere den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse
- d. aktuarmæssige gevinster og tab på forpligtelser hidrørende fra pensionsydelser (indregnes ved hjælp korridormetoden)
- e. aktuarmæssige gevinster og tab på andre langsigtede personaleydelse (i deres helhed).

KORRIDORMETODEN

Ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab på ydelser efter fratræden, som overstiger den største af enten a) 10 pct. af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse eller b) 10 pct. af dagsværdien af ordningens aktiver til at finansiere den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

⁴ De ansattes frivillige bidrag kan anvendes til at købe yderligere pension, når de går på pension. Denne pension indgår fra det tidspunkt i den ydelsesbaserede forpligtelse.

PENSION TIL DIREKTIONSMEDLEMMER OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Ydelser efter fratræden og andre langfristede personaleydelser for ECB's direktionsmedlemmer samt 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 under "Resultatopgørelsen".

Disse forpligtelser værdiansættes årligt af uafhængige aktuarer for at fastsætte den passende forpligtelse i årsregnskabet.

SEDDELOMLØB

ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, som tilsammen udgør Eurosystemet, udsteder eurosedler.⁵ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.⁶

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i balancen under passivposten "Seddellomløb". ECB's andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,⁷ indregnes i delposten "Eurosystem-interne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender"). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter".

FORELØBIG OVERSKUDSDELING

ECB's indtægter fra eurosedler i omløb og indtægter fra værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme (programmet vedrørende værdipapirmarkedene) forfalder til

betaling til de nationale centralbanker i euroområdet i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes. ECB foretager en foreløbig fordeling af disse indtægter i januar det følgende år.⁸ Indtægterne fordeles fuldt ud, medmindre ECB's nettooverskud for det pågældende år er mindre end indtægten på eurosedler i omløb og værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme og med forbehold af eventuelle beslutninger fra Styrelsesrådet om at foretage overførsler til hensættelse for valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisiko. Styrelsesrådet kan også beslutte at modregne ECB's udgifter i tilknytning til udstedelse og håndtering af eurosedler i indtægten på eurosedler i omløb.

ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECB's rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugerne yderligere relevante oplysninger.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECB's eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2012.

5 Afgørelse ECB/2010/29 af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 26.

6 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECB's andel af summen af udstedte eurosedler, og anvende kapitalindskudsnøglen på de nationale centralbankers andel i den nævnte sum.

7 Afgørelse ECB/2010/23 af 25. november 2010 om fordelingen af de monetære indtægter til de nationale centralbanker i de medlemsstater, der har euroen som valuta (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 17.

8 Afgørelse ECB/2010/24 af 25. november 2010 om foreløbig fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb og fra værdipapirer købt i henhold til programmet vedrørende værdipapirmarkedene (omarbejdning), EUT L 6, 11.1.2011, s. 35.

NOTER TIL BALANCEN

I GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

Pr. 31. december 2010 havde ECB en beholdning på 16.122.143 ounces finguld⁹ (mod 16.122.146 ounces i 2009). Den minimale nedgang skyldes vægtforskelle, som opstod i forbindelse med det udskiftningsprogram, som ECB påbegyndte i 2010. Stigningen i guldbeholdningens værdi i euro skyldtes en markant stigning i prisen på guld i 2010 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

2.1 TILGODEHAVENDER HOS IMF

I denne post indregnes ECB's beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2010. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro på vegne af ECB inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2.2 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.

Tilgodehavender hos residerer uden for euroområdet	2010 €	2009 €	Udvikling €
Anfordringskonti	1.415.134.235	845.908.975	569.225.260
Pengemarkedsindskud	881.467.443	636.977.905	244.489.538
Omvendte genkøbsforretninger	54.632.540	0	54.632.540
Værdipapirer	36.947.761.732	33.626.640.241	3.321.121.491
I alt	39.298.995.950	35.109.527.121	4.189.468.829

Tilgodehavender hos residerer i euroområdet	2010 €	2009 €	Udvikling €
Anfordringskonti	3.522.840	677.846	2.844.994
Pengemarkedsindskud	4.254.182.741	3.292.915.630	961.267.111
Omvendte genkøbsforretninger	68.851.968	0	68.851.968
I alt	4.326.557.549	3.293.593.476	1.032.964.073

Stigningen i euroværdien af disse positioner skyldtes i 2010 hovedsagelig den amerikanske dollars og den japanske yens appreciering over for euroen. Indtægter i 2010, primært på dollarporteføljen, bidrog endvidere til stigningen i disse posters samlede værdi.

Den 31. december 2010 var ECB's nettobeholdninger¹⁰ af amerikanske dollar og japanske yen følgende:

	(mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	43.952
Japanske yen	1.101.816

3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

3.1 BANKTILGODEHAVENDER, VÆRDIPAPIRER OG LÅN

Pr. 31. december 2010 bestod denne post af et tilgodehavende hos en national centralbank uden for euroområdet i forbindelse med en aftale med ECB om genkøbsforretninger. I henhold til aftalen kan den pågældende nationale

⁹ Dette svarer til 501,5 t.

¹⁰ Beholdningerne omfatter aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerer uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerer i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter" (aktivsiden), "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerer uden for euroområdet", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivsiden) og "Periodeafgrænsningsposter" (passivsiden), idet der også tages højde for valutaterminforretninger og valutaswaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

centralbank låne euro mod godkendt sikkerhed med henblik på at understøtte de indenlandske likviditetstilførende operationer.

4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2010 bestod disse tilgodehavender hovedsagelig af en udestående omvendt genkøbsforretning, der var gennemført i sammenhæng med udlån af covered bonds (se note 9 "Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet").

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Programmet til opkøb af covered bonds	4.823.413.246	2.181.842.083	2.641.571.163
Securities Markets Programme	13.102.563.262	0	13.102.563.262
I alt	17.925.976.508	2.181.842.083	15.744.134.425

Styrelsesrådet har besluttet at klassificere de værdipapirer, som er opkøbt i henhold til de to programmer, som værdipapirer holdt-til-udløb (se "Værdipapirer" under anvendt regnskabspraksis). De nedskrivningstest, som var udført pr. 31. december 2010, bevirkede, at aktivernes værdi ikke blev nedskrevet.

5 VÆRDIPAPIRER I EURO UDSTEDT AF RESIDENTER I EUROOMRÅDET

5.1 VÆRDIPAPIRER, SOM HOLDES AF PENGEPOLITISKE GRUNDE

Pr. 31. december 2009 bestod denne post af værdipapirer, som ECB havde erhvervet inden for rammerne af programmet til opkøb af covered bonds. I henhold til dette program opkøbte ECB og de nationale centralbanker indtil ultimo juni 2010, hvor programmet ophørte, covered bonds i euro, der var udstedt i euroområdet.

I maj 2010 etablerede Styrelsesrådet Securities Markets Programme (programmet vedrørende værdipapirmarkedene). Programmet indebærer, at ECB og de nationale centralbanker kan købe gældsinstrumenter udstedt af den offentlige og den private sektor i euroområdet med henblik på at støtte visse segmenter af euroområdets obligationsmarkeder, som fungerer dårligt, og sikre, at den pengepolitiske transmissionsmekanisme atter kommer til at fungere efter hensigten.

ECB's beholdninger af værdipapirer, som blev købt i henhold til de to programmer, var ved udgangen af 2010:

6 EUROSISTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

6.1 TILGODEHAVENDER I FORBINDELSE MED FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSISTEMET

I denne post indregnes ECB's tilgodehavender hos de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosistemet (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis).

7 ANDRE AKTIVER

7.1 MATERIELLE OG IMMATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Pr. 31. december 2010 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Anskaffelsessum			
Grunde og bygninger	168.714.234	168.811.800	-97.566
Computerhardware og -software	188.781.597	182.723.860	6.057.737
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	30.325.142	29.786.515	538.627
Anlægsaktiver under opførelse	174.386.237	107.411.277	66.974.960
Øvrige anlægsaktiver	1.525.084	1.415.991	109.093
Anskaffelsessum i alt	563.732.294	490.149.443	73.582.851
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-74.965.599	-70.731.976	-4.233.623
Computerhardware og -software	-177.760.956	-169.735.407	-8.025.549
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	-28.878.352	-27.593.378	-1.284.974
Øvrige anlægsaktiver	-201.762	-201.762	0
Akkumulerede afskrivninger i alt	-281.806.669	-268.262.523	-13.544.146
Bogført nettoværdi	281.925.625	221.886.920	60.038.705

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under opførelse" skyldes hovedsagelig aktiviteter i forbindelse med ECB's nye hovedsæde.

I 2009 blev aktiver med en anskaffelsessum på 2,3 mio. euro indregnet i delposten "Øvrige anlægsaktiver". I 2010 blev de omklassificeret under "Anlægsaktiver under opførelse" for at afspejle deres aktuelle status. Balancen for 2009 er for sammenligningens skyld justeret tilsvarende.

7.2 ANDRE FINANSIELLE AKTIVER

I denne post indregnes investeringen af ECB's egenkapital,¹¹ der holdes som en direkte modpost til ECB's kapital og reserver, 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:

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	4.377.086	8.748.115	-4.371.029
Værdipapirer i euro	11.534.194.166	11.295.095.956	239.098.210
Omvendte genkøbsforretninger i euro	1.669.436.200	470.622.051	1.198.814.149
Andre finansielle aktiver	41.953.279	41.985.562	-32.283
I alt	13.249.960.731	11.816.451.684	1.433.509.047

Nettostigningen i denne post skyldtes hovedsagelig investeringen af de beløb, som var modtaget fra de nationale centralbanker efter udvidelsen af ECB's kapital, i egenporteføljen (se note 17 "Kapital og reserver") samt indtægter i 2010.

7.3 REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

Denne post består hovedsagelig af værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2010 (se note 23 "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 "Ikke-balanceførte poster" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

¹¹ Genkøbsforretninger, som gennemføres i sammenhæng med forvaltningen af egenporteføljen, er medtaget under "Øvrige poster" på passivside (se note 14.3 "Øvrige poster").

Revalueringsgevinster på udestående renteswapforretninger indgår også i denne post (se note 21 "Renteswaps").

7.4 PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

I 2010 omfattede denne position påløbne renter af Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet for december 2010, som udgjorde 364,7 mio. euro (mod 261,6 mio. euro i 2009), og påløbne renter af ECB's tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet for 4. kvartal 2010 (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som udgjorde 166,7 mio. euro (mod 157,8 mio. euro i 2009).

I denne post indgår også påløbne renter på værdipapirer (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver" og "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", note 5 "Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet" og note 7.2 "Andre finansielle aktiver") samt påløbne renter på andre finansielle aktiver.

7.5 ØVRIGE POSTER

Denne post består hovedsagelig af positive balancer for udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2010 (se note 23 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse balancer opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

Et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter er ligeledes indeholdt i denne post. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Den Europæiske Unions privilegier og immuniteter, som ifølge ESCB-statuttens artikel 39 også gælder for ECB.

8 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECB's andel (8 pct.) af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

9 ANDRE FORPLIGTELSER I EURO OVER FOR KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

I 2010 besluttede Styrelsesrådet, at de nationale centralbanker i euroområdet skulle muliggøre udlån af obligationer opkøbt i henhold til programmet til opkøb af covered bonds. ECB udførte disse udlånsoperationer ved hjælp af modsvarende genkøbsforretninger, hvorved hele det beløb, som blev modtaget i forbindelse med genkøbsforretningerne, samtidig blev geninvesteret hos den samme modpart i form af en omvendt genkøbsforretning (se note 4 "Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet"). Pr. 31. december 2010 var en genkøbsforretning udført i sammenhæng med udlån af covered bonds på 33,4 mio. euro udestående.

10 FORPLIGTELSER I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET

10.1 ANDRE FORPLIGTELSER

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.

11 FORPLIGTELSER I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2010 bestod disse forpligtelser hovedsagelig 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).

Pr. 31. december 2009 bestod denne post primært af en forpligtelse på 4,5 mia. euro, der var opstået i forbindelse med det midlertidige, gensidige valutaarrangement med Federal Reserve. Federal Reserve forsynede i henhold til denne ordning ECB med amerikanske dollar ved hjælp af en midlertidig swap line, således at Eurosystemets modparter kunne opnå 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. Back-to-back-swapforretningerne resulterede i Eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker. I begyndelsen af 2010, da det så ud til, at de finansielle markeder igen var blevet mere velfungerende, bekræftede ECB, at de midlertidige swapfaciliteter med Federal Reserve ville blive bragt til ophør 1. februar 2010. Da der imidlertid opstod fornyede pres på de europæiske markeder for kort likviditet i amerikanske dollar, besluttede ECB og en række andre nationale centralbanker at genetablere de midlertidige likviditetstilførende swapaftaler i dollar med Federal Reserve pr. 10. maj 2010. Som følge heraf var en forpligtelse over for Federal Reserve på 57 mio. euro udestående pr. 31. december 2010.

Pr. 31. december 2009 indeholdt posten også en forpligtelse over for Schweizerische Nationalbank på 1,8 mia. euro. Schweizerische Nationalbank stillede schweizerfranc til rådighed ved hjælp af et swaparrangement, således at Eurosystemets modparter kunne opnå 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. Swaptransaktionerne mellem ECB og de nationale centralbanker resulterede i Eurosystem-interne mellemværender. På baggrund af den faldende efterspørgsel og de forbedrede forhold på finansieringsmarkederne

besluttede ECB i samråd med Schweizerische Nationalbank at afskaffe likviditetstilførende swaptransaktioner i schweizerfranc med virkning fra den 31. januar 2010. Der var således ingen forpligtelser udestående i relation hertil pr. 31. december 2010.

12 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

12.1 INDLÅN OG ANDRE FORPLIGTELSE

Denne post består af genkøbsforretninger med residenter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

13 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

13.1 FORPLIGTELSE SVARENDE TIL OVERFØRSEL AF VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes de forpligtelse over for de nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de nationale centralbanker kom med i Eurosystemet. Der var ingen ændringer i 2010.

Disse mellemværender forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 26.3 "Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver").

	Fra 1. januar 2009 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	639.835.662
Bank of Greece	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881
Central Bank of Cyprus	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638
Suomen Pankki - Finlands Bank	722.328.205
I alt	40.204.457.215

13.2 ANDRE TILGODEHAVENDER/FORPLIGTELSE I EUROSYSTEMET, NETTO

I 2010 omfattede denne post hovedsagelig nationale centralbanker i euroområdet Target2-mellemværender med ECB (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). ECB havde et nettotilgodehavende hos de nationale centralbanker i euroområdet ved udgangen af 2009, men en nettoforpligtelse ved udgangen af 2010. Dette skyldtes hovedsagelig opkøb af værdipapirer under programmet til opkøb af covered bonds og Securities Markets Programme i 2010 (se note 5 "Værdipapirer i euro udstedt af resider i euroområdet"), som blev afviklet via Target2-konti.

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 samt afviklingen af likviditetstilførende operationer i schweizerfranc (se note 11 "Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet"), bidrog også til, at nettotilgodehavendet faldt, og at der opstod en nettoforpligtelse i 2010.

I 2009 omfattede denne post også forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECB's indtægter fra seddelomløbet. For så vidt angår 2010, besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde hele denne indtægt og indtægterne fra værdipapirer opkøbt i henhold til Securities Markets Programme. Der var således ingen udeståender i relation hertil ultimo 2010 (se "Foreløbig overskudsfordeling" i anvendt regnskabspraksis).

	2010 €	2009 €
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	-435.850.611.581	-317.085.135.903
Target2-forpligtelser hos nationale centralbanker i euroområdet	457.075.867.507	309.938.011.037
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's indtægter fra seddelomløbet	0	787.157.441
Andre (tilgodehavender)/forpligtelser i Eurosystemet, netto	21.225.255.926	-6.359.967.425

14 ANDRE FORPLIGTELSE

14.1 REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

Denne post består hovedsagelig af værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2010 (se note 23 "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 pr. samme dato (se "Ikke-balanceførte poster" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Værditab på udestående renteswaps indgår også i denne post (se note 21 "Renteswaps").

14.2 PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

Pr. 31. december 2010 var de to hovedposter under "Periodeafgrænsningsposter" periodiseringer på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target2 på 381,8 mio. euro (mod 259,7 mio. euro i 2009) og skyldige renter til de nationale centralbanker på deres tilgodehavender i forbindelse med overførte valutareserveaktiver til ECB (se note 13 "Eurosysteminterne forpligtelser"), der beløber sig til 346,5 mio. euro (mod 443,0 mio. euro i 2009). Periodiseringer på finansielle instrumenter og andre periodiseringer er også medtaget i denne post.

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 ECB's nye hovedsæde. Beløbet vil blive modregnet i udgifterne til bygningen, når den tages i brug (se note 7.1 "Materielle og immaterielle anlægsaktiver").

14.3 ØVRIGE POSTER

Denne post består af negative saldi i forbindelse med udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2010 (se note 23 "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 235,4 mio. euro (mod 146,6 mio. euro i 2009), som er udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's egenkapital (se note 7.2 "Andre finansielle aktiver") og ECB's nettoforpligtelse vedrørende pensionsordningen, se nedenfor.

ECB'S PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Hvad angår ECB's pensionsforpligtelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen (se "ECB's pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis):

	2010 i mio. €	2009 i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	555,5	443,9
Dagsværdi af ordningens aktiver	-391,6	-333,2
Ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster/tab	-71,1	-24,0
Forpligtelse indregnet i balancen	92,8	86,7

I forpligtelsens nutidsværdi medregnes uafdækkede forpligtelser på 52,2 mio. euro (mod 44,9 mio. euro i 2009) i forbindelse med ydelser efter fratræden og øvrige langfristede personaleydelser til direktionsmedlemmerne samt hensættelser til dækning af invaliditetsydelser for medarbejderne.

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2010 vedrørende delposterne "Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift", "Forventet afkast af ordningens aktiver" og "Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året", er således:

	2010 i mio. €	2009 i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	26,6	24,7
Renteudgift	21,9	14,2
Forventet afkast af ordningens aktiver	-18,4	-9,9
Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	-1,3	-0,3
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	28,8	28,7

I henhold til korridormetoden (se "ECB's pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis) afskrives ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinst og -tab på ydelser efter fratræden, 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 deltager i ordningen.

Til og med 2009 blev aktuarmæssige gevinster og tab på andre langsigtede personaleydelse (dvs. ydelser i forbindelse med død og invaliditet) indregnet i resultatopgørelsen ved hjælp af korridormetoden. På grund af en ændring af beregningsmetoden blev disse beløb indregnet i resultatopgørelsen i deres helhed i 2010. Da der ikke var væsentlige udestående beløb i 2009, blev en korrektion ikke vurderet at være nødvendig.

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2010 i mio. €	2009 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	443,9	317,0
Pensionsomkostninger	26,6	24,7
Renteudgift	21,9	14,2
Deltagernes bidrag ¹⁾	17,5	22,1
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	4,5	-26,9
Betalte ydelser	-5,2	-4,2
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	46,3	97,0
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	555,5	443,9

1) Omfatter overførsel til og fra andre pensionsordninger.

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver, inkl. deltageres frivillige bidrag, er således:

	2010 i mio. €	2009 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	333,2	226,7
Forventet afkast af ordningens aktiver	18,4	9,9
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	0,6	65,7
Arbejdsgiverens bidrag	22,4	39,7
Deltagernes bidrag	17,3	21,9
Betalte ydelser	-4,8	-3,8

Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltageres bidrag	4,5	-26,9
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	391,6	333,2

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 eksplicite 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 eksplicite 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.

I 2010 beløb de aktuarmæssige tab på den ydelsesbaserede forpligtelse sig til 46,3 mio. euro og skyldtes primært faldet i diskonteringsraten fra 5,50 pct. til 5,00 pct. og en stigning i værdien af de garanterede ydelser. Disse faktorer blev kun delvis udlignet af antagelsen om en nedgang i den fremtidige stigning i pensionerne fra 2,00 pct. til 1,65 pct.

Som resultat af anvendelsen af den årlige kapitalgaranti den 31. december 2008 og på baggrund af tabet af kapital på deltageres særlige pensionskonto besluttede Styrelsesrådet på baggrund af aktuarmæssig rådgivning og i overensstemmelse med bestemmelserne i ECB's pensionsordning i 2009 at yde et supplerende bidrag på omkring 19,9 mio. euro ud af ECB's almindelige aktiver. Dette bidrag resulterede i en stigning i ECB's bidrag i 2009 i forhold til det tilsvarende tal for 2010.

I 2009 blev udbetalte beløb samt overførsler til og fra midler, som ordningens medlemmer frivilligt har indbetalt, indregnet under "Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltageres bidrag". Af præsentationsmæssige årsager blev disse poster i 2010 indregnet i henholdsvis "Betalte ydelser" og "Deltageres bidrag", og sammenligningstallene for 2009 er blevet korrigeret tilsvarende.

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:

	2010 Pct.	2009 Pct.
Diskonteringsats	5,00	5,50
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,00	6,50
Generelle fremtidige lønforhøjelser ¹⁾	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger	1,65	2,00

1) Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af medlemmernes alder.

15 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 ECB's kontraktlige forpligtelse til at føre de nuværende lokaler tilbage til deres oprindelige stand, når ECB forlader dem for at flytte til sit nye hovedsæde.

I betragtning af ECB's 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 til opkøb af covered bonds (se note 5 "Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet") be-

sluttede 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 ECB's 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.¹² Hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECB's kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2009 udgjorde hensættelsen til ovennævnte risici 4.020.445.722 euro. Pr. 31. december 2010 besluttede Styrelsesrådet på baggrund af sin vurdering at overføre et beløb på 1.163.191.667 euro til hensættelsen fra indtægter fra værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme (se note 26.4 "Andre renteindtægter og Andre renteudgifter"), indtægter på eurosedler i omløb (se note 26.2 "Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet") og andre nettoindtægter i 2010. Overførslen betød, at ECB's nettoresultat i 2010 blev reduceret til 170.831.395 euro, og hensættelsen steg til 5.183.637.388, hvilket svarer til værdien af den del af ECB's kapital, som er indbetalt af de nationale centralbanker pr. 31. december 2010 efter udvidelsen af ECB's kapital (se note 17 "Kapital og reserver").¹³

¹² Se også kapitel 2 i Årsberetningen.

¹³ Risikohensættelsen pr. 31. december 2009 og 31. december 2010 samt overførslen til risikohensættelsen i 2010 er afrundet til nærmeste hele euro.

16 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringsbalancer som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver.

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Guld	13.078.746.071	8.418.303.639	4.660.442.432
Valuta	6.271.078.092	2.070.299.334	4.200.778.758
Værdipapirer og andre instrumenter	276.874.996	426.648.985	-149.773.989
I alt	19.626.699.159	10.915.251.958	8.711.447.201

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2010	2009
Amerikanske dollar pr. euro	1,3362	1,4406
Japanske yen pr. euro	108,65	133,16
Euro pr. SDR	1,1572	1,0886
Schweizerfranc pr. euro	Ikke anvendt	1,4836
Euro pr. ounce finguld	1.055,418	766,347

17 KAPITAL OG RESERVER

17.1 KAPITAL

I henhold til ESCB-statuttens artikel 28.1 og Rådets beslutning (EF) nr. 1009/2000 af 8. maj 2000 vedtog Styrelsesrådet at udvide ECB's kapital med 5 mia. euro – fra 5.760.652.403 euro til 10.760.652.403 – pr. 29. december 2010.¹⁴

Styrelsesrådet vedtog i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 28.3, at de nationale centralbanker i euroområdet skulle indbetale de supplerende bidrag til kapitalen på 3.489.575.000 euro i tre lige store årlige bidrag.¹⁵ Den 29. december 2010 indbetalte de nationale centralbanker i de EU-lande, der udgjorde euroområdet pr. denne dag, derfor det første bidrag på 1.163.191.667 euro. De resterende to bidrag skal indbetales henholdsvis ultimo 2011 og ultimo 2012.

Styrelsesrådet besluttede endvidere at nedsætte den procentdel, som de nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale af deres an-

del i den indskudte kapital som bidrag til ECB's driftsudgifter, fra 7,00 pct. til 3,75 pct.¹⁶ Pr. 29. december 2010 indbetalte de nationale centralbanker uden for euroområdet derfor et beløb på 84.220 euro, som svarer til forskellen mellem deres bidrag på 3,75 pct. af den udvidede kapital og det indbetalte beløb inden kapitaludvidelsen.

Kapitaludvidelsen affødte ingen ændring i ECB's fordelingsnøgle for kapitalindskud.

Det samlede resultat af ovennævnte beslutninger var en stigning i ECB's indbetalte kapital på 1.163.275.887 euro, som det fremgår af nedenstående tabel.¹⁷

14 Afgørelse ECB/2010/26 af 13. december 2010 om udvidelse af Den Europæiske Centralbanks kapital, EUT L 11, 15.1.2011, s. 53.

15 Afgørelse ECB/2010/27 af 13. december 2010 om indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital af de nationale centralbanker i medlemsstater, der har euroen som valuta, EUT L 11, 15.1.2011, s. 54.

16 Afgørelse ECB/2010/28 af 13. december 2010 om indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital af de nationale centralbanker uden for euroområdet, EUT L 11, 15.1.2011, s. 56.

17 De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer tabellens subtotaler og totaler ikke nødvendigvis overens.

	Fordelingsnøgle for kapitalindskud pr. 1.1.2009 Pct.	Indskudt kapital pr. 29.12.2010 €	Indbetalt kapital pr. 29.12.2010 €	Indskudt kapital pr. 31.12.2009 €	Indbetalt kapital pr. 31.12.2009 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	180.157.051	139.730.385	139.730.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	1.406.533.694	1.090.912.027	1.090.912.027
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	82.495.233	63.983.566	63.983.566
Bank of Greece	1,9649	211.436.059	145.939.392	113.191.059	113.191.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	616.764.576	478.364.576	478.364.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	1.056.253.899	819.233.899	819.233.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	928.162.355	719.885.688	719.885.688
Central Bank of Cyprus	0,1369	14.731.333	10.168.000	7.886.333	7.886.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	12.975.526	10.063.860	10.063.860
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	4.694.066	3.640.732	3.640.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	296.216.339	229.746.339	229.746.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	144.216.254	111.854.588	111.854.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	130.007.793	100.834.460	100.834.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	24.421.025	18.941.025	18.941.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	51.501.030	39.944.364	39.944.364
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2539	134.927.820	93.131.154	72.232.820	72.232.820
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	69,7915	7.510.020.722	5.183.637.388	4.020.445.722	4.020.445.722
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8686	93.467.027	3.505.014	50.037.027	3.502.592
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	5.839.806	83.368.162	5.835.771
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	5.986.285	85.459.278	5.982.149
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	722.309	10.311.568	721.810
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	1.144.799	16.342.971	1.144.008
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	1.717.400	24.517.337	1.716.214
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	5.591.235	79.819.600	5.587.372
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	19.754.137	282.006.978	19.740.488
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	9.944.860	141.971.278	9.937.989
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	9.112.389	130.087.053	9.106.094
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	58.580.454	836.285.431	58.539.980
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	30,2085	3.250.631.681	121.898.688	1.740.206.681	121.814.468
I alt	100,0000	10.760.652.403	5.305.536.076	5.760.652.403	4.142.260.189

De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECB's overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

18 BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

18.1 ESTLANDS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET

I henhold til Rådets afgørelse 2010/416/EU af 13. juli 2010, der blev truffet i overensstemmelse med artikel 140, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, blev den fælles valuta indført i Estland den 1. januar 2011. I henhold til ESCB-statuttens artikel 48.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog den 13. og 31. december 2010,¹⁸ indbetalte Eesti Pank 12.572.592 euro til ECB pr. 1. januar 2011, hvilket svarede til bankens kapitalindskud i ECB. Beløbet afspejler udvidelsen af ECB's kapital pr. 29. december 2010, idet der tages hensyn til, hvor meget af den supplerende kapital, der skal være indbetalt (se note 17 "Kapital og reserver"). I overensstemmelse med artikel 48.1, sammenholdt med ESCB-statuttens artikel 30.1, overførte Eesti Pank valutareserveaktiver til ECB til en samlet værdi af 145.853.597 euro med virkning fra 1. januar 2011. Valutareserveaktiverne omfattede beløb i japanske yen (i kontante midler) og guld; henholdsvis i forholdet 85 til 15.

Eesti Pank er blevet krediteret fordringer, der svarer til den indbetalte kapital og overførte valutareserveaktiver. Disse fordringer skal behandles på samme måde, som de øvrige nationale centralbanker i euroområdet eksisterende fordringer (se note 13.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver").

18.2 FORVALTNINGEN AF DEN EUROPÆISKE FINANSIELLE STABILISERINGSMEKANISME (EFSM) OG DEN EUROPÆISKE FINANSIELLE STABILITETSFACILITET (EFSF)

ECB spiller en operationel rolle i forvaltningen af to finansieringsordninger i relation til finansiel stabilitet i EU, som blev etableret af Rådet og EU-landene i 2010.

I overensstemmelse med artikel 122, stk. 2, og 132, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde og ESCB-statuttens artikel 17 og 21 samt artikel 8 i Rådets forordning (EU) nr. 407/2010 er ECB ansvarlig for administrationen af låntagnings- og långivningstransaktioner indgået af EU under EFSM. I henhold til denne ordning var lån på i alt 5 mia. euro til Irland udestående pr. 22. februar 2011.

I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk. 5, i rammeaftalen mellem EFSF og de EU-lande, der har euroen som valuta) er ECB ansvarlig for forvaltningen af EFSF-lån til EU-lande, der har euroen som valuta. Den 22. februar 2011 var lån på i alt 4,2 mia. euro til Irland udestående i henhold til denne ordning.

IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

19 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRULÅN

Som led i forvaltningen af ECB's egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECB's vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale

¹⁸ Afgørelse ECB/2010/26 af 13. december 2010 om udvidelse af Den Europæiske Centralbanks kapital, EUT L 11, 15.1.2011, s. 53, afgørelse ECB/2010/34 om Eesti Panks indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser, EUT L 11, 15.1.2011, s. 58, aftale af 31. december 2010 mellem Eesti Pank og Den Europæiske Centralbank vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Eesti Pank i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 12, 15.1.2011, s. 6.

var der pr. 31. december 2010 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 1,5 mia. euro (mod 2,1 mia. euro i 2009).

I 2010 indgik en udpeget agent på ECB's vegne og som led i forvaltningen af ECB's valutareserve værdipapirudlånstransaktioner denomineret i amerikanske dollar med godkendte modparter. Ingen sådanne forretninger var udestående pr. 31. december 2010.

20 RENTEFUTURES

Rentefutures anvendes som led i forvaltningen af ECB's valutareserve og egenportefølje. Pr. 31. december 2010 var følgende transaktioner udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	2010		2009		Udvikling
	Kontraktværdi	Kontraktværdi	Kontraktværdi	Kontraktværdi	
Erhvervet	458.539.141	€	541.523.368	€	-82.984.227
Afhændet	1.251.682.536	€	2.706.847.703	€	-1.455.165.167

Rentefutures i euro	2010		2009		Udvikling
	Kontraktværdi	Kontraktværdi	Kontraktværdi	Kontraktværdi	
Erhvervet	0	€	25.000.000	€	-25.000.000
Afhændet	0	€	379.000.000	€	-379.000.000

21 RENTESWAPS

Pr. 31. december 2010 var renteswapforretninger med en kontraktværdi på 724,4 mio. euro udestående (mod 724,4 mio. i 2009). Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

22 TERMINSFORRETNINGER I VÆRDIPAPIRER

Et forwardkøb af et værdipapir på 92 mio. euro var udestående pr. 31. december 2010. Denne transaktion blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

23 VALUTASWAP- OG TERMINSFORRETNINGER

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Pr. 31. december 2010 var følgende tilgodehavender i form af valutawaps og terminsforretninger fortsat udestående i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve:

Valutaswap- og terminsforretninger	2010	2009	Udvikling
	€	€	€
Tilgodehavender	1.697.483.530	1.017.926.290	679.557.240
Forpligtelser	1.740.464.038	1.008.562.032	731.902.006

LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER

Den 31. december 2010 var der udestående tilgodehavender hos nationale centralbanker og forpligtelser over for Federal Reserve i form af terminsforretninger, som opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter (se note 11 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

24 FORVALTNING AF LÅNOPTAGELSE- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

I overensstemmelse med artikel 141, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde og ESCB-statuttens artikel 17, 21.2, 43.1 og 46.1, 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 EU's lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I henhold til denne ordning var lån på i alt 12,1 mia. euro fra EU til Letland, Ungarn og Rumænien udestående pr. 31. december 2010.

I sammenhæng med lånefacilitetsaftalen mellem de EU-lande, der har euroen som valuta¹⁹, og Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)²⁰ som långivere, Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntager og i henhold til ESCB-statuttens artikel 17 og 21.2 samt artikel 2 i afgørelse ECB/2010/4²¹ er ECB ansvarlig for at håndtere de dermed forbundne betalinger på vegne af långiverne og låntageren. Der var pr. 31. december 2010 et udestående i de sammenlagte bilaterale lån til fordel for Den Helleniske Republik i henhold til denne ordning på 21 mia. euro.

25 VERSERENDE RETSSAGER

Document Security Systems Inc. (DSSI) anlagde et erstatningssøgsmål mod ECB ved De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans²² med påstand om, at ECB havde krænket et DSSI-patent²³ i forbindelse med fremstillingen af eurosedler. Retten afviste DSSI's erstatningssøgsmål mod ECB.²⁴ ECB har indledt søgsmål med henblik på at få erklæret patentet ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner, og det er allerede lykkedes i nogle af disse jurisdiktioner. Da det endvidere er ECB's 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 Rettens afvisning af erstatningssøgsmålet mod ECB samt den kendsgerning, at ECB indtil videre har haft held til at få erklæret nationale dele af DSSI's 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.

19 Undtagen Den Helleniske Republik og Forbundsrepublikken Tyskland.

20 Der handler i offentlig interesse, under forbehold af instrukserne fra og med støtte af garantien fra Forbundsrepublikken Tyskland.

21 Afgørelse ECB/2010/4 af 10. maj 2010 om forvaltning af sammenlagte bilaterale lån til fordel for Den Helleniske Republik og om ændring af afgørelse ECB/2007/7, EUT L 119, 13.5.2010, s. 24.

22 Efter Lissabontraktatens ikrafttræden den 1. december 2009 ændrede De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans navn til Retten.

23 DSSI's europæiske patent nr. 0455 750 B1.

24 Retten i Første Instans' kendelse af 5. september 2007, sag T-295/05. Findes på webstedet www.curia.eu.

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

26 NETTORENTEINDTÆGTER

26.1 RENTEINDTÆGT FRA VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – fra ECB's valutareserveaktiver, netto:

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	1.328.753	1.333.874	-5.121
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	15.865.666	17.682.787	-1.817.121
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	2.712.798	1.524.055	1.188.743
Renteindtægter på værdipapirer	335.790.909	663.881.906	-328.090.997
Renteindtægter på renteswaps, netto	4.611.662	7.374.057	-2.762.395
Renteindtægter på terminsforretninger i fremmed valuta og valutawapransaktioner, netto	6.523.343	9.519.685	-2.996.342
Renteindtægt fra valutareserveaktiver i alt	366.833.131	701.316.364	-334.483.233
Renteudgifter på anfordringskonti	-8.795	-219.800	211.005
Renteudgifter på genkøbsforretninger, netto	-644.858	-880.287	235.429
Renteindtægt fra valutareserveaktiver, netto	366.179.478	700.216.277	-334.036.799

Den samlede nedgang i nettorenteindtægten i 2010 skyldtes hovedsagelig en lavere nettorenteindtægt på dollarporteføljen.

26.2 RENTEINDTÆGT FRA FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSYSTEMET

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECB's andel af den samlede udstedelse af eurosedler (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis). ECB's tilgodehavende svarende til andelen af seddelomløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente i forbindelse med Eurosystemets primære markedsoperationer. Indtægtsnedgangen i 2010 skyldes primært, at den gennemsnitlige rente

ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2009.

26.3 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.

26.4 ANDRE RENTEINDTÆGTER OG ANDRE RENTEUDGIFTER

Disse poster omfatter renteindtægter på 3,8 mia. euro (mod 4,0 mia. euro i 2009) og renteudgifter på 3,9 mia. euro (mod 3,7 mia. euro i 2009) fra mellemværender i Target2 (se note 13.2 "Andre (tilgodehavender)/forpligtelser i Eurosystemet, netto" og note 11 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

Posterne omfatter endvidere en nettoindtægt på henholdsvis 140,4 mio. euro og 438,0 mio. euro fra de værdipapirer, som ECB har opkøbt i henhold til programmet til opkøb af covered bonds og Securities Markets Programme. Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro samt renteindtægter og -udgifter i forbindelse med likviditetsstøttende operationer i amerikanske dollar og schweizerfranc er også opført her.

27 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2010 fordelte de realiserede nettogevinsten på finansielle operationer sig som følger:

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster på værdipapirer, rentefutures og renteswaps, netto	460.588.711	563.594.643	-103.005.932
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	13.724.616	539.002.475	-525.277.859
Realiserede gevinster på finansielle operationer, netto	474.313.327	1.102.597.118	-628.283.791

Posten indeholdt i 2010 realiserede nettobørskursgevinster på salg af værdipapirer og nettovalutagevinster på udstømning af fremmed valuta.

På grund af et salg af 1.141.248 ounces finguld i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld var der i 2009 en stigning i den realiserede nettovalutakurs- og nettoguldprisgevinst. I 2010 fandt der ikke et sådant salg sted.

28 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-184.247.603	-34.163.743	-150.083.860
Urealiserede børskurstab på renteswaps	-10.963.861	-3.774.314	-7.189.547
Urealiserede valutakurstab	-1.973	-1.592	-381
Nedskrivninger i alt	-195.213.437	-37.939.649	-157.273.788

I 2010 skyldtes disse udgifter hovedsagelig nedskrivningen af anskaffelsessummen på en række værdipapirer, der er angivet i balancen til deres markedsværdi pr. 30. december 2010.

29 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2010 €	2009 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	110.661	679.416	-568.755
Udgift til gebyrer og provisioner	-1.519.678	-695.426	-824.252
Gebyrer og provisioner, netto	-1.409.017	-16.010	-1.393.007

I 2010 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reserverkravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og udgifter i forbindelse med rentefutures (se note 20 "Rentefutures").

30 INDTÆGTER FRA AKTIER OG KAPITALINDSKUD

Afkast af ECB's kapitalandele i BIS (se note 7.2 "Andre finansielle aktiver") indregnes i denne post.

31 ANDRE INDTÆGTER

Diverse indtægter i løbet af året stammede primært fra de bidrag, som de nationale centralbanker i euroområdet skal betale til ECB's udgifter i forbindelse med et stort markedsinfrastrukturprojekt.

32 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 167,7 mio. euro (mod 158,6 mio. euro i 2009). Desuden indgår i denne post et beløb på 28,8 mio. euro (mod 28,7 mio. euro i 2009) vedrørende ECB's pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden (se note 14.3 "Øvrige poster"). Personaleomkostninger på 1,3 mio. euro (mod 1,2 mio. euro i 2009) i forbindelse med opførelsen af ECB' nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post.

Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenligneli-

ge 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 2010:

	2010 €	2009 €
Jean-Claude Trichet (formand)	367.863	360.612
Lucas D. Papademos (næstformand indtil maj 2010)	131.370	309.096
Vítor Constâncio (næstformand fra juni 2010)	183.918	-
Gertrude Tumpel-Gugerell (direktionsmedlem)	262.728	257.568
José Manuel González-Páramo (direktionsmedlem)	262.728	257.568
Lorenzo Bini Smaghi (direktionsmedlem)	262.728	257.568
Jürgen Stark (direktionsmedlem)	262.728	257.568
I alt	1.734.063	1.699.980

Medlemmerne af Direktionen fik i alt udbetalt 660.731 euro (mod 614.879 euro i 2009) i tillæg samt ydelser fra ECB's bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger, hvilket resulterede i et samlet beløb til lønninger på i alt 2.394.794 euro (mod 2.314.859 i 2009).

Fratrædelsesgodtgørelser udbetales til afgående direktionsmedlemmer i en begrænset periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2010 udgjorde disse godtgørelser og ECB's bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger for tidligere medlemmer 34.868 euro. I 2009 blev der ikke udbetalt sådanne godtgørelser. Pensionsydelser, herunder relaterede til-

læg, til afgående medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 354.349 euro (mod 348.410 euro i 2009).

Ved udgangen af 2010 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 1.607,²⁵ heraf 156 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2010:

	2010	2009
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.563	1.536
Ansættelser/ændring af kontraktstatus	328	320
Fratrædelser/kontraktudløb	-302	-283
Nettostigning/(-nedgang) som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	18	-10
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.607	1.563
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.565	1.530

33 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.

34 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører hovedsagelig transportudgifter i forbindelse med levering af nye eurosedler fra seddeltrykkerierne til de nationale centralbanker og til transport af eurosedler mellem nationale centralbanker med henholdsvis for små og for store lagre af eurosedler. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

²⁵ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænset, tidsbegrænset eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-2367
Fax: +49 69 9585-911042

23 February 2011

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 2010, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

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 about 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 the Executive Board, 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 2010, 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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 23 February 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roehrig
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton
ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

***Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen.
Kun den engelske udgave med PWC's underskrift er autentisk.***

Formanden og Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank
Frankfurt am Main

23. februar 2011

De uafhængige revisorerers påtegning

Vi har revideret vedlagte årsregnskab fra Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2010, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2010 – 31. december 2010 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 ECB's afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2010/21). Direktionen har også ansvaret for de interne kontroller, som i henhold til Direktionen er nødvendige for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der er uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl.

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 2010 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2010 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECB's afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2010/21).

Frankfurt am Main, 23. februar 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTE OM FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

Denne note er ikke en del af ECB's årsregnskab for 2010.

INDTÆGT FRA ECB'S ANDEL AF DET SAMLEDE SEDDELOMLØB OG BEHOLDNINGERNE AF VÆRDIPAPIRER KØBT I HENHOLD TIL EUROSISTEMETS SECURITIES MARKETS PROGRAMME (PROGRAMMET VEDRØRENDE VÆRDIPAPIRMARKEDERNE)

Hele indtægten fra ECB's andel af det samlede seddelomløb i 2009 på 787 mio. euro blev 5. januar 2010 fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital. For så vidt angår 2010, besluttede Styrelsesrådet, at hele indtægten fra ECB's andel af det samlede seddelomløb og værdipapirer købt i henhold til Eurosystemets Securities Markets Programme, der beløb sig henholdsvis til 654 mio. euro og 438 mio. euro, skulle overføres til hensættelser til dækning af valutakurs, rente-, kredit- og guldprisrisici, og der fandt derfor ingen foreløbig fordeling af overskud sted.

FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 33 overføres ECB's 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 ECB's almindelige reservefond og om nødvendigt efter en beslutning truffet af Styrelsesrådet af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem de nationale centralbanker i

overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 32.5.¹

Styrelsesrådet besluttede den 3. marts 2011, at der ikke skulle foretages nogen overførsel til den almindelige reservefond, og at det resterende overskud for 2010 på 171 mio. euro skulle fordeles til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele.

De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECB's overskud, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

	2010 €	2009 €
Årets resultat	170.831.395	2.253.186.104
Foreløbig fordeling af indtægter fra ECB's andel af seddelomløbet og værdipapirer købt i henhold til Eurosystemets Securities Markets Programme ¹⁾	0	-787.157.441
Årets resultat efter fordeling af indtægter fra ECB's andel af seddelomløbet og værdipapirer købt i henhold til Eurosystemets Securities Markets Programme	170.831.395	1.466.028.663
Fordeling af overskud til de nationale centralbanker	-170.831.395	-1.466.028.663
I alt	0	0

1) Securities Markets Programme blev etableret i maj 2010.

¹ I henhold til ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem disse banker indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

6 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2010

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2010	31.12.2009
1 Guld og tilgodehavender i guld	367.402	266.919
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	224.001	195.479
2.1 Tilgodehavender hos IMF	71.319	62.799
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	152.681	132.680
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	26.940	32.151
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	22.603	15.193
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	22.603	15.193
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	546.747	749.890
5.1 Primære markedsoperationer	227.865	79.277
5.2 Langfristede markedsoperationer	298.217	669.297
5.3 Finjusterende markedsoperationer	20.623	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	25	1.289
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	17	27
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	45.655	26.282
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	457.415	328.652
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	134.829	28.782
7.2 Andre værdipapirer	322.586	299.870
8 Den offentlige gæld i euro	34.954	36.171
9 Andre aktiver	276.493	252.288
Aktiver i alt	2.002.210	1.903.024

På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

PASSIVER

31.12.2010

31.12.2009

1 Seddelomløb	839.702	806.522
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	378.008	395.614
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	212.739	233.490
2.2 Indlånsfacilitet	104.458	162.117
2.3 Indskud med fast løbetid	60.784	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	27	6
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	2.808	340
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	79.792	129.730
5.1 Offentlig forvaltning og service	71.685	120.495
5.2 Andre forpligtelser	8.107	9.235
6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	47.703	46.769
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	1.995	4.032
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	14.346	9.616
8.1 Indlån og andre forpligtelser	14.346	9.616
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	54.480	51.249
10 Andre forpligtelser	172.388	164.082
11 Revalueringskonti	331.510	220.101
12 Kapital og reserver	79.479	74.969
Passiver i alt	2.002.210	1.903.024

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2010 og begyndelsen af 2009 og offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende (EUT). Der kan indhentes kopier af EUT hos Kontoret for De Europæiske Fællesskabers Officielle Publikationer. På ECB's

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/2010/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 4. marts 2010 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 63, 12.3.2010, s. 22
ECB/2010/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. april 2010 om Target2-securities	EUT L 118, 12.5.2010, s. 65
ECB/2010/3	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 6. maj 2010 om midlertidige foranstaltninger vedrørende belånbarheden af omsættelige gældsinstrumenter, som er udstedt eller garanteret af den græske stat	EUT L 117, 11.5.2010, s. 102
ECB/2010/4	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 10. maj 2010 om forvaltning af sammenlagte bilaterale lån til fordel for Den Helleniske Republik og om ændring af afgørelse ECB/2007/7	EUT L 119, 13.5.2010, s. 24
ECB/2010/5	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 14. maj 2010 om oprettelse af et program for værdipapirmarkeder	EUT L 124, 20.5.2010, s. 8
ECB/2010/6	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 1. juli 2010 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Národná banka Slovenska	EUT C 184, 8.7.2010, s. 1
ECB/2010/7	Den Europæiske Centralbanks forordning af 23. juli 2010 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 196, 28.7.2010, s. 23
ECB/2010/8	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 27. juli 2010 om ændring af afgørelse ECB/2007/5 om fastsættelse af regler om offentligt udbud	EUT L 238, 9.9.2010, s. 14
ECB/2010/9	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 29. juli 2010 om adgang til og brug af visse Target2-data	EUT L 211, 12.8.2010, s. 45
ECB/2010/10	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. august 2010 om manglende overholdelse af statistiske indberetningskrav	EUT L 226, 28.8.2010, s. 48
ECB/2010/11	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 23. august 2010 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banca d'Italia	EUT C 233, 28.8.2010, s. 1

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2010/12	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 15. september 2010 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 om Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 261, 5.10.2010, s. 6
ECB/2010/13	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 16. september 2010 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 267, 9.10.2010, s. 21
ECB/2010/14	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 16. september 2010 om kontrol af eurosedlers ægthed og kvalitet og om recirkulering af eurosedler	EUT L 267, 9.10.2010, s. 1
ECB/2010/15	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 21. september 2010 om administration af EFSF-lån til medlemsstater, der har indført euroen	EUT L 253, 28.9.2010, s. 58
ECB/2010/16	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 8. oktober 2010 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Eesti Pank	EUT C 282, 19.10.2010, s. 1
ECB/2010/17	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 14. oktober 2010 om administration af låntagnings- og långivningstransaktioner indgået af Unionen under den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme	EUT L 275, 20.10.2010, s. 10
ECB/2010/18	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 26. oktober 2010 om overgangsbestemmelser for Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euro i Estland	EUT L 285, 30.10.2010, s. 37
ECB/2010/19	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 2. november 2010 om ændring af afgørelse ECB/2007/7 om de nærmere vilkår for Target2-ECB	EUT L 290, 6.11.2010, s. 53
ECB/2010/20	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 11. november 2010 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker (omarbejdning)	EUT L 35, 9.2.2011, s. 31
ECB/2010/21	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 11. november 2010 om ECB's årsregnskab (omarbejdet)	EUT L 35, 9.2.2011, s. 1
ECB/2010/22	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 25. november 2010 om proceduren for kvalitetsgodkendelse af producenter af eurosedler	EUT L 330, 15.12.2010, s. 14
ECB/2010/23	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 25. november 2010 om fordelingen af de monetære indtægter til de nationale centralbanker i de medlemsstater, der har euroen som valuta (omarbejdet)	EUT L 35, 9.2.2011, s. 17

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2010/24	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 25. november 2010 om foreløbig fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb og fra værdipapirer købt i henhold til programmet vedrørende værdipapirmarkederne (omarbejdning)	EUT L 6, 11.1.2011, s. 35
ECB/2010/25	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 29. november 2010 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2011	EUT L 318, 4.12.2010, s. 52
ECB/2010/26	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 13. december 2010 om udvidelse af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 11, 15.1.2011, s. 53
ECB/2010/27	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 13. december 2010 om indbetaling af udvidelsen af Den Europæiske Centralbanks kapital af de nationale centralbanker i medlemsstater, der har euroen som valuta	EUT L 11, 15.1.2011, s. 54
ECB/2010/28	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 13. december 2010 om indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital af de nationale centralbanker uden for euroområdet	EUT L 11, 15.1.2011, s. 56
ECB/2010/29	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning)	EUT L 35, 9.2.2011, s. 26
ECB/2010/30	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 13. december 2010 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 336, 21.12.2010, s. 63
ECB/2010/31	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 20. december 2010 om åbning af konti til behandling af betalinger i forbindelse med lån fra EFSF til medlemsstater med euroen som valuta	EUT L 10, 14.1.2011, s. 7
ECB/2010/32	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. december 2010 om ændring af afgørelse ECB/2009/25 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2010	EUT L 343, 29.12.2010, s. 78
ECB/2010/33	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 27. december 2010 om overførsel af fortrolige data i henhold til den fælles ramme for virksomhedsregistre til statistiske formål	EUT L 6, 11.1.2011, s. 37
ECB/2010/34	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 31. december 2010 om Eesti Panks indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser	EUT L 11, 15.1.2011, s. 58

UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Følgende oversigt indeholder udtalelser vedtaget af ECB i 2010 og i begyndelsen af 2011 i henhold til traktatens artikel 127, stk. 4, og 282, stk. 5, samt artikel 4 i ESCB-statutten. På ECB's websted under afsnittet "Retsgrundlaget" findes en oversigt over alle de udtalelser, som ECB har vedtaget siden bankens etablering.

a) ECB's udtalelser på anmodning af en EU-institution

Nummer ¹	Forslagsstiller	Emne	EUT-henvisning
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
CON/2010/19	Det Europæiske Råd	Rådets henstilling om udnævnelse af næstformanden for ECB	EUT C 58, 10.3.2010, s. 3
CON/2010/23	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiverne 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/EC for så vidt angår de beføjelser, der er tillagt Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed	EUT C 87, 1.4.2010, s. 1
CON/2010/28	Rådet	Forslag til Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 479/2009 for så vidt angår kvaliteten af de statistiske data til brug ved proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud	EUT C 103, 22.4.2010, s. 1
CON/2010/52	Rådet	Forslag til Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 med henblik på indførelse af euroen i Estland og om et forslag til Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 vedrørende omregningskursen til euroen i Estland	EUT C 190, 14.7.2010, s. 1

¹ Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer ¹	Forslagsstiller	Emne	EUT-henvisning
CON/2010/65	Eget initiativ	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 223, 18.8.2010, s. 1
CON/2010/67	Europa-Kommissionen	Forslag til Kommissionens forordning om gennemførelsesbestemmelser til Rådets forordning (EF) nr. 2494/95 med hensyn til minimumsnormer for kvaliteten af HICP-vægtninger og om ophævelse af Kommissionens forordning (EF) nr. 2454/97	EUT C 252, 18.9.2010, s. 1
CON/2010/72	Europa-Parlamentet og Rådet	To forslag til forordninger om erhvervs-mæssig grænseoverskridende landevejstransport af eurokontanter mellem medlemsstaterne i euroområdet	EUT C 278, 15.10.2010, s. 1
CON/2010/82	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer	EUT C 337, 14.12.2010, s. 1
CON/2011/1	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre	EUT C 57, 23.2.2011, s. 1
CON/2011/6	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 98/78/EF, 2002/87/EF og 2006/48/EF for så vidt angår det supplerende tilsyn med finansielle enheder i et finansielt konglomerat	EUT C 62, 26.3.2011, s. 1
CON/2011/8	Rådet	Henstilling med henblik på Rådets afgørelse om arrangementer for genforhandling af den monetære aftale med Fyrstendømmet Monaco	EUT C 60, 25.2.2011, s. 1
CON/2011/12	Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om indskudsgarantiordninger (omarbejdning) og et forslag til ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger	Endnu ikke offentliggjort i EUT
CON/2011/13	Rådet	Den økonomiske styringsreform i Den Europæiske Union	Endnu ikke offentliggjort i EUT

b) ECB's udtalelser på anmodning af et medlemsland²

Nummer ³	Forslagsstiller	Emne
CON/2010/1	Ungarn	Gengivelse af forint- og eurosedler og af forint- og euro-mønter i Ungarn
CON/2010/2	Estland	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 og om 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	Konsolideringen 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
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 Den Internationale Valutafond (IMF)
CON/2010/14	Polen	Foranstaltninger til støtte for bankers udlån til virksomheder
CON/2010/15	Irland	Irlands bilaterale låneaf tale med IMF
CON/2010/16	Estland	Forberedelser til indførelse af euroen
CON/2010/17	Grækenland	Oprettelsen af det græske statistiske system og en uafhængig statistisk myndighed
CON/2010/18	Letland	Indførelse af en 7-dages indlånsfacilitet
CON/2010/20	Estland	Ændring af loven om og statuten for Eesti Pank
CON/2010/21	Grækenland	Ændring af retsgrundlaget for forøgelse af den økonomiske likviditet til modvirkning af resultatet af den internationale finansielle krise

2 I december 2004 besluttede Styrelsesrådet, at ECB's udtalelser udarbejdet på anmodning af de nationale myndigheder som hovedregel offentliggøres umiddelbart efter, at de er vedtaget og efterfølgende videresendt til høringsmyndigheden.

3 Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer ³	Forslagsstiller	Emne
CON/2010/22	Østrig	Østrigs bidrag til IMF's Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT-fond)
CON/2010/24	Danmark	Ændring af lov om Danmarks Nationalbank vedrørende hjemmel til indsamling af oplysninger til brug for udarbejdelse af statistik
CON/2010/25	Bulgarien	Uafhængighed, fortrolighed og forbud mod finansiel finansiering
CON/2010/26	Finland	Udkast til lov om statslige kapitalinvesteringer i indlånsbanker
CON/2010/27	Slovenien	Ny retlig ramme vedrørende integritet og forebyggelse af korrupsion for så vidt angår dens anvendelse på Banka Slovenije og dennes beslutningstagende organer
CON/2010/29	Sverige	Udvidelse af statsgarantier til banker og andre institutioner
CON/2010/30	Irland	Omorganiseringen af Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/31	Ungarn	Ændring af lov om kreditinstitutter og finansielle virksomheder med indførelse af yderligere stabiliseringsforanstaltninger på finansmarkedet
CON/2010/32	Polen	Ændring af reglerne om Narodowy Bank Polskis hensættelse mod valutakursrisiko
CON/2010/33	Grækenland	Tilsyn med privatforsikring, oprettelse af en garantifond for private livforsikringer osv.
CON/2010/34	Grækenland	Gældsordninger for stærkt forgældede fysiske personer
CON/2010/35	Estland	Yderligere foranstaltninger med henblik på finansiel stabilitet i Estland
CON/2010/36	Grækenland	Genoprettelse af retfærdighed med hensyn til skat og om behandling af skatteunddragelse
CON/2010/37	Polen	Ændring af reglerne til sikring af chefen for Narodowy Bank Polskis embedsfortsættelse
CON/2010/38	Sverige	Nye mønt- og seddelpålydender
CON/2010/39	Cypern	Overdragelse af rettigheder og forpligtelser i forbindelse med udstedelse, fordeling og indløsning af offentlig gæld
CON/2010/40	Østrig	Bilateralt lån mellem IMF og Oesterreichische Nationalbank
CON/2010/41	Tyskland	Kompensationssystemer i kreditinstitutter, finansielle institutioner samt forsikringsselskaber

Nummer ³	Forslagsstiller	Emne
CON/2010/42	Litauen	Retstillingen for Lietuvos bankas aktiver og embedsperiode for og aflønning af bestyrelsesmedlemmer, immunitet for udenlandske centralbankers valutareserver samt Lietuvos bankas årsberetning
CON/2010/43	Bulgarien	Statistik, grænseoverskridende kontantbetalinger og beføjelser for Българска народна банка (Bulgarian National Bank)
CON/2010/44	Frankrig	Visse bestemmelser vedrørende Banque de France
CON/2010/45	Danmark	Ændringer af den finansielle stabilitetsordning
CON/2010/46	Slovenien	Ændring af forskellige bestemmelser i bankloven
CON/2010/47	Tyskland	Ændring af lov om dækkede obligationer (pantebreve)
CON/2010/48	Irland	Omstrukturering af Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/49	Sverige	Sveriges Riksbanks ret til at indsamle oplysninger fra svenske udstedere af værdipapirer
CON/2010/50	Sverige	Udvidelse af statsgarantier til banker og andre institutioner og om forlængelsen af den statslige rekapitaliseringsordning
CON/2010/51	Rumænien	Lønninger for de ansatte i Banca Națională a României
CON/2010/53	Tyskland	Begrænsninger for short-selling
CON/2010/54	Grækenland	Oprettelse af en fond om finansiell stabilitet
CON/2010/55	Slovenien	Udlevering af oplysninger og andre forpligtelser for Banka Slovenije som leverandør af betalingstjenester for kontohavere under offentlige budgetter
CON/2010/56	Ungarn	Ændring af lov om indførelse af lønreduktioner i Magyar Nemzeti Bank
CON/2010/57	Østrig	Overførsel af tilsynsopgaver til Finanzmarktaufsichtsbehörde
CON/2010/58	Italien	Reduktion af de offentlige udgifter for så vidt angår Banca d'Italia
CON/2010/59	Tyskland	Erhvervskarrieren for Deutsche Bundesbanks embedsmænd
CON/2010/60	Estland	Grundlaget for mindstereserver
CON/2010/61	Bulgarien	Visse beføjelser for Styrelsesrådet i Българска народна банка (Bulgarian National Bank)
CON/2010/62	Ungarn	Ændring af forskellige love med henblik på nedbringelse af økonomiske ubalancer
CON/2010/63	Tyskland	Gennemførelse af regler om aflønningssystemer i institutioner og forsikringselskaber

Nummer ³	Forslagsstiller	Emne
CON/2010/64	Polen	Ændringer i den retlige ramme for indskudsgarantiordningen
CON/2010/66	Rumænien	Ændringer til lovgivningen om offentlige statistikker
CON/2010/68	Ungarn	Reservekrav for kreditinstitutter
CON/2010/69	Rumænien	Yderligere foranstaltninger til genoprettelse af ligevægt på statsbudgettet
CON/2010/70	Polen	Ændring af det retlige grundlag for Bank Gospodarstwa Krajowegos forretningsdrift
CON/2010/71	Irland	Forlængelse om den irske statsgaranti for visse af kreditinstitutters forpligtelser
CON/2010/73	Cypern	Det retlige grundlag for kreditinstitutters udstedelse af dækkede obligationer
CON/2010/74	Østrig	Forøgelse af New Arrangements to Borrow i IMF
CON/2010/75	Irland	Udvidelse af den irske stats garanti for visse af kreditinstitutters forpligtelser
CON/2010/76	Ungarn	Forfatningsændringer og om lov om lovgivning vedrørende Magyar Nemzeti Banks lovgivningsbeføjelser
CON/2010/77	Letland	Ændring af grundlaget for pengepolitiske operationer med henblik på en yderligere harmonisering med Eurosystemet
CON/2010/78	Luxembourg	Ændring af lovgivning om finansiel sikkerhedsstillelse for så vidt angår fordringer
CON/2010/79	Bulgarien	Begrænsning for kontantbetalinger
CON/2010/80	Portugal	Aflønningen af de ansatte i Banco de Portugal og budgettet
CON/2010/81	Polen	Realkreditinstitutter
CON/2010/83	Tyskland	Restrukturering af banker
CON/2010/84	Estland	Grundlaget for mindstereserver
CON/2010/85	Eget initiativ	Ratifikation eller gennemførelse af aftalen om postbetalingstjenester
CON/2010/86	Rumænien	Kreditinstitutters midlertidige besiddelse af aktier som led i finansielle rekonstruktioner eller redningsforanstaltninger af virksomheder
CON/2010/87	Grækenland	Kontrol af eurosedler for egnethed, ægthed og recirkulerbarhed og om sanktioner for undladelse af at beskytte eurosedler og -mønter mod falskmøntneri
CON/2010/88	Frankrig	Forhøjelse af Banque de Frances kapital og lovpligtige reserver
CON/2010/89	Slovakiet	Nye bestemmelser om kontantomløbet

Nummer ³	Forslagsstiller	Emne
CON/2010/90	Malta	Egneheds- og ægthedskontrol samt recirkulering af euro-sedler
CON/2010/91	Ungarn	Udnævnelse og afskedigelse af medlemmer af Det Monetære Råd og om aflønning af medlemmer af Magyar Nemzeti Banks bestyrelse
CON/2010/92	Irland	Stabilisering af kreditinstitutter i krise
CON/2010/93	Sverige	Udvidelse af statsgarantierne for banker og andre institutioner og om forlængelse af den statslige rekapitaliseringsordning
CON/2010/94	Ungarn	Det ungarske finanstilsyn og formandens lovgivningsmæssige beføjelser
CON/2010/95	Polen	Udvidelse af statslig støtte- og rekapitaliseringsforanstaltninger vedrørende finansielle institutioner i henhold til en afgørelse fra Europa-Kommissionen
CON/2011/2	Cypern	Den cypriotiske børns beføjelser til at pålægge sanktioner
CON/2011/3	Slovenien	Ændring af bankloven
CON/2011/4	Polen	Lukkede investeringsinstitutters udstedelse af investeringsbeviser, der ikke er beregnet for offentligheden
CON/2011/5	Belgien	Gennemførelsen af principperne om udvikling af finansielle tilsynsstrukturer i Belgien
CON/2011/7	Litauen	Ændring af det nationale pengepolitiske grundlag med henblik på yderligere harmonisering med Eurosystemet
CON/2011/9	Polen	Ændring af Polens forfatning med henblik på indførelse af euro
CON/2011/10	Italien	Italiens deltagelse i IMF's programmer som svar på den finansielle krise
CON/2011/11	Polen	Kreditunioners omfattelse under Finansministeriets støtte til finansielle institutioner

KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG¹

15. JANUAR 2009

ECB's 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

ECB's 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

ECB's styrelsesråd beslutter at sænke renten ved de primære markedsoperationer med 50 basispoint 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

ECB's 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

ECB's 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

ECB's 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. DECEMBER, 8. OKTOBER OG 5. NOVEMBER 2009

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den

¹ Den kronologiske oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2006 findes i ECB's Årsberetning for de respektive år.

marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct.

3. DECEMBER 2009

ECB's 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 træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 13. april 2010.

14. JANUAR OG 4. FEBRUAR 2010

ECB's 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.

4. MARTS 2010

ECB's 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 træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 12. oktober 2010, herunder en tilbagevenden til auktioner til variabel rente i de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer fra og med operationen den 28. april 2010.

8. APRIL OG 6. MAJ 2010

ECB's 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.

10. MAJ 2010

ECB's styrelsesråd vedtager en række tiltag til imødegåelse af spændinger på de finansielle

markeder. Navnlig beslutter Styrelsesrådet at gennemføre interventioner på markedet for gældsinstrumenter udstedt af den private og den offentlige sektor i euroområdet (Securities Markets programme) og at gennemføre de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer i maj og juni 2010 som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

10. JUNI 2010

ECB's 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, at de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer, der afvikles i 3. kvartal 2010, skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

8. JULI OG 5. AUGUST 2010

ECB's 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.

7. OKTOBER OG 4. NOVEMBER 2010

ECB's 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.

2. SEPTEMBER 2010

ECB's 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 træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 11. januar 2011, først og fremmest at de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsopera-

tioner skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

2. DECEMBER 2010

ECB's 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 træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurerne og fremgangsmåden ved markedsoperationerne frem til 12. april 2011, først og fremmest at fortsætte med at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling.

13. JANUAR OG 3. FEBRUAR 2011

ECB's 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.

3. MARTS 2011

ECB's 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 træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurerne og fremgangsmåden ved markedsoperationerne frem til 12. juli 2011, først og fremmest at fortsætte med at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling.

OVERSIGT OVER ECB'S KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET¹

TILFØRSEL AF LIKVIDITET I EURO

4. MARTS 2010

ECB OFFENTLIGGØR OPLYSNINGER OM MARKEDSOPERATIONER MED AFVIKLING INDTIL 12. OKTOBER 2010

På baggrund af den økonomiske udvikling og udviklingen på de finansielle markeder har ECB's styrelsesråd besluttet at fortsætte den gradvise udfasning af de ekstraordinære operationelle tiltag.

Nærmere bestemt har Styrelsesrådet besluttet, at de primære markedsoperationer fortsat skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af dette års niende reservekravsperiode den 12. oktober 2010. Denne auktionsform vil også fortsat blive anvendt til Eurosystemets markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid på 1 reservekravsperiode, som vil blive gennemført, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af den niende reservekravsperiode i 2010. Den faste rente ved markedsoperationerne på særlige vilkår bliver den samme som renten ved den respektive primære markedsoperation.

Styrelsesrådet har også besluttet igen at udføre de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer som auktioner til variabel rente fra og med markedsoperationen med tildeling den 28. april 2010. Tildelingsbeløbene i disse operationer vil blive fastsat med det mål at sikre, at pengemarkedet kan fungere gnidningsløst og at undgå betydelige spænd mellem budrenterne og den rente, der anvendes ved den respektive primære markedsoperation. Et vejledende tildelingsbeløb annonceres på forhånd for hver af de 3-måneders langfristede markedsoperationer i begyndelsen af den reservekravsperiode, hvor operationen skal gennemføres. Renten ved de primære markedsoperationer anvendes som minimumsbudrente ved de 3-måneders langfristede markedsoperationer. Dette er en teknisk overgangsforanstaltning for at undgå tildelingsrenter, der ligger under renten ved de primære markedsoperationer i tilfælde af rigelig likviditet.

For at udjævne likviditetseffekten af den 12-måneders langfristede markedsoperation, der udløber den 1. juli 2010, har Styrelsesrådet besluttet at udføre en yderligere 6-dages finjusterende markedsoperation med annoncering, tildeling og afvikling den 1. juli og udløb den 7. juli, dvs. afviklingsdagen for den næste markedsoperation. Denne operation vil også blive gennemført som en auktion til fast rente med fuld tildeling, hvor den faste rente vil være den samme som renten ved den respektive primære markedsoperation.

Endvidere har Styrelsesrådet, i overensstemmelse med sin beslutning om den 12-måneders langfristede markedsoperation af 16. december 2009, også besluttet at fastsætte renten i den 6-måneders langfristede markedsoperation med tildeling den 31. marts 2010 til den gennemsnitlige minimumsbudrente i de primære markedsoperationer i denne operations løbetid.

10. MAJ 2010

ECB OFFENTLIGGØR FORANSTALTNINGER TIL IMØDEGÅELSE AF ALVORLIGE SPÆNDINGER PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Styrelsesrådet har truffet beslutning om en række foranstaltninger til imødegåelse af de alvorlige spændinger i visse markedssegmenter, som hæmmer den pengepolitiske transmissionsmekanisme og derved den effektive gennemførelse af den pengepolitik, som skal sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Disse foranstaltninger vil ikke påvirke den pengepolitiske stilling.

På baggrund af de nuværende ekstraordinære omstændigheder på markedet har Styrelsesrådet besluttet følgende:

1. At foretage interventioner på markederne for offentlige og private gældsinstrumenter i euroområdet (Securities Markets

¹ Datoerne angiver datoen for offentliggørelse. De likviditetstilførende operationer udført af Eurosystemet i 2010 beskrives nærmere i afsnittet "Open market operations" på ECB's hjemmeside.

Programme) for at sikre dybde og likviditet i dysfunktionelle markedssegmenter. Målet med programmet er at rette op på de dårligt fungerende værdipapirmarkeder og genskabe en hensigtsmæssig pengepolitisk transmissionsmekanisme. Omfanget af interventionerne fastlægges af Styrelsesrådet. I forbindelse med denne afgørelse blev der taget hensyn til eurolandenes erklæringer om, at de vil "træffe alle de foranstaltninger, der måtte være nødvendige for at opfylde budgetmålene i år og i de kommende år i overensstemmelse med budgetunderskudsproceduren" og til de præcise yderligere tiltag, som visse eurolandes regeringer har forpligtet sig til at gennemføre for at fremskynde budgetkonsolideringen og sikre holdbare offentlige finanser. For at sterilisere virkningen af ovennævnte interventioner vil der blive gennemført særlige markedsoperationer med det formål at opsuge den likviditet, der tilføres gennem Securities Markets Programme. Det vil sikre, at pengepolitikens stramhedsgrad ikke påvirkes.

2. At gennemføre de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer med tildeling henholdsvis 26. maj og 30. juni 2010 som auktioner til fast rente med fuld tildeling.
3. At gennemføre en 6-måneders langfristet markedsoperation med fuld tildeling den 12. maj 2010 til en rente, som fastsættes til den gennemsnitlige minimumsbudrente ved de primære markedsoperationer i denne operations løbetid.
4. I samråd med andre centralbanker at genindføre de midlertidige likviditetsskabende swapfaciliteter med Federal Reserve og genoptage de likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med en løbetid på henholdsvis 7 og 84 dage. Disse operationer vil blive gennemført som genkøbsoperationer mod sikkerhed i aktiver, der er belånbare i ECB. De gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Den første operation gennemføres den 11. maj 2010.

10. JUNI 2010

ECB OFFENTLIGGØR OPLYSNINGER OM LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER I 3. KVARTAL 2010

Styrelsesrådet har besluttet at gennemføre de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer med tildeling henholdsvis den 28. juli, 25. august og 29. september 2010 som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

2. SEPTEMBER 2010

ECB OFFENTLIGGØR OPLYSNINGER OM MARKEDSOPERATIONER MED AFVIKLING FRA 17. OKTOBER 2010 TIL 18. JANUAR 2011

Styrelsesrådet har besluttet, at de primære markedsoperationer fortsat skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af dette års 12. reservekravsperiode den 18. januar 2011. Denne auktionsform med fuld tildeling vil også fortsat blive anvendt til markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid på 1 reservekravsperiode, som vil blive gennemført, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af 2010. Den faste rente ved disse operationer vil være den samme som renten ved de primære markedsoperationer.

Endvidere har Styrelsesrådet besluttet at gennemføre de 3-måneders langfristede markedsoperationer med afvikling den 28. oktober, 25. november og 23. december 2010 som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Renten ved disse 3-måneders markedsoperationer kommer til at svare til den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer i den respektive langfristede markedsoperations løbetid.

Styrelsesrådet har også besluttet at gennemføre tre yderligere finjusterende operationer, når de resterende markedsoperationer med en løbetid på 6 måneder og 12 måneder udløber: en 6-dages operation med annoncering, tildeling og afvikling den 30. september 2010, en 6-dages operation med annoncering, tildeling og afvikling den 11. november 2010 og en 13-dages

operation med annoncering, tildeling og afvikling den 23. december 2010. Disse tre markedsoperationer vil også blive gennemført som auktioner til fast rente med fuld tildeling, hvor den faste rente vil være den samme som renten ved den respektive primære markedsoperation.

2. DECEMBER 2010

ECB OFFENTLIGGØR OPLYSNINGER OM MARKEDSOPERATIONER MED AFVIKLING FRA 19. JANUAR TIL 12. APRIL 2011

Styrelsesrådet har besluttet, at de primære markedsoperationer fortsat skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af den tredje reservekravsperiode i 2011, dvs. den 12. april 2011. Denne auktionsform vil også fortsat blive anvendt til Eurosystemets markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid på 1 reservekravsperiode, som vil blive gennemført, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af 1. kvartal 2011. Den faste rente ved disse operationer på særlige vilkår vil være den samme som renten ved de primære markedsoperationer.

Endvidere har Styrelsesrådet besluttet at gennemføre de 3-måneders langfristede markedsoperationer med tildeling den 26. januar, 23. februar og 30. marts 2011 som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Renten ved disse 3-måneders-operationer vil blive fastsat som den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer i den respektive langfristede markedsoperations løbetid.

TILDELING AF LIKVIDITET I ANDRE VALUTAER END EURO OG AFTALER MED ANDRE CENTRALBANKER

18. JANUAR 2010

ECB INDSTILLER DE LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I SCHWEIZERFRANC

Styrelsesrådet 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 samråd med andre centralbanker bekræfter ECB, at dens midlertidige likviditetsskabende valutaaftaler (swap lines) med Federal Reserve udløber den 1. februar 2010. Disse aftaler, som blev indgået for at imødegå et pres på de globale finansieringsmarkeder, er ikke længere nødvendige, da forholdene på de finansielle markeder er bedret i løbet af det forgangne år. Centralbankerne vil fortsat samarbejde efter behov.

I den forbindelse har ECB's 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.

10. MAJ 2010

GENOPTAGELSE AF LIKVIDITETSSKABENDE OPERATIONER I AMERIKANSKE DOLLAR

Til imødegåelse af de fornyede spændinger på de kortfristede finansieringsmarkeder i amerikanske dollar i Europa har Bank of Canada, Bank of England, Den Europæiske Centralbank, Federal Reserve og Schweizerische Nationalbank annonceret, at de vil genoptage de midlertidige likviditetstilførende valutaaftaler (swap lines)

i amerikanske dollar. Disse faciliteter skal bidrage til at forbedre likviditetsforholdene på finansieringsmarkederne i amerikanske dollar og forebygge, at spændingerne spredt sig til andre markeder og andre finansielle centre. Bank of Japan vil træffe lignende foranstaltninger inden længe. Centralbankerne vil fortsat samarbejde tæt efter behov for at imødegå presset på finansieringsmarkederne.

I samråd med andre centralbanker har Styrelsesrådet besluttet at genindføre de midlertidige likviditetsskabende swapfaciliteter med Federal Reserve og at genoptage de likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med en løbetid på henholdsvis 7 og 84 dage. Disse operationer vil blive gennemført som genkøbsoperationer mod sikkerhed i aktiver, der er belånbare i ECB, og som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Den første operation vil blive gennemført den 11. maj 2010.

ECB OFFENTLIGGØR OPLYSNINGER OM GENOPTAGELSE AF LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER I AMERIKANSKE DOLLAR

Efter Styrelsesrådets beslutning om at genoptage den midlertidige valutaaftale (swap line) med Federal Reserve, annoncerede ECB nærmere oplysninger om sine likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar.

Disse operationer vil blive gennemført som auktioner til fast rente med fuld tildeling i form af genkøbsoperationer mod sikkerhed i aktiver, der er belånbare i ECB.

ECB har besluttet at gennemføre:

- Operationer med en løbetid på 7 dage en gang om ugen. Den første operation gennemføres den 11. maj 2010 med afvikling den 12. maj 2010 og udløb den 20. maj 2010. De efterfølgende operationer gennemføres som hovedregel med tildeling på onsdage og afvikling den næste hverdag.

- En operation med en løbetid på 84 dage gennemføres den 18. maj 2010 med afvikling den 20. maj 2010 og udløb den 12. august 2010.

17. DECEMBER 2010

ECB INDGÅR AFTALE OM SWAPFACILITET MED BANK OF ENGLAND

Inden for rammerne af centralbanksamarbejdet har ECB og Bank of England annonceret en midlertidig likviditetsskabende swapfacilitet, hvorunder Bank of England om nødvendigt kan tilføre op til 10 mia. britiske pund til ECB mod euro. Aftalen udløber ultimo september 2011.

Aftalen gør det muligt for Central Bank of Ireland at få tilført britiske pund som en forebyggende foranstaltning, hvis banksystemet skulle få midlertidige likviditetsbehov i denne valuta.

21. DECEMBER 2010

FORLÆNGELSE AF LIKVIDITETSSKABENDE OPERATIONER I AMERIKANSKE DOLLAR

Styrelsesrådet har i samråd med Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan og Schweizerische Nationalbank besluttet at forlænge de likviditetstilførende swapaftaler med Federal Reserve indtil 1. august 2011 og fortsat at gennemføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med en løbetid på 7 dage. Eurosystemet vil fortsat gennemføre disse operationer som genkøbsoperationer mod sikkerhed i aktiver, der er belånbare i ECB, og som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Den næste likviditetstilførende operation i amerikanske dollar gennemføres den 22. december 2010 med afvikling den 23. december. Den vil dog undtagelsesvis blive gennemført som en operation med en løbetid på 14 dage for at dække årsskiftet.

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER

ECB producerer en række publikationer med oplysninger om sine kerneaktiviteter: pengepolitik, statistik, betalings- og værdipapirafviklingsystemer, finansiell stabilitet og overvågning, internationalt og europæisk samarbejde samt juridiske anliggender. Publikationerne omfatter følgende:

OBLIGATORISKE PUBLIKATIONER

- Årsberetning
- Konvergensrapport
- Månedsoversigt

FORSKNINGSPAPIRER

- Legal Working Papers
- Occasional Papers
- Research Bulletin
- Working Papers

ANDRE/OPGAVERELATEREDE PUBLIKATIONER

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial stability Review
- Statistics Pocket Book
- The European Central Bank: history, role and functions
- The international role of the euro
- Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet ("Dokumentationsgrundlag")
- The monetary policy of the ECB
- The payment system

ECB publicerer desuden brochurer og informationsmateriale om forskellige emner, herunder euroen, sedler og mønter samt seminar- og konferenceberetninger.

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks publikationer og publikationerne fra Det Europæiske Monetære Institut (ECB's forgænger fra 1994 til 1998) (i pdf-format) findes på ECB's hjemmeside og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer (i pdf-format) findes på ECB's hjemmeside (<http://www.ecb.europa.eu/pub/>). Sprogkoderne viser, hvilke(t) sprog de enkelte publikationer findes på.

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.

ORDLISTE

Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste (på engelsk) findes på ECB's hjemmeside.

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 operationel risiko, **kreditrisiko** og likviditetsrisiko.

Aktiemarked: Marked, hvor **ejerandelsbeviser** udstedes og handles.

Andre finansielle formidlere: Selskaber eller kvasi-selskaber, undtagen forsikringselskaber 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.

Betalingsbalancen (b.o.p): 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.

BNP-deflator: Bruttonationalproduktet (BNP) udtrykt i løbende priser (nominel BNP) divideret med BNP i mængde (realt BNP). Den kaldes også den implicitte prisdeflator.

Bruttonationalproduktet (BNP): Et mål for økonomisk aktivitet, nemlig værdien af en økonomis samlede produktion af varer og tjenesteydelser minus produktionsomkostninger plus nettoafgifter på produkter og import i en nærmere bestemt periode. BNP kan fordeles på komponenterne produktion, udgifter og indtægter. De primære udgifter i BNP er husholdningernes endelige forbrug, det endelige offentlige forbrug, faste bruttoinvesteringer, ændringer i lagerbeholdningerne samt import og eksport af varer og tjenesteydelser (herunder handel inden for euroområdet).

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 gennemførelse 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 (ECB's)** besluttende organer. Den består af ECB's formand og næstformand samt fire andre medlemmer, der udnævnes af **Det Europæiske Råd** ved kvalificeret flertal på anbefaling fra **EU-Rådet** efter at have hørt Europa-Parlamentet og **ECB**.

ECB's officielle renter: De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECB's officielle renter er renten ved de **primære markedsoperationer**, renten på den **marginale udlånsfacilitet** og renten på **indlånsfaciliteten**.

Ecofin-Rådet: Bruges ofte om **Rådet for Den Europæiske Union (Rådet)**, hvor økonomi- og finansministrene mødes.

Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale): Et vægtet gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdets** vigtigste handelspartneres valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-20 (der omfatter de 10 EU-lande uden for euroområdet og 10 handelspartnere uden for EU) og EER-40 (som består af EER-20 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 eurokurser 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.

Ekstraordinære tiltag: Initiativer taget af ECB med henblik på at understøtte effektiviteten og transmissionen i rentebeslutninger til økonomien i **euroområdet** i en situation, hvor visse segmenter i de finansielle markeder og det finansielle system mere generelt set ikke fungerer.

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 eurområdet. ERM2 er en multilateral ordning med faste, men justerbare, centralkurser og et standardudsvingsbånd på ± 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 interbankkud med forskellige løbetider på op til 12 måneder.

Eurogruppen: En uformel sammenslutning bestående af eurolandenes økonomi- og finansministre. Dens status anerkendes i henhold til **traktatens** artikel 137 og Protokol nr. 14. Europa-Kommissionen og **Den Europæiske Centralbank** inviteres regelmæssigt til at deltage i gruppens møder.

Euroområdet: Euroområdet består af de EU-lande, der har euroen som valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Cypern, Estland, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europa 2020-strategien: EU's strategi for beskæftigelse samt intelligent, bæredygtig og inkluderende vækst. Den blev vedtaget af **Det Europæiske Råd** i juni 2010. Den bygger på **Lissabonstrategien**, og det er hensigten, at den skal udgøre en sammenhængende ramme for EU's medlemslande til at indføre strukturelle reformer med henblik på at øge den potentielle vækst og mobilisere EU's politikker og instrumenter.

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 finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM), den: En facilitet i EU baseret på traktatens artikel 122, stk. 2, som giver Kommissionen mulighed for at rejse op til 60 mia. euro på vegne af EU til lån til medlemslande, der oplever eller trues af exceptionelle omstændigheder uden for deres kontrol. Lån fra EFSM er underlagt strenge betingelser under fælles EU/IMF-programmer.

Europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF), den: Et aktieselskab oprettet af landene i **euroområdet** på mellemstatsligt plan med henblik på at yde lån til eurolande med finansielle vanskeligheder. Hjælpen er underlagt strenge betingelser under fælles EU/IMF-programmer. Lån fra EFSF finansieres ved udstedelse af **gældsinstrumenter** til et samlet beløb på op til 440 mia. euro og garanteret af eurolandene på pro rata-basis.

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 opførte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank** blev oprettet 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95), det: 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 EU's udgave af det internationale nationalregnskabssystem SNA93.

Europæiske Råd, Det: Institution under EU, der omfatter EU-landenes stats- og regeringschefer og, uden stemmeret, formanden for Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råds egen formand. Rådet giver EU den nødvendige drivkraft for udvikling og definerer den generelle retning for politikker og prioritering heraf. Det har ingen lovgivningsmæssig funktion.

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 ikke har euroen som deres valuta. ESCB er underlagt ECB's **styrelsesråd** og **direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Europæiske System af Finansielle Tilsyn (ESFS), Det: Gruppe af institutioner, der skal sikre tilsynet med EU's finansielle system. Den omfatter **Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici**, de tre europæiske tilsynsmyndigheder, Det Fælles Udvalg af Europæiske Tilsynsmyndigheder og EU-landenes nationale tilsynsmyndigheder.

Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), Det: Et uafhængigt organ i EU med ansvar for makroprudentielt tilsyn med det finansielle system inden for EU. Det bidrager til at forebygge eller mindske de systemiske risici for den **finansielle stabilitet**, der opstår som følge af udviklingen inden for det finansielle system, og forsøger, under hensyntagen til den makroøkonomiske udvikling, at forhindre perioder med alvorlige finansielle vanskeligheder.

Eurosystemet: Euroområdet centralbanksystem. Omfatter **Den Europæiske Centralbank** og de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta.

Finansiell stabilitet: Den tilstand, hvor det finansielle system – dvs. finansielle formidlere, markeder og markedsinfrastruktur – er i stand til at modstå stød og udjævne finansielle balanceproblemer, hvorved sandsynligheden for, at der opstår så alvorlige forstyrrelser af den finansielle formidlingsproces, at de udgør en væsentlig hindring for profitabel investering af opsparede midler, mindskes.

Finjusterende operation: En **markedsoperation**, som udføres af **Eurosystemet** for at klare uventede likviditetsudsving i markedet. De finjusterende operationers hyppighed og løbetid er ikke standardiserede.

Fremskrivninger: Resultatet af undersøgelser, der udføres fire gange om året med henblik på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. **Eurosystemets** stabs makroøkonomiske fremskrivninger offentliggøres i juni og december, mens **Den Europæiske Centralbanks (ECB's)** stabs fremskrivninger offentliggøres i marts og september. De indgår i den **økonomiske analyse** i ECB's pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af de faktorer, der udgør en risiko for **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECB's)** 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 lånerenten).

Gæld (den offentlige sektor): Den samlede bruttogæld (sedler og mønter samt indskud, lån og gældsinstrumenter) til nominel værdi, som er udestående ved årets udgang og konsolideret mellem og inden for sektorerne i **den offentlige sektor**.

Gæld som andel af BNP (den offentlige sektor): Gæld som andel af **BNP** til gældende markedspriser. Det er et af de finanspolitiske kriterier i **traktatens** artikel 126, stk. 2, der definerer, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud.

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 (HICP), det: Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og harmoniseres for alle EU-lande.

Implicit volatilitet: Den forventede volatilitet (dvs. standardafvigelse) i prisen på et aktiv (fx en aktie eller obligation). Implicit volatilitet kan enten udledes af aktivets pris, forfaldsdag, strike-pris på dets **optioner** eller ud fra en risikofri afkastningsgrad ved hjælp af fx Black-Scholes-modellen til prisfastsættelse af optioner.

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 **ECB's officielle renter**).

Kandidatlande: Lande, for hvilke EU har accepteret en ansøgning om EU-medlemskab. Det drejer sig p.t. om Island, Kroatien, Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien, Montenegro og Tyrkiet.

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 (ESCB)** 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**.

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 finanskrisen blev der med varierende hyppighed udført supplerende markedsoperationer med løbetider fra 1 **reservekravsperiode** til 1 år.

Lissabonstrategien: Et omfattende program, der havde 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. Den er erstattet af **Europa 2020-strategien**.

Lissabontraktaten: Ændrer EU's 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.

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 nationalregnskab, fx i relation til **BNP** eller værditilvækst.

M1: Et snævert pengemængdemål, som omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFI'erne** og **staten** (fx postvæsnet eller finansministeriet).

M2: Det mellembrede 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 **MFI'erne** 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 **MFI'er**.

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 **ECB's officielle renter**).

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.

MFI'er (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, der udgør **eurområdets** pengeudstedende sektor. De omfatter **Eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i EU-lovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/

eller indlånslignende indskud fra enheder, undtagen MFI'er, 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.

MFI'ernes kreditgivning til residerter i euroområdet: MFI'ernes udlån til ikke-MFI-residenter i euroområdet (herunder den offentlige sektor og den private sektor) og MFI'ernes beholdninger af værdipapirer (aktier, andre ejerandelsbeviser og gældsinstrumenter) udstedt af ikke-MFI'er i euroområdet.

MFI'ernes 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 MFI'er i euroområdet samt euroområdets MFI-sektors egenkapital.

MFI'ernes rentesatser: De rentesatser, som residenter kreditinstitutter og andre MFI'er, ekskl. centralbanker og pengemarkedsforeninger, anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerter i euroområdet.

Minimumsbudrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken modparterne kan afgive bud ved 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 cirkulation 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 residenter 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.

Optioner: Finansielle instrumenter, 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.

Porteføjeinvesteringer: Euroområdet residenters nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter uden for euroområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter i euroområdet ("passiver"). Omfatter **ejerskabsbeviser** 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.

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**.

Program til opkøb af covered bonds (CBPP): Et ECB-program baseret på **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråds** beslutning den 7. maj 2009 om at opkøbe eurodenominerede covered bonds udstedt i **euroområdet** med henblik på at understøtte et specifikt finansielt markedssegment, der er vigtigt for bankernes finansiering og har været særlig kraftigt påvirket af finanskrisen. Programmet omfattede opkøb op til en nominal værdi på 60 mia. euro, og det var ventet, at de ville være gennemført inden 30. juni 2010.

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.

Rådet for Den Europæiske Union (Rådet): EU's institution bestående af repræsentanter for medlemslandenes regeringer, sædvanligvis de ministre, der er ansvarlige for de pågældende anliggender, samt den relevante kommissær (se også **Ecofin-Rådet**).

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

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.

Securities Markets Programme (SMP): Et ECB-program, der gør det muligt at intervenere på euroområdet for offentlige og private **gældsinstrumenter** for at sikre dybde og likviditet i dysfunktionelle markedssegmenter og genoprette den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

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 (offentlig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995** (ENS95), men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se også **den offentlige sektor**).

Straight-through processing (STP): Automatiseret behandling af handler/betalingsoverførsler fra afsender til endelig modtager, herunder automatiseret bekræftelse, match, generering af ordrer samt clearing og afvikling.

Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECB's) øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECB's **direktion** og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har euroen 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, muligvis med afsmitningseffekter (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 reeltidsbruttoafviklingsystem (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**.

Tilbageholdt securitisering: En situation, hvor værdipapirer udstedt som led i en securitiseringstransaktion tilbagekøbes af den institution, der oprindeligt stod for transaktionen (se også **securitisering**).

Traktaten: 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.

Traktater: Medmindre andet nævnes, henviser "traktater" i denne årsberetning både til **Traktaten** om Den Europæiske Unions funktionsmåde og Traktaten om Den Europæiske Union.

Underskud (den offentlige sektor): Den offentlige sektors nettolåntagning, dvs. forskellen mellem de samlede offentlige indtægter og de samlede offentlige udgifter.

Underskuds-/gældsjustering (den offentlige sektor): Forskellen mellem budgetsaldoen for den offentlige sektor (**underskud** eller overskud) og ændringen i **gælden**.

Underskudskvotient (den offentlige sektor): **Underskud** som andel af **BNP** til gældende markedspriser. Det er et af de finanspolitiske kriterier i **Traktatens** artikel 126, stk. 2, der definerer, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud (se også **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**).

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 værdipapirhandel i elektronisk form, ii) yder depotservice (fx administration af virksomhedernes handlinger og indfrielse) og iii) spiller en aktiv rolle i sikringen af integriteten i værdipapiranliggender. 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 udvalg, som bidrager til forberedelsen af **Ecofin-Rådets** og Europa-Kommissionens arbejde. Udvalget har bl.a. til opgave at følge både medlemslandenes og EU's økonomiske og finansielle situation samt bidrage til 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.

