



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

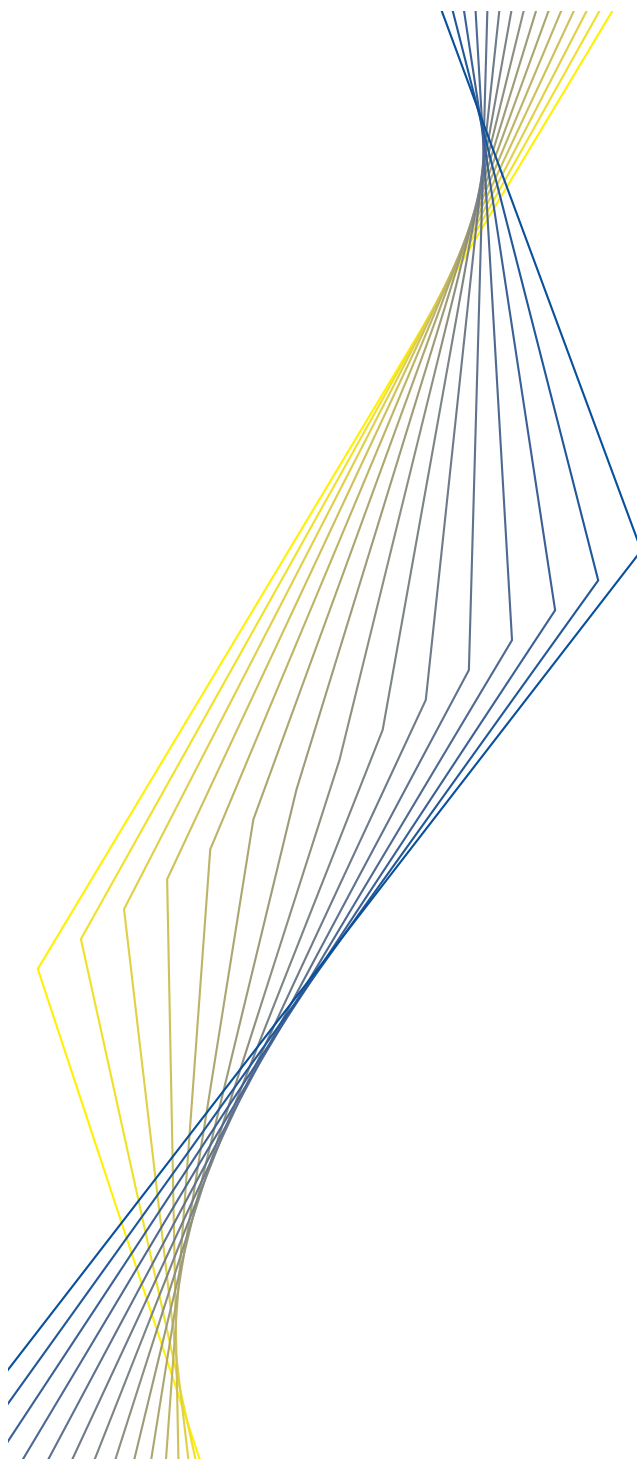
ECB EZB EKT BCE EKP

ÅRSBERETNING

1999



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



ÅRSBERETNING

1999

© Den Europæiske Centralbank, 2000

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

Alle rettigheder forbeholdt.

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

Skæringsdato for statistik i denne årsberetning er 7. marts 2000.

ISSN 1561-4506

Indholdsfortegnelse

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

Kapitel I

Den økonomiske udvikling og pengepolitikken

1 Pengepolitiske beslutninger inden for rammerne af Eurosystemets strategi	8
2 Den monetære og finansielle udvikling	11
2.1 Den monetære udvikling	11
2.2 Finansmarkederne	14
3 Prisudviklingen	23
4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	27
5 Udviklingen i de offentlige finanser	34
6 De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancen	37

Kapitel II

Centralbankoperationer

1 Gennemførelse af pengepolitikken	46
1.1 Likviditetsstyring	46
1.2 Primære markedsoperationer	47
1.3 Langfristede markedsoperationer	48
1.4 Andre markedsoperationer	48
1.5 Stående faciliteter	49
1.6 Reservekravssystemet	50
1.7 Eurosystemets godkendte sikkerhed og anvendelse heraf i kreditoperationer	50
1.8 Eurosystemets modparters deltagelse i pengepolitiske operationer	51
1.9 Udviklingen på pengemarkedet	51
2 Investering af valutaaktiver og egenkapital	52
2.1 Eurosystemets valutareserveaktiver	52
2.2 Eurosystemets forvaltning af valutareserver	52
2.3 ECBs forvaltning af egenkapitalen	53
3 Betalings- og afviklingssystemer	54
3.1 TARGET-systemet	54
3.2 Korrespondentcentralbankmodellen	55
4 Risikostyring	56

Kapitel III

Den økonomiske udvikling i EU-lande uden for euroområdet	60
---	----

Kapitel IV

Det europæiske/internationale samarbejde og Eurosystemet

I Europæiske spørgsmål	70
1.1 Bilaterale forbindelser	70
1.2 Koordinering af nationale økonomiske politikker i Den Europæiske Union	73
1.3 Den makroøkonomiske dialog	75
2 Internationale spørgsmål	76
2.1 ECB i det multilaterale samarbejde	76
2.2 Udvikling af bilaterale forbindelser mellem ECB og lande uden for Den Europæiske Union	79
2.3 Det internationale monetære og finansielle systems arkitektur	80
2.4 Euroens internationale rolle	83

Kapitel V

Betalings- og værdipapirafviklingssystemer

1 Opsyn med systemerne for store betalinger	86
2 Opsyn med detailbetalingssystemerne	86
3 Andre aktiviteter inden for betalingssystemer	88
4 Politik for værdipapirafviklingssystemer	88

Kapitel VI

Finansiell stabilitet og banktilsyn

1 De institutionelle rammer for finansiell stabilitet	92
2 Strukturelle ændringer i EUs bank- og finanssektor	94
3 Makro-prudentiel analyse	95
4 Risikovurderingssystemer og kreditregistre	96

Kapitel VII

Produktion af eurosedler og forberedelse af overgangen til euroen

1	Fremstilling af eurosedler	100
2	Eurosedlernes og -mønternes kvalitet	100
3	Beskyttelse af eurosedlerne og -mønterne mod forfalskning	101
4	EURO 2002-kampagnen	101
5	Overgangen til eurosedler og -mønter i 2002	102
6	Sedler og mønter i omløb inden 2002	103

Kapitel VIII

	Udarbejdelse af de statistiske rammer	108
--	---------------------------------------	-----

Kapitel IX

Andre opgaver og aktiviteter

1	Rådgivende funktioner	114
2	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	115
3	Overgangen til år 2000	116
4	Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	118

Kapitel X

Information og oplysningspligt

1	ECBs informationspolitik og kommunikationsredskaber	122
1.1	Kommunikationspolitikens mål	122
1.2	Kommunikationsredskaber	122
2	Oplysningspligt	123
2.1	Centralbankuafhængighed og oplysningspligt i Den Økonomiske og Monetære Union	123
2.2	Europa-Parlamentets rolle i forbindelse med ECBs oplysningspligt	124

Kapitel XI

De institutionelle rammer for Det Europæiske System af Centralbanker

1	Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	128
2	ECBs besluttende organer	129
2.1	Styrelsesrådet	129
2.2	Direktionen	131
2.3	Det Generelle Råd	132
3	ECBs organisation	134
3.1	Ejerforhold	134
3.2	Udviklingen på personaleområdet	134
3.3	ECBs organisationsdiagram	135
4	ESCB-komiteer	136

Kapitel XII

	Årsregnskabet for ECB og konsolideret balance for Eurosystemet 1999	140
--	--	-----

Bilag

	Ordliste	158
	Kronologisk oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag	169
	Den Europæiske Centralbanks (ECBs) publikationer	175

Overview over bokse, tabeller og figurer

Bokse

1	Strukturelle ændringer i banksektoren og deres betydning for pengepolitikken	15
2	Vurdering af årsagerne til stigningen i de nominelle obligationsrenter ved hjælp af indeksobligationer	19
	Figur: „Break-even“-inflation for forbrugerindekset i Frankrig	19
3	Markedsliberaliseringens effekt på forbrugerpriserne	25
	Figur: Telekommunikationsudstyr og -tjenester	25
4	Vækst- og inflationsforskelle i euroområdet	28
	Tabel: Vækst i reelt BNP og HICP-inflation i eurolandene	28
5	Fald i overskuddet for varehandlen i euroområdet i 1999	41
	Figur: Importmængden på euroområdets vigtigste eksportmarkeder	41
6	ECBs repræsentation i Washington, D.C. – funktion og aktiviteter	78
7	Høringsprocedurer i 1999	114

Tabeller

1	Udviklingen i priser og omkostninger i euroområdet	23
2	Sammensætningen af vækst i realt BNP i euroområdet	27
3	Industriproduktionen i euroområdet	31
4	Udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet	33
5	Den offentlige budgetstilling i euroområdet	35
6	Makroøkonomiske indikatorer for Danmark	61
7	Makroøkonomiske indikatorer for Grækenland	63
8	Makroøkonomiske indikatorer for Sverige	65
9	Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien	66
10	Mængden af eurosedler, der skal fremstilles inden 1. januar 2002	104

Figurer

1	ECB-renter og dag-til-dag renten	9
2	Væksten i M3 i euroområdet	11
3	Komponenter i M3 i euroområdet	12
4	Udlån til den private sektor og detailrenter	14
5	Korte renter i euroområdet	17
6a	Lange statsobligationer i euroområdet, USA og Japan	18
6b	Rentespænd for 10-årige obligationer mellem USA og euroområdet	18
7	Aktieindeks i euroområdet, USA og Japan	21
8	De enkelte komponenter i HICP-inflation i euroområdet	24
9	Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP i euroområdet	29
10	Tillidsindikatorer for euroområdet	30
11	Samlet beskæftigelse i euroområdet	32
12	Arbejdsløshed i euroområdet	33
13	Udviklingen i de vigtigste industrilande	39
14	Nominal effektiv valutakurs	40

Forkortelser

Lande

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

Andre forkortelser

ACEA/A.A.A.	European Automobile Manufacturers Association (den europæiske bilfabrikantforening)
BIS	Den Internationale Betalingsbank
BPM4	IMF's 4. betalingsbalancemanual
BPM5	IMF's 5. betalingsbalancemanual
CD	Indskudsbeviser
c.i.f.	Omkostninger, fragt og forsikring til importørens grænse
CPI	Forbrugerprisindeks
ECB	Den Europæiske Centralbank
ECU	Den europæiske regningsenhed
EMI	Det Europæiske Monetære Institut
ENS95	Det europæiske nationalregnskabssystem 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
EU	Den Europæiske Union
EUR/E	Euro
f.o.b.	Frit ombord ved eksportørens grænse
BNP	Bruttonationalprodukt
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFler	Monetære finansielle institutioner
NCBer	Nationale centralbanker
Repoer	Genkøbsforretninger
SITC Rev. 3	International varefortegnelse for udenrigshandel (3. reviderede udgave)

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



Forord



Dette er den første ECB Årsberetning, som dækker Eurosystemets pengepolitik i et helt år. Den omhandler også Eurosystemets og Det Europæiske System af Centralbankers andre aktiviteter.

Hvis man ser tilbage på euroens første år, er der grund til at være tilfreds. Den fælles pengepolitik startede under rimeligt gunstige forhold som følge af fornuftige politiktiltag op til euroens indførelse. Desuden viste Eurosystemets pengepolitiske strategi sig at være et værdifuldt redskab til pengepolitiske beslutninger og til at forklare disse beslutninger over for offentligheden. Eurosystemet kunne derfor hele året igennem fokusere på at fastholde prisstabilitet, hvor inflationen i gennemsnit var lidt over 1 pct. At kunne fastholde stabile priser i euroområdet er en præstation, som ikke bør undervurderes. Det understreges af udviklingen i en ikke alt for fjern fortid. I det sidste halve århundrede har prisstabilitet været undtagelsen fremfor reglen. Eurosystemet vil derfor fortsætte med at forklare betydningen af sit hovedmål om at fastholde prisstabilitet i euroområdet, og Eurosystemets pengepolitik vil fortsat være rettet mod dette mål. Der er dog grænser for pengepolitikens indflydelse. Den kan fx ikke

hindre kortsigtede udsving i priserne. I stedet skal pengepolitikken fokusere på og vurderes på mellemlangt sigt. Pengepolitikken skal også understøttes af sunde finanspolitikker og strukturpolitik, som sikrer, at markederne fungerer effektivt, samt af ansvarlighed i lønforhandlingerne.

Eurosystemet skal handle som en enhed og et sandt europæisk organ, således at beslutningerne altid træffes ud fra hele euroområdet perspektiv. Pengepolitikken er et sammenhængende hele. Den kan ikke reagere på situationer i enkelte lande eller regioner i euroområdet. I enhver monetær union på størrelse med euroområdet er der uundgåeligt små forskelle i inflation og andre økonomiske udviklingstendenser mellem de deltagende lande. Sådanne forskelle bør betragtes som normale, medmindre de overstiger et vist niveau. Det viser erfaringen i andre store monetære unioner, fx USA. Hvis forskellen imidlertid truer med at blive for stor, skal den politiske reaktion udelukkende komme på nationalt niveau i form af finanspolitik, strukturpolitik og markedets tilpasningsevne.

I slutningen af 1998 og de første måneder af 1999 oplevede euroområdet en vækstnedgang på et tidspunkt, hvor inflationen allerede var lav. De finansielle kriser i Asien og Rusland kunne også mærkes i Europa. Pengepolitikens anden søjle, dvs. en bredt funderet vurdering af udsigterne for prisudviklingen og truslerne mod prisstabilitet, viste et yderligere nedadrettet pres på priserne. Strategiens første søjle, dvs. en fremtrædende rolle for pengemængden med en analyse af pengemængdevæksten i forhold til referenceværdien, viste en vækst i M3 på ca. 5 pct. i begyndelsen af 1999. Det var stadig forholdsvis tæt på referenceværdien på 4½ pct. Indførelsen af euroen havde sandsynligvis i sig selv påvirket pengemængdevæksten i begyndelsen af 1999. I starten af 1999 syntes der derfor ikke at være tegn på, at den monetære udvikling indebar en trussel mod prisstabiliteten på mellemlangt sigt. På grundlag af oplysningerne fra begge søjler besluttede ECBs Styrelsesråd derfor den 8. april at sænke ECBs rente for de primære markedsoperationer med 50 basis-

point til 2½ pct. Som følge af denne rentenedsættelse lå de nominelle korte renter i euroområdet på et historisk lavt niveau. Det bidrog til et miljø, hvor euroområdets vækspotentiale kunne udnyttes uden risiko for prisstabiliteten.

I løbet af 1999 aftog de nedadrettede risici for prisstabiliteten og blev afløst af opadrettede indikationer, som gradvis tiltog i omfang. Forskellen mellem pengemængdevæksten og dens referenceværdi blev stadig større, mens udlån til den private sektor steg med over 10 pct. år-til-år. Der var rigelig likviditet i euroområdet, mens ECBs renter var forholdsvis lave. Alle disse udviklingstendenser tydede på opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Samtidig opstod der et opadrettet pres på priserne på grund af den fortsatte stigning i oliepriserne og euroens depreciering i et miljø, hvor de økonomiske udsigter efterhånden blev mere positive. Derfor viste begge søjler i den pengepolitiske strategi tegn på en øget trussel mod prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Den 4. november 1999 forhøjede Styrelsesrådet ECBs tre vigtigste renter med 50 basispoint. Efterfølgende blev det den 3. februar og den 16. marts 2000 besluttet at forhøje disse renter yderligere med 25 basispoint i begge tilfælde. Tidspunktet for disse renteforhøjelser viste, hvor fremadskuende Eurosystemets pengepolitik er. Ved at handle før risiciene bliver til virkelighed undgås bratte rentestigninger senere hen. Disse politiktiltag bidrager til at skabe en af betingelserne for vedvarende stærk økonomisk vækst og kvæler ikke et spirende økonomisk opsving.

Euroen er ny, og ECB og Eurosystemet unge. Der er kun gået lidt over et år siden euroens indførelse. Den faktiske indførelse af euroen, herunder de tekniske aspekter, forløb problemfrit. I de første uger af januar 1999 blev pengemarkederne i euroområdet integreret. Eurosystemets operationelle rammer med markedsoperationer, stående faciliteter og et reservekravssystem med en gennemsnitsfacilitet fungerede bemærkelsesværdigt godt. Dag-til-dag renten var generelt meget stabil, uden at der var behov for finjusterende

markedsoperationer. ECB udførte kun en finjusterende markedsoperation i begyndelsen af 2000 for at opsuge overskydende likviditet efter den vellykkede overgang til år 2000.

Eurosystemet interesserer sig naturligvis meget for udviklingen i forbindelse med en eventuel udvidelse af euroområdet. Derfor analyseres udviklingen i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen, omhyggeligt. Eurosystemet lægger betydelig vægt på at arbejde sammen med disse medlemslande i ECBs Generelle Råd. Eurosystemet overvåger også nøje tiltrædelsesprocessen i de lande, der har søgt om medlemskab af Den Europæiske Union. I sidste ende skal disse lande opfylde konvergenskriterierne, så de kan indføre euroen. Eurosystemet har således etableret kontakt med centralbankerne i alle tiltrædelseslandene og er parat til at bidrage til tiltrædelsesprocessen inden for sine kompetenceområder.

Hidtil har jeg hovedsagelig fokuseret på ECBs og Eurosystemets aktiviteter. Euroen begyndte dog umiddelbart efter indførelsen at påvirke den finansielle sektor som helhed, euroområdets økonomi generelt og hele det globale monetære system. Den blev med det samme den næstvigtigste valuta i verden. Euroens påvirkning vil fortsætte og tiltage i de kommende år, og den kommer til at ændre euroområdets økonomi. Denne proces er faktisk allerede begyndt. Euroens indførelse satte skub i de eksisterende tendenser i den finansielle sektor. Generelt spiller de finansielle markeder en større og større rolle for fordelingen af de finansielle ressourcer i forhold til finansielle formidlere af finansielle tjenester. Kapitalmarkederne bliver dybere og mere likvide. Visse segmenter på kapitalmarkedet, som tidligere var underudviklede, fx markedet for erhvervsobligationer, er vokset betydeligt. Generelt var omsætningen på de finansielle markeder høj, hvilket afspejler, at euroen blev godt modtaget.

Der er stadig plads til yderligere integration af kapitalmarkederne, hvilket kan fremmes ved at sikre endnu mere lige konkurrence-

vilkår. Det gælder også dannelsen af et indre marked for finansielle ydelser. Eurosystemet har fx understreget, at der skal udvikles detailbetalingssystemer, som reducerer omkostningerne og sikrer hurtigere grænseoverskridende betalinger. Systemerne skal indføres senest den dato, hvor eurosedler og -mønter sættes i omløb.

Der var stigende pres for at omstrukturere i 1999, hvilket også afspejles i den høje aktivitet inden for fusioner og overtagelser både i og uden for den finansielle sektor. I den finansielle sektor påvirkes alle de forskellige formidlere og institutioner lige fra banker til børser, og det samme gælder betalings- og værdipapirafviklingssystemer. Fusioner og overtagelser er stadig af national karakter, men det kan meget vel ændre sig i fremtiden. Euroen stimulerer konkurrencen ved at øge gennemsigtigheden, og det bliver nemmere at sammenligne på tværs af landegrænserne inden for euroområdet. Det har en positiv indvirkning på det indre markeds funktion og således i sidste ende på den økonomiske velfærd. Denne proces fremmes yderligere, når eurosedlerne og -mønterne bliver indført. Indførelsen af euroen indebærer også, at kvalitetsforskelle mellem eurolandenes økonomiske politikker træder tydeligere frem. Dette bør betragtes som en mulighed for regeringerne til at lære af hinanden, så de kan finde frem til og indføre bedste praksis. Eurosystemet overvåger nøje de strukturelle ændringer i euroområdet, da de kan spille en vis rolle for, hvordan og hvor hurtigt pengepolitiske tiltag påvirker den økonomiske proces og især inflationen. Ud fra et mere generelt synspunkt er det vigtigt at have et effektivt og sundt finansielt system i euroområdet, da dette også letter udførelsen af pengepolitikken.

Eurosystemet skal dog også være opmærksom på visse ændringer, som ikke er direkte forbundet med euroens indførelse. Udviklingen af elektroniske penge påvirker alle væsentlige centralbankfunktioner, dvs. pengepolitikken, målet om at fastholde finansiell stabilitet, banktilsyn og opsyn med betalingssystemer. Eurosystemet lægger stor vægt på at indføre et sundt regelsæt for udstedere af

elektroniske penge. Ved redaktionens afslutning er der sket fremskridt i Den Europæiske Union inden for dette område, men de forslag om regulering, der nu er på bordet, kan forbedres yderligere. Det gælder især bestemmelser om, at kun kreditinstitutter, der er underlagt tilsyn, må udstede betydelige beløb i form af elektroniske penge, at Eurosystemet kan udvide sine pengepolitiske instrumenter til at omfatte udstedere af elektroniske penge, og at elektroniske penge altid kan indfries til pari.

Årtusindskiftet forløb stort set problemfrit takket være de omhyggelige forberedelser i mange sektorer, herunder den finansielle sektor og Eurosystemet. Euroen fik en god start, men det kræver længere tid at gøre euroen og Den Økonomiske og Monetære Union til en succes. Her vil Eurosystemet bestemt spille en rolle. Arbejdet inden for alle de ovennævnte områder og flere andre fortsætter i indeværende år og fremover for yderligere at fremme euroen og Eurosystemet samt Eurosystemets infrastruktur og politiske rammer.

Euroområdetets økonomi går nu ind i en afgørende fase. Der er ved at indfinde sig en enestående mulighed for at nedsætte arbejdsløsheden i hele euroområdet betydeligt og puste nyt liv i økonomien nu, hvor den økonomiske vækst er tiltagende i et miljø med prisstabilitet. Denne mulighed kan kun udnyttes, hvis de politiske beslutningstagere træffer de rigtige valg, og den private sektor har tillid til fremtiden, så den tør tage initiativer. Pengepolitikken kan bedst bidrage til at reducere arbejdsløsheden ved at holde konstant fokus på at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt. Samtidig øger dette Eurosystemets troværdighed og styrker borgernes tillid til, at deres valuta, euroen, beholder sin værdi også i fremtiden. I overensstemmelse med stabilitets- og vækstpacten bør budgetmyndighederne reducere deres budgetunderskud, så de er tæt på balance eller endda i overskud. Regeringerne bør omsætte deres hensigt om at øge markedernes fleksibilitet til handling og udbygge de foranstaltninger, der allerede er truffet. I lønforhandlingerne

bør arbejdsmarkedets parter holde sig for øje, hvor vigtigt det er at fastholde prisstabilitet, fremme produktivitetsvækst og reducere arbejdsløsheden, samt at der er behov for forskellig lønudvikling under forskellige lokale

forhold. Vi bør alle betragte fremtiden som fuld af muligheder, der kan øge Europas borgeres velfærd, og vi bør alle udnytte disse muligheder, så Europa kan udvikle sig til en væsentlig dynamisk kraft i verdensøkonomien.

Frankfurt am Main, marts 2000



Willem F. Duisenberg



Kapitel I

Den økonomiske udvikling og pengepolitikken

I Pengepolitiske beslutninger inden for rammerne af Eurosystemets strategi

I overensstemmelse med Eurosystemets lovhjemmel er dets hovedmål at fastholde prisstabilitet i euroområdet. Med henblik på dette mål træffes fremadrettede pengepolitiske beslutninger på grundlag af en stabilitetsorienteret strategi, som blev vedtaget i oktober 1998 (se artiklen „Eurosystemets stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi“ i ECB Månedsoversigt for januar 1999). Kort fortalt offentliggjorde ECBs Styrelsesråd en kvantitativ definition af prisstabilitet, nemlig en år-til-år stigning på under 2 pct. i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet. Det blev ligeledes anført, at prisstabiliteten skal fastholdes på mellemlangt sigt. For at kunne vurdere udsigterne for prisudviklingen og truslerne mod prisstabiliteten i fremtiden blev der fastlagt en strategi med to søjler. I den ene søjle tildeles pengemængden en fremtrædende rolle, hvilket afspejles i offentliggørelsen af en referenceværdi for vækst i det brede pengemængdemål. I december 1998 blev referenceværdien sat til en årlig vækst på 4½ pct. i M3. Den monetære udvikling analyseres løbende i forhold til referenceværdien med henblik på oplysninger om den fremtidige prisudvikling på mellem- og langt sigt. Inden for rammerne af den anden søjle foretages en bredt funderet vurdering af andre indikatorer, der giver oplysning om udsigterne for prisudviklingen og truslerne mod prisstabiliteten i euroområdet. Denne vurdering bygger på en lang række finansmarkedsindikatorer og andre økonomiske indikatorer, herunder prognoser. Således reagerer pengepolitikken ikke mekanisk på udviklingen i en enkelt indikator eller prognose. I stedet fastsætter Styrelsesrådet på grundlag af en grundig analyse af strategiens to søjler rentesatserne for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter på det niveau, der er mest formålstjenligt med henblik på at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt.

Rentesatserne for de tre vigtigste pengepolitiske instrumenter ved indledningen til tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) blev officielt annonceret den 22.

december 1998. Beslutningen efterfulgte de nationale centralbankers koordinerede rentesænkning tidligere i december 1998, som faktisk afsluttede konvergensprocessen med hensyn til de officielle renter i de lande, der nu udgør euroområdet. Den 22. december 1998 blev renten for den første primære markedsoperation, der skulle udføres i 1999, fastsat til 3,0 pct. Desuden blev renten for den marginale udlånsfacilitet fastsat til 4,5 pct. og renten for indlånsfaciliteten til 2,0 pct., begge med virkning fra 1. januar 1999. Som en midlertidig foranstaltning, der skulle lette overgangen til det fælles pengemarked, vedtog ECBs Styrelsesråd en „snæver korridor“ for de korte markedsrenter mellem 4. og 21. januar 1999 og fastsatte i denne periode rentesatserne for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten til henholdsvis 3,25 pct. og 2,75 pct. (se figur 1 og afsnittet „Kronologisk oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag“).

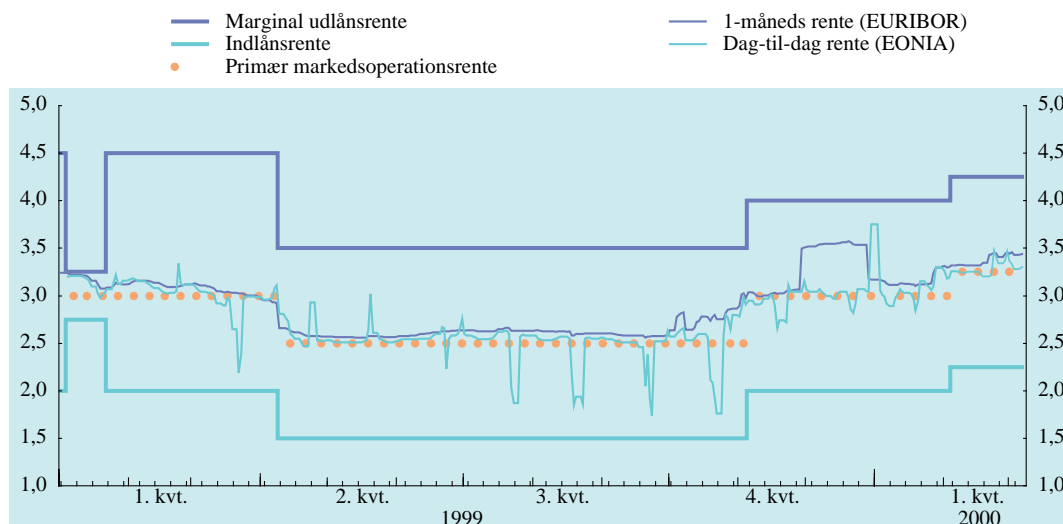
I 1. kvartal 1999 var prispresset fortsat svagt. HICP-inflationen lå på 0,8 pct. i december 1998 og forblev uændret i januar og februar 1999. I dette lavinflationsmiljø viste der sig tegn på, at nedgangen i den økonomiske aktivitet i euroområdet – der hovedsagelig skyldtes svagere udenlandsk efterspørgsel – måske var mere omfattende end forventet i slutningen af 1998. Tallene for væksten i realt BNP pegede mod en betydelig konjunkturun nedgang. Endvidere aftog væksten i industriproduktionen, og erhvervslivets tillidsindikatorer faldt støt. Det fremgik derfor i stigende grad, at risikoen for faldende priser på det tidspunkt var den største trussel mod prisstabilitet på mellemlangt sigt.

En vurdering af udsigterne for prisstabilitet skulle dog også tage højde for, at visse indikatorer tilsyneladende pegede i den modsatte retning i begyndelsen af 1999. Navnlig lå 3-måneders gennemsnittet for de årlige vækstrater for M3 i perioden december 1998 til februar 1999 på omkring 5,0 pct., dvs. noget over referenceværdien. De monetære

Figur 1

ECB-renter og dag-til-dag renten

(Ændringer i pct. p.a.; daglige data)



Kilde: ECB og Reuters.

data for januar viste en betydelig stigning i dag-til-dag indskud. Desuden voksede udlån til den private sektor hurtigt, med en stigningstakt på ca. 10 pct. i begyndelsen af 1999. Forbrugertilliden lå også forholdsvis højt trods konjunkturedgangen. Endelig begyndte oliepriserne at stige fra medio februar 1999, og den effektive eurokurs faldt i de første måneder af 1999. Disse to faktorer bidrog også til det opadrettede pres på priserne.

Styrelsesrådet stod således over for visse modsatrettede signaler i begyndelsen af 1999. Med hensyn til den monetære udvikling lå væksten i M3 stadig tæt på referenceværdien på 4 1/2 pct. Desuden havde det særlige miljø ved overgangen til tredje fase af ØMU tilsyneladende bidraget betydeligt til den bratte stigning i dag-til-dag indskud i januar. Det bekræftedes af det delvise omslag i stigningen i dag-til-dag indskud i februar. Endvidere kunne det ikke udelukkes, at institutionelle forhold, fx ændringer i de statistiske indberetningssystemer og indførelsen af det nye reservekravssystem, havde spillet en rolle i forbindelse med den usædvanlig store pengemængdevækst i januar. I lyset af usikkerheden i forbindelse med analysen af den monetære udvikling i begyndelsen af 1999 og den stadig

beskedne afvigelse fra referenceværdien anså Styrelsesrådet ikke den monetære udvikling for at udgøre en trussel mod prisstabiliteten i form af stigninger på det pågældende tidspunkt.

På baggrund af en situation, hvor den aktuelle inflation lå betydeligt under den øvre grænse for Eurosystemets definition af prisstabilitet, og i lyset af det nedadrettede pres på den fremtidige prisudvikling, som skyldtes faldende økonomisk aktivitet, besluttede Styrelsesrådet den 8. april at nedsætte den primære markedsoperationsrente med 50 basispoint til 2,5 pct. Samtidig sænkede Styrelsesrådet renten for den marginale udlånsfacilitet med 100 basispoint til 3,5 pct. og renten for indlånsfaciliteten med 50 basispoint til 1,5 pct. Dermed etablerede Styrelsesrådet en symmetrisk rentekorridor omkring renten for de primære markedsoperationer. Disse politiske tiltag blev anset for hensigtsmæssige forebyggende foranstaltninger med henblik på at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt og dermed bidrage til en bedre udnyttelse af vækstpotentialet i euroområdet økonomi.

Senere på året ændrede truslerne sig gradvis fra fald til stigninger. Det 3-måneders glidende

gennemsnit for den årlige vækst i M3 viste en gradvis stigende tendens, der nærmede sig 6,0 pct. i løbet af sommeren. Selv når der ses bort fra den usædvanlige udvikling lige i starten af 1999, var en længerevarende pengemængdevækst tydelig. Den årlige vækst i dag-til-dag indskud forblev høj, og udlån til den private sektor steg fortsat hurtigt, hvilket bekræftede, at likviditeten var rigelig.

Samtidig blev det eksterne miljø styrket, da de asiatiske økonomier stabiliseredes og begyndte at udvise fremgang, mens bekymringerne over finansiel uro på andre nye vækstmarkeder aftog. Desuden viste den økonomiske aktivitet i USA vedvarende tegn på styrke. I dette miljø viste den økonomiske aktivitet i euroområdet efterhånden fremgang. De første tegn herpå sås i erhvervslivets kraftigt voksende tillid i løbet af sommeren. Industriproduktionen stabiliseredes i 2. kvartal 1999 og steg kraftigt i 3. kvartal. Den konstante stigning i obligationsrenterne i løbet af sommeren var også et signal om markedets forventninger om en forbedring af de økonomiske forhold på langt sigt samt tegn på en vis stigning i inflationsforventningerne. Alt i alt blev det efterhånden tydeligt, at den økonomiske aktivitet i euroområdet ville tiltage betydeligt i løbet af 1999 og i år 2000. Endvidere svækkedes den effektive eurokurs yderligere, samtidig med at oliepriserne fortsatte med at stige. Begge dele slog efterhånden igennem på forbrugerpriserne.

Det var således tydeligt, at prisstabiliteten siden sommerens start i stigende grad var truet af risikoen for stigninger, og at den risiko for fald, der eksisterede, da ECB sænkede renterne i april, ikke længere gjorde sig gældende. På baggrund heraf besluttede Styrelsesrådet den 4. november 1999 at hæve renten for de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 3,0 pct. Ved samme lejlighed blev renterne for indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet også hævet med 50 basispoint til henholdsvis 2,0 pct. og 4,0 pct.

Denne ændring i den pengepolitiske linje skulle forebygge, at den rigelige likviditet

skabte et opadrettet pres på priserne på mellemlangt sigt, og skulle bidrage til at holde inflationsforventningerne sikkert under 2 pct. Det blev desuden vurderet, at en renteforhøjelse på et så tidligt tidspunkt ville forebygge, at der senere opstod behov for stærkere tiltag, så den dermed medvirkede til at fastholde en ikke-inflationær vækst over en længere periode. Tiltagets omfang sigtede også mod at fjerne usikkerheden vedrørende pengepolitikens kurs i den nærmeste fremtid og bidrog dermed til at reducere eventuelle usikkerhedspræmier på de finansielle markeder. Tiltaget havde også til formål at dæmme op for en eventuel stigning i volatiliteten på pengemarkederne ved overgangen til år 2000.

På mødet den 2. december 1999 tog Styrelsesrådet referenceværdien for pengemængdevæksten op til revision som meddelt i december 1998. Det blev besluttet at bekræfte referenceværdien for pengemængdevæksten, nemlig en årlig vækstrate på 4½ pct. for det brede pengemængdemål, M3. Denne beslutning blev truffet på baggrund af stort set uændrede underliggende komponenter i beregningen af den første referenceværdi i december 1998, nemlig Eurosystemets definition af prisstabilitet (en år-til-år stigning på under 2 pct. i HICP for euroområdet) og estimerne for den trendmæssige vækst i det reale BNP (2-2½ pct.) og det trendmæssige fald i omløbshastigheden (½ - 1 pct.).

Styrelsesrådet besluttede tillige, at den monetære udvikling som hidtil skulle vurderes i forhold til referenceværdien på grundlag af et 3-måneders glidende gennemsnit af de årlige vækstrater for M3. Endvidere understregede det igen, at denne vurdering vil blive udført parallelt med den bredt funderede vurdering af udsigterne for prisudviklingen, som udgør den anden søjle i Eurosystemets strategi. Pengepolitiske beslutninger, der sigter mod fastholdelse af prisstabilitet på mellemlangt sigt, vil således fortsat bygge på oplysninger fra begge strategiens søjler. Endelig blev det besluttet at tage referenceværdien for pengemængdevæksten op til revision en gang om året, næste gang i december 2000.

I slutningen af 1999 og begyndelsen af 2000 var væksten i pengemængden og udlån fortsat et signal om rigelig likviditet i euroområdet. Samtidig medførte udviklingen i valutakursen og råvarepriserne fortsat stigende importpriser og -omkostninger i euroområdet. Da disse stigninger var større og mere vedvarende end forudset, steg risikoen for, at de skulle slå mærkbart igennem på forbruger-

priserne, især da den økonomiske aktivitet i euroområdet var kraftigt tiltagende. Da begge søjler i Eurosystemets pengepolitiske strategi indikerede en trussel mod prisstabiliteten, besluttede ECBs Styrelsesråd den 3. februar og den 16. marts 2000 at hæve renterne for de primære markedsoperationer, indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet, begge gange med 25 basispoint.

2 Den monetære og finansielle udvikling

2.1 Den monetære udvikling

Væksten i M3 ligger over referenceværdien

Den årlige vækstrate for det brede pengemængdemål, M3, steg gradvis i løbet af 1999. 3-måneders gennemsnittet af de årlige vækstrater for M3, som dækker perioden oktober-december, lå på 6,0 pct. (se figur 2) i forhold til 4,8 pct. i 4. kvartal 1998. Væksten i M3 har således afvejet mere og mere fra referenceværdien på 4½ pct. M3 steg i gennem-

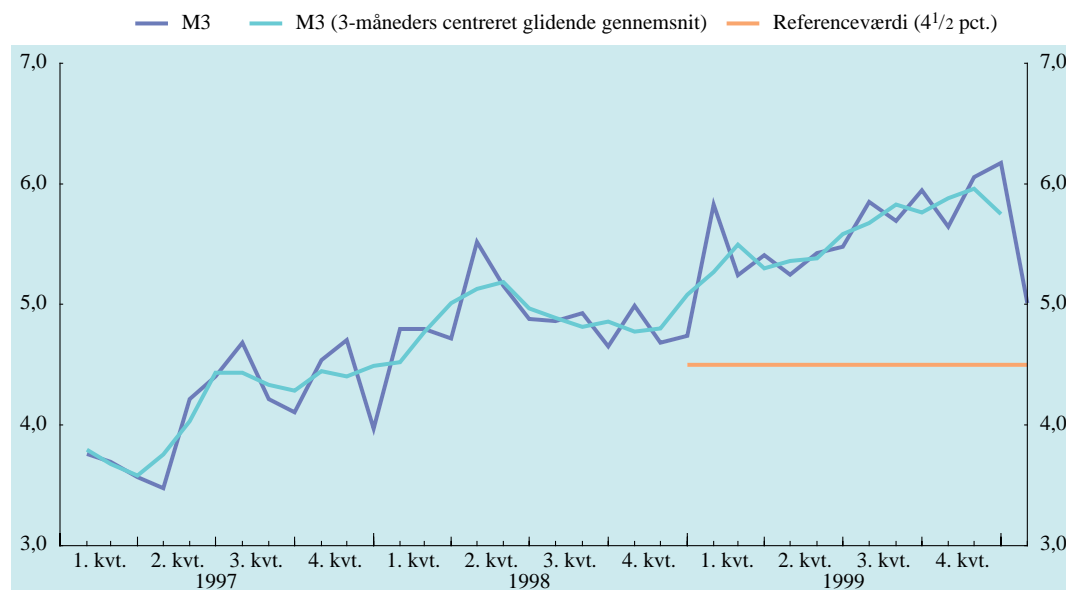
snit i 1999 med 5,7 pct. i forhold til 4,9 pct. i 1998 og 4,1 pct. i 1997.

Den kraftige pengemængdevækst i 1999 skyldtes de lave offeromkostninger ved at holde navnlig de mest likvide komponenter i M3. Endvidere er det sandsynligt, at det økonomiske opsving i euroområdet har stimuleret efterspørgslen efter penge til transaktioner. Desuden har enkeltstående porteføljeomlægninger i forbindelse med euroens indførelse og det nye reservekravs-

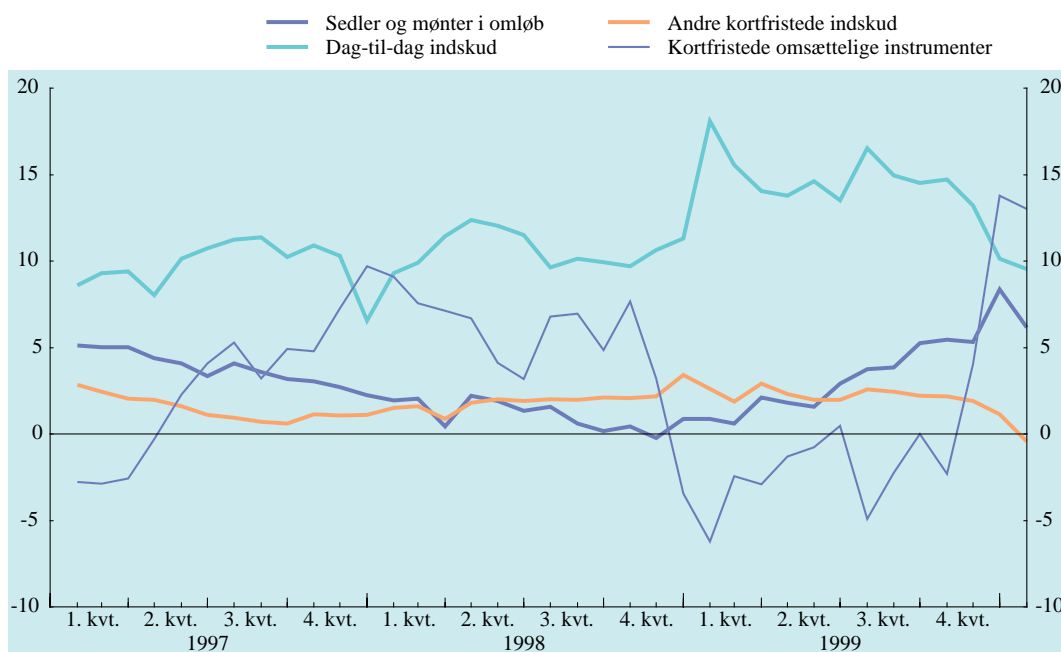
Figur 2

Væksten i M3 i euroområdet

(Ændringer i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Figur 3**Komponenter i M3 i euroområdet***(Ændring i pct. år/år)**Kilde: ECB.*

system tilsyneladende påvirket væksten i M3 i begyndelsen af året. Som helhed afspejlede pengemængdevæksten rigelig likviditet i størstedelen af 1999.

Hvad angår de enkelte komponenter i M3, tiltog stigningen i sedler og mønter i omløb i 1999 efter at have været meget afdæmpet året før. I 4. kvartal 1999 kom den årlige stigning i sedler og mønter i omløb op på 6,4 pct. i forhold til kun 0,4 pct. i 4. kvartal 1998 og 2,7 pct. i 4. kvartal 1997 (se figur 3). Det økonomiske opsving og de lave offeromkostninger ved at holde pengesedler kan have støttet denne opadgående tendens. Endvidere registreredes en midlertidig stigning i efterspørgslen efter sedler og mønter af forsigtighedsgrunde lige inden overgangen til år 2000.

Dag-til-dag indskud udviste meget stærk vækst i 1999, selv om vækstraten blev mere afdæmpet i den sidste del af året. I 4. kvartal 1999 lå den årlige vækstrate på 12,7 pct. i forhold til 10,6 pct. i 4. kvartal 1998 og 9,3 pct. i den tilsvarende periode i 1997. I januar

1999 steg efterspørgslen efter dag-til-dag indskud kraftigt, hvilket afspejlede de særlige forhold ved indledningen til ØMU. Desuden kan den forholdsvis stærke efterspørgsel efter dag-til-dag indskud i 1999 forklares ved den lave inflation og de lave renter og de deraf følgende lave offeromkostninger ved at holde dag-til-dag indskud samt ved det økonomiske opsving i euroområdet.

Derimod udviste kortfristede indskud, undtagen dag-til-dag indskud (dvs. indskud med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder og indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år) som i tidligere år en ret afdæmpet vækst i 1999. I 4. kvartal 1999 var den årlige vækstrate 1,7 pct. i forhold til 2,6 pct. i 4. kvartal 1998 og 1,1 pct. i den tilsvarende periode i 1997. Investorernes tilsyneladende ringe interesse for disse andre kortfristede indskud kan være forbundet med, at spændet mellem renten for disse indskud og renten for dag-til-dag indskud indsnævredes væsentligt i de første tre kvartaler af 1999 og derefter forblev forholdsvis snævert. Endvidere kan

rentekurvens tiltagende stejlehed i 1999 være ledsaget af omlægning til investeringer i langfristede finansielle aktiver. Desuden skyldtes porteføljeomlægninger i andre lande væk fra disse andre kortfristede indskud formentlig et betydeligt fald i inflationsforventningerne i de seneste år.

Efter et markant fald i slutningen af 1998 og begyndelsen af 1999 steg efterspørgslen efter andre instrumenter i M3 (omsættelige instrumenter og genkøbsforretninger) betydeligt i løbet af 1999. I 4. kvartal 1999 lå den årlige vækstrate på 5,2 pct. i forhold til 2,5 pct. i 4. kvartal 1998 og 7,3 pct. i 4. kvartal 1997. Opsvinget i løbet af 1999 skyldtes hovedsagelig en stærkt tiltagende vækst i både aktier i pengemarkedsforeninger og i obligationer med en løbetid på op til 1 år. Efterspørgslen efter disse komponenter kan være stimuleret midlertidigt af usikkerheden på de finansielle markeder, især i sensommeren og efteråret, med hensyn til obligationsrenternes fremtidige udvikling. Under sådanne forhold anvendes kortfristede omsættelige aktiver ofte til midlertidig placering af midler, da de er forholdsvis likvide og giver et højere udbytte end indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år. Endvidere blev disse instrumenter mere attraktive efter stigningen i de korte markedsrenter efter udgangen af september. Betalingsbalancestatistikken for visse eurolande viser, at væksten i aktier i pengemarkedsforeninger, pengemarkedspapirer og obligationer i 1999 til dels skyldtes køb foretaget af residerende uden for euroområdet. Begrebet M3 omfatter kun pengebeholdninger hos residerende i euroområdet, og i lyset af statistiske begrænsninger er det på nuværende tidspunkt ikke muligt at identificere ikke-residenters omsættelige værdipapirer udstedt af MFler. Det er tegn på, at udviklingen inden for disse omsættelige instrumenter bør fortolkes med en vis forsigtighed, men den samlede vurdering af pengemængdevæksten i 1999 skønnes ikke at være berørt i betydelig grad.

I januar 2000 faldt den årlige vækstrate for M3 betydeligt, til 5,0 pct. i forhold til 6,2 pct. i december 1999. Dette skyldtes dog hovedsagelig en basiseffekt, dvs. at den månedlige

stigning i M3 i januar 1999 var usædvanlig kraftig på grund af det særlige miljø ved indledningen af tredje fase af ØMU.

Stærk vækst i udlån

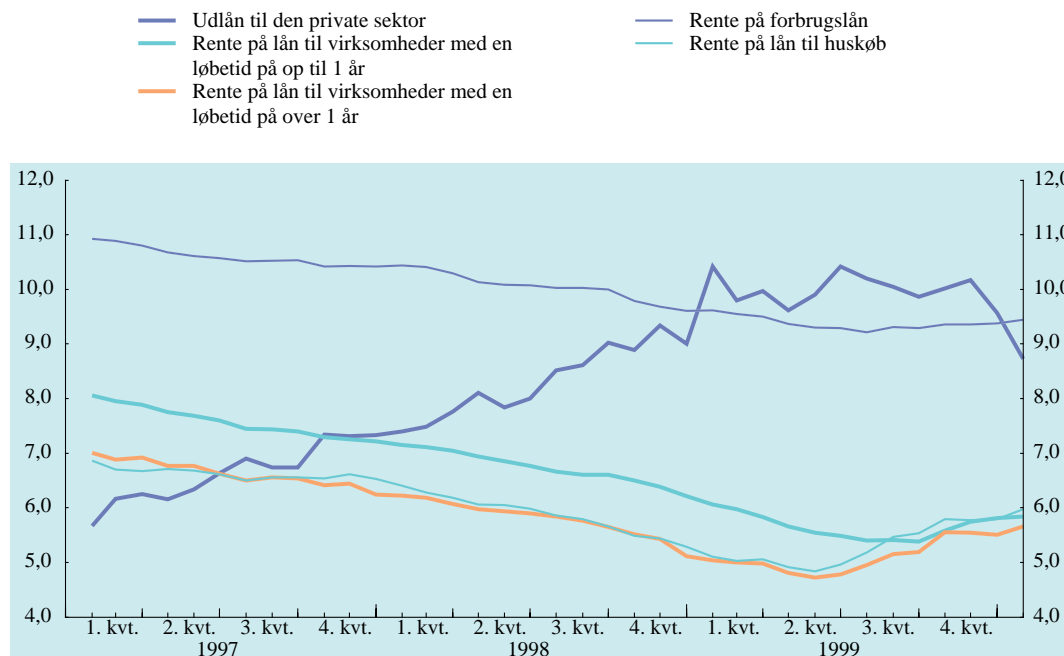
Hvad angår M3s modposter på den konsoliderede balance for MFI-sektoren, lå den årlige stigningstakt for udlån til husholdninger og virksomheder mellem 10 og 11 pct. i størstedelen af året. Hvad angår komponenterne i udlån til den private sektor, steg udestående lån (som tegner sig for ca. 90 pct. af det samlede udlån til den private sektor) med en årlig gennemsnitstakt på 10,0 pct. i 1999, og den kraftige stigning fortsatte i januar 2000 (med 8,7 pct. årligt). Dette skal sammenlignes med en årlig gennemsnitsvækst på 8,3 pct. i 1998 og 6,6 pct. i 1997. Fordelingen af MFI-lån til residerende i euroområdet efter modpartssektor, låntype og oprindelig løbetid viser, at denne stærke vækst i udlån var bredt funderet i hele den private sektor.

Den dynamiske vækst i udlån til husholdninger og virksomheder afspejlede formentlig hovedsagelig bankernes historisk lave udlånsrenter og konjunkturopsvinget i euroområdet. I 1. halvår fortsatte udlånsrenterne for alle typer lån de foregående års nedadgående tendens (se figur 4). Renterne for lån til huskøb og langfristede lån til virksomheder udviste efterfølgende en opadgående tendens, der med en vis tidsforskydning afspejler den stigning i kapitalmarkedsrenterne, som satte ind i maj 1999. De højere pengemarkedsrenter, som indikerede forventninger om en vis stramning i pengepolitikken, medførte mod slutningen af 1999 en moderat stigning i bankernes udlånsrenter for forbrugslån og kortfristede lån til virksomheder. Når væksten i udlån forblev stærk trods stigende renter, tyder det på, at den stigende økonomiske aktivitet har bidraget væsentligt til at opretholde den kraftige vækst i udlån til den private sektor i den sidste del af 1999, selv om en vis fremrykket låntagning på grund af private aktørers forventninger om yderligere stigninger i bankernes udlånsrenter i denne periode ikke kan udelukkes. Andre medvir-

Figur 4

Udlån til den private sektor og detailrenter

(Udlån: Ændringer i pct. år/år; renter i pct. p.a.)



Kilde: ECB.

kende faktorer i 1999 var de mange fusioner og overtagelser (se afsnit 2.2), der typisk blev finansieret delvis med kort- og mellemfristede lån, og samspillet mellem realkreditlån og hurtigt stigende ejendomspriser i visse eurolande.

Stigningen i udlån til den offentlige sektor var afdæmpet i hele 1999, med en årlig gennemsnitsvækst på 1,1 pct. Den langsomme stigning gjorde sig gældende i både udlån og MFIernes beholdninger af statsobligationer og var i overensstemmelse med den offentlige sektors mindre finansieringsbehov i 1999.

Hvad angår andre M3-modposter, udviste de langfristede finansielle passiver i MFI-sektoren en forholdsvis stærk vækst i 1999 (i 4. kvartal registreredes en årlig vækstrate på 7,3 pct. i forhold til 4,7 pct. i 4. kvartal 1998) i overensstemmelse med rentekurvens tiltagende stejlehed.

Endelig faldt MFI-sektorens eksterne nettoaktiver markant på årsbasis (med €166 milli-

arder). Faldet afspejlede, at transaktioner mellem resider i euroområdet, som ikke er MFler, og resider uden for euroområdet i alt medførte en nettoudstrømning af midler.

2.2 Finansmarkederne

Hurtig vækst i virksomhedsfinansiering ved obligationsudstedelser

Indledningen af tredje fase af ØMU har været katalysator for udvikling og integration af euroområdets kapitalmarkeder i retning af et paneuropæisk kapitalmarked.

Hvad angår markedet for eurodenominerede obligationer, var den vigtigste udvikling i 1999 utvivlsomt den hurtige vækst på det private obligationsmarked, erhvervsobligationsmarkedet, som var stærkere, end mange iagttagere havde ventet forud for euroens indførelse. Udviklingen på markedet tog fart med de store obligationsudstedelser i forbindelse med en række omfattende fusioner og

overtagelser i 1. halvår 1999. Markedet for eurodenominerede erhvervsobligationer viste sig at kunne absorbere disse udstedelser forholdsvis problemfrit og hurtigt, hvilket af mange blev anset for et vigtigt tegn på, at markedet var blevet dybere. Navnlig steg private, ikke-finansielle selskabers og private forsyningsselskabers udstedelse af eurodenominerede obligationer i 1999 i forhold til 1998. Ifølge data for erhvervslivet var de største private udstedere af obligationer i

1999 banker, som tegnede sig for størstedelen af den private sektors samlede udstedelse, efterfulgt af henholdsvis ikke-finansielle selskaber, andre finansieringsvirksomheder og forsyningsselskaber. Ud fra en global synsvinkel var væksten i nettoudstedelsen af eurodenominerede obligationer i 1999 særlig stærk i forhold til udstedelsen af dollardenominerede obligationer. Udstedelsen af yendenominerede obligationer steg også betydeligt i forhold til 1998.

Boks I

Strukturelle ændringer i banksektoren og deres betydning for pengepolitikken

Udviklingen i konkurrenceforholdene for finansielle ydelser og den dermed forbundne strukturelle udvikling i banksektoren har betydning for den fælles pengepolitik. Hidtil har det hovedsageligt været bankerne i euroområdet, som har tilbudt finansielle ydelser på de noget fragmenterede og beskyttede indenlandske markeder. Efterhånden som barriererne mellem forskellige indenlandske og lokale markeder er blevet mindre, oplever bankerne øget konkurrence fra andre banker samt fra andre finansielle formidlere. Ændringerne i konkurrenceforholdene har således medført, at bankerne presses til at øge effektiviteten og iværksætte initiativer for at bevare deres markedsposition. Det illustreres af en betydelig stigning i fusioner og overtagelser i de seneste år. Omstruktureringen og konsolideringen fortsatte i 1999. Især antallet af fusioner af store banker var forholdsvis højt i 1999.

De primære årsager til denne omstrukturering og konsolidering i banksektoren i euroområdet har været den teknologiske udvikling, globalisering, liberalisering og et øget behov for avancerede finansielle ydelser. Euroens indførelse har tilsyneladende fungeret som en katalysator for udviklingen. Således er markedet ved at ændre sig, så de finansielle ydelser bliver mere konkurrencedygtige og integrerede både inden for euroområdet og globalt.

De fleste fusioner og overtagelser i euroområdets banksektor har dog indtil nu fundet sted inden for landegrænserne. Fokuseringen på nationale fusioner kan skyldes et ønske om at forbedre effektiviteten ved at fjerne dobbeltfunktioner samt defensive strategier. Spørgsmål vedrørende kulturel nærhed og en forventning om, at nationale fusioner og overtagelser er lettere at håndtere end grænseoverskridende fusioner, spiller tilsyneladende også en vigtig rolle. Denne nationale orientering mod fusioner og overtagelser har givet anledning til en vis bekymring over stigningen i de største indenlandske institutters markedsandel. Selv om det lokalt ikke kan udelukkes, at konkurrencen på kort sigt påvirkes negativt, går udviklingen på markedet for finansielle ydelser tilsyneladende på langt sigt mod øget konkurrence og integrering.

Disse ændringer i konkurrenceforholdene på bankmarkedet og den mulige effekt på banksektorens økonomiske styrke kan få betydning for pengepolitikens transmissionsmekanisme. For det første sker der sandsynligvis en hurtigere transmission af pengepolitikken, da banker på mere konkurrencedygtige markeder justerer deres renter hurtigt som reaktion på ændringer i markedsrenten. For det andet kan betydningen af pengepolitikens kreditkanaler ændre sig som følge af et ændret forhold mellem bankerne og deres kunder, hvilket især er relevant i forbindelse med finansiering af små virksomheder og husholdninger. Endelig vil den øgede konkurrence i euroområdet sandsynligvis fremskynde udviklingen mod et mere integreret banksystem i alle deltagerlandene, hvilket kan reducere de grænseoverskridende uregelmæssigheder inden for pengepolitikens transmissionsmekanisme.

En af de vigtigste faktorer bag væksten på det eurodenominerede erhvervsobligationsmarked har været virksomhedernes løbende omstruktureringer i Europa, som har medført en kraftig efterspørgsel efter kapital fra den private virksomhedssektor. Fusioner og overtagelser blandt virksomheder i euroområdet er generelt tiltaget kraftigt i 1999, både i banksektoren og ikke-banksektoren (se boks 1). Virksomheder i euroområdet, som var involveret i fusioner og overtagelser samt fx fremmedkapitalfinansierede overtagelser – hvor en virksomhedsovertagelse finansieres gennem udstedelse af højt forrentede obligationer – har i betydelig grad finansieret disse handler med store udstedelser af eurodenominerede obligationer. Disse obligationer er ofte blevet brugt til tilbagebetaling af mellemfinansieringsfaciliteter (hovedsagelig syndikerede lån). Det har medført meget store udstedelser uden sidestykke i de europæiske kapitalmarkeders historie. Den betydelige vækst i udstedelser af private eurodenominerede obligationer blev ledsaget af et fald i den offentlige sektors relative betydning på obligationsmarkederne i 1999, hvilket også afspejlede de mindre stigninger i den offentlige sektors finansieringsbehov i 1999 i forhold til tidligere år. Endvidere blev væksten i erhvervsobligationsudstedelser tilsyneladende også fremmet af investorernes stigende efterspørgsel efter obligationer med større risiko og dermed større udbytte, som skyldtes de historisk lave renter.

Som nævnt i artiklen „Euroområdet et år efter euroens indførelse: De vigtigste karakteristika og ændringer i den finansielle struktur“ i ECB Månedsoversigt for januar 2000 skete der en bemærkelsesværdig udvikling på euroområdets kapitalmarkeder i 1999. Den førte bl.a. til et tættere samarbejde mellem de nationale børser og udviklingen af elektroniske handelssystemer på både obligations- og aktiemarkederne.

Pengemarkedsrenterne følger ECBs renter

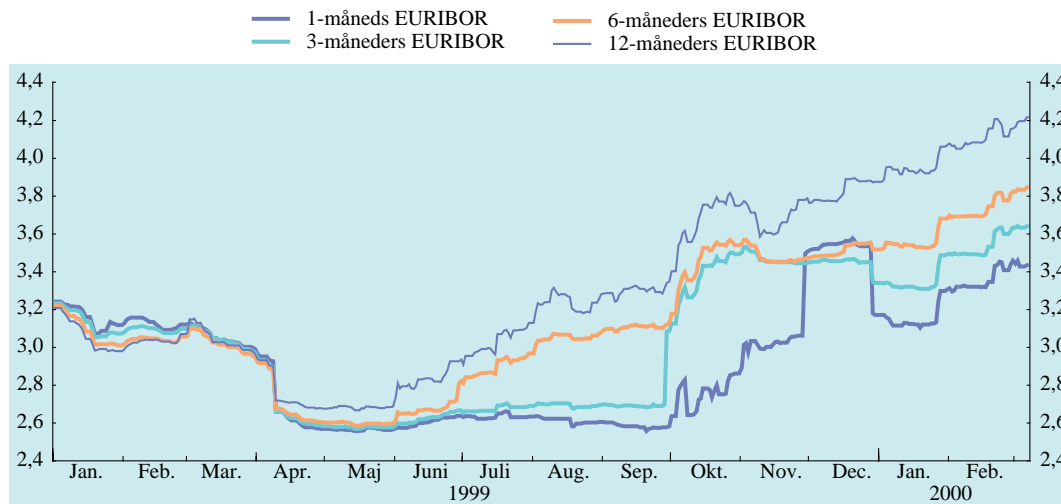
I 1999 lykkedes det ECB at styre de korte pengemarkedsrenter ved hjælp af renten for

de primære markedsoperationer. Dag-til-dag renten, målt ved EONIA („euro overnight index average“), lå generelt meget tæt på renten for de primære markedsoperationer, og gennemsnitsspændet mellem de to renter i 1999 var 3 basispoint (se figur 1). EONIA-rentens volatilitet var forholdsvis lav. Større udsving registreredes normalt kun mod slutningen af en reservekravsperiode, som er det tidspunkt, hvor banksektoren skal opfylde reservekravene. I lyset af EONIA-rentens stabile mønster så ECB intet behov for at gennemføre finjusterende markedsoperationer i løbet af 1999.

De øvrige pengemarkedsrenter var lige så stabile, undtagen på tidspunkter, hvor markedsdeltagerne forventede bevægelser i ECBs renter eller hen imod slutningen af året, hvor de korte renter steg på grund af markedets bekymring i forbindelse med overgangen til år 2000.

I begyndelsen af 1999 var kurven for pengemarkedsrenterne mere eller mindre flad, og EURIBOR-renterne for løbetider på 1-12 måneder svingede inden for et smalt område mellem 3,21 pct. og 3,26 pct. (se figur 5). Derefter faldt pengemarkedsrenterne i løbet af 1. kvartal, hvilket afspejlede markedets øgede forventninger om faldende korte renter i den nærmeste fremtid.

Styrelsesrådets beslutning om at nedsætte ECB-renterne den 8. april 1999 medførte et yderligere fald i pengemarkedsrenterne. Da Styrelsesrådet på det tidspunkt gjorde det klart, at det ikke agtede at sænke renten yderligere i den kommende tid, blev kurven for pengemarkedsrenterne igen positiv lige efter indgrebet. I løbet af sommeren, efterhånden som forventningerne om en gradvis forbedring af de økonomiske forhold i euroområdet steg, og den monetære udvikling viste, at væksten i M3 afveg mere og mere fra referenceværdien, steg pengemarkedsrenterne gradvis, hvilket afspejlede markedets øgede forventninger om en renteforhøjelse fra ECB. Denne udvikling fortsatte i efteråret, og da beslutningen om at hæve renterne blev meddelt den 4. november 1999, var den

Figur 5**Korte renter i euroområdet***(I pct. p.a.; daglige data)**Kilde: Reuters.*

forventet, hvilket til fulde afspejledes i pengemarkedsrenterne. I dagene efter meddelelsen aftog pengemarkedsrenternes volatilitet betydeligt.

Markedets bekymring for virkningen af overgangen til år 2000 på pengemarkedsrenterne gjorde det dog vanskeligt at analysere udviklingen i de korte renter, især i den sidste del af 1999. Risikopræmien medførte en markant ændring i markedsrenterne, så snart de strakte sig over årsskiftet. Dette spring var mest markant for renterne i den korte ende af pengemarkedskurven (se boks 3 på side 18-20 i ECB Månedsoversigt for december 1999). Efter den problemfri overgang til år 2000 forsvandt risikopræmien i pengemarkedsrenterne dog hurtigt.

I januar 2000 var kurven for pengemarkedsrenterne positiv, og spændet mellem 1-måneders og 12-måneders EURIBOR-renten var ca. 80 basispoint. Mod slutningen af januar steg pengemarkedsrenterne i forventning om ECBs beslutning om at hæve renterne, der blev meddelt den 3. februar 2000. I løbet af februar steg pengemarkedsrenterne gradvis yderligere.

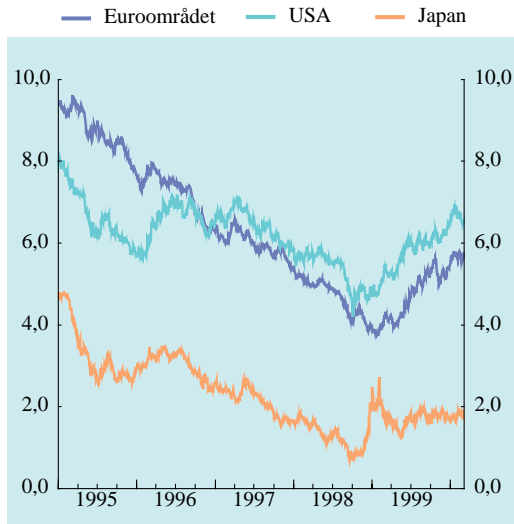
Lysere vækstudsigter medfører stigning i historisk lave lange obligationsrenter

Efter det langvarige fald i de lange renter i industrilandene i størstedelen af 1990'erne nåede de lange statsobligationsrenter i euroområdet det laveste niveau i 50 år i begyndelsen af 1999 (se figur 6(a)). Fra maj 1999 bevægede de sig dog langsomt opad, først som følge af stigningen i obligationsrenterne i USA og en stigning i inflationsforventningerne fra det meget lave niveau i begyndelsen af 1999, men senere i stigende grad på grund af lysere økonomiske udsigter for euroområdet. Samlet steg de 10-årige obligationsrenter i euroområdet med over 150 basispoint i 1999 og nåede op på ca. 5,5 pct. ved årets udgang. I USA steg den 10-årige obligationsrente i 1999 tilsvarende med ca. 180 basispoint til ca. 6,5 pct. Som følge af denne udvikling udvidedes spændet mellem obligationsrenterne i USA og euroområdet en smule i 1999 til 100 basispoint ved årets udgang. I Japan afveg udviklingen i de lange obligationsrenter en del fra udviklingen i euroområdet og USA. Efter et indledende fald fra det forholdsvis høje niveau i tiden efter den finansielle uro sidst i 1998 stabiliseredes de lange renter i Japan tilsyneladende på et niveau under 2 pct. i 2. halvår

Figur 6

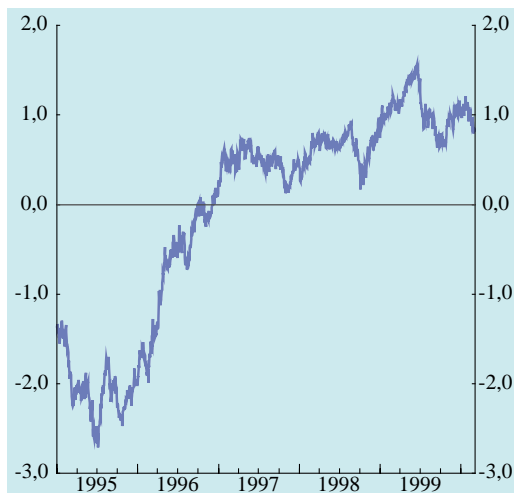
(a) Lange statsobligationsrenter i euroområdet, USA og Japan

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



(b) Rentespænd for 10-årige obligationer mellem USA og euroområdet

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



Kilde: Reuters.

Anm.: De lange statsobligationsrenter vedrører renten for en 10-årig obligation eller den nærmeste tilsvarende løbetid.

1999. Mellem udgangen af 1998 og den sidste handelsdag i 1999 faldt den 10-årige obligationsrente i Japan med ca. 40 basispoint til ca. 1,6 pct.

Den vigtigste faktor bag udviklingen på de globale obligationsmarkeder i 1999 var en

stigning i de globale vækstforventninger, efterhånden som finansmarkedernes bekymring for en vedvarende global vækstnedgang som følge af den finansielle uro i 1998 forsvandt. Den amerikanske økonomi fortsatte sin bemærkelsesværdige vækst i 1999, og selv om der kun var få tegn på stigende inflation, medførte arbejdsmarkedets tiltagende stramhed stigende bekymring på finansmarkederne for, at den amerikanske økonomis vækst kunne medføre inflationspres i økonomien. Denne udvikling bidrog i høj grad til den betydelige stigning i de lange obligationsrenter i USA i løbet af 1999. Desuden kan en betragtelig stigning i udstedelsen af erhvervsobligationer i USA i løbet af året have medført et opadrettet pres på de amerikanske obligationsrenter, selv om en yderligere forbedring af USAs budgetsituation muligvis har reduceret den offentlige sektors pres på kapitalmarkederne.

I modsætning til udviklingen i USA var de lange obligationsrenter i euroområdet stort set stabile i de første fire måneder af 1999, hvilket afspejlede det langsommere økonomiske opsving og det afdæmpede inflationspres. Det fik ECBs Styrelsesråd til at sænke renterne i april. Bortset fra den nævnte afsmitning fra de amerikanske obligationsrenters fortsatte stigning er det sandsynligt, at en del af den gradvise stigning i obligationsrenterne fra maj kunne tilskrives afviklingen af de „safe-haven“-porteføljer, der var opbygget i 1998, samt en stigning i inflationsforventningerne fra det meget lave niveau i begyndelsen af 1999 i kølvandet på uroen på finansmarkederne året før. Udviklingen i kurserne på franske indeksobligationer var på dette tidspunkt tilsyneladende i overensstemmelse med faktorerne bag stigningen i de nominelle obligationsrenter (se boks 2). Endvidere kan en betydelig stigning i udstedelsen af erhvervsobligationer i euroområdet som i USA have medført et opadrettet pres på de lange obligationsrenter. Stigningen i obligationsrenterne i euroområdet i maj og første halvdel af juni 1999 var dog langt mindre markant end i USA, hvilket er udtryk for de forskellige konjunktursituationer og medførte en betydelig udvidelse af det lange rentespænd over

Boks 2

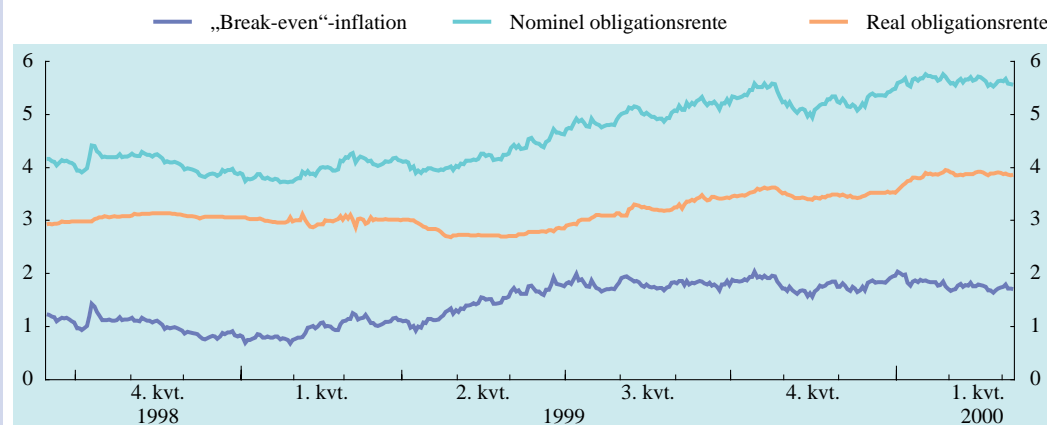
Vurdering af årsagerne til stigningen i de nominelle obligationsrenter ved hjælp af indeksobligationer

Hvis man skal vurdere de forskellige underliggende faktorerens mulige effekt på de nominelle lange obligationsrenter i euroområdet i 1999, er det nyttigt at huske, at den nominelle rente på statsobligationer med en specifik restløbetid stort set kan opdeles i tre elementer: Den realrente som investorerne kræver for at opbevare obligationen, indtil den udløber, kompensation for den gennemsnitlige forventede inflation i obligationens levetid og løbetids- og risikopræmier i forbindelse med bl.a. usikkerheden vedrørende inflations-takten i fremtiden. Renten på indeksobligationer kan bidrage til denne opdeling. Rentespændet mellem den lange obligationsrente og realrenten på en indeksobligation med samme løbetid kaldes generelt „break-even“-inflationen, eftersom det forventede afkast for investoren med denne inflationstakt vil være det samme, uanset om der investeres i fast forrentede nominelle obligationer eller indeksobligationer.

„Break-even“-inflationen er imidlertid ikke et direkte mål for inflationsforventningerne, da den ikke tager højde for forskellige risikopræmier. På den ene side har „break-even“-inflationen en tendens til at overvurdere den forventede inflation, da den nominelle obligationsrente sædvanligvis omfatter en inflationsrisikopræmie. På den anden side indikerer det lave likviditetsniveau, som normalt karakteriserer markedet for indeksobligationer, at realrenten på indeksobligationer kan omfatte en likviditetspræmie. De eneste indeksobligationer i euroområdet er udstedt af Frankrigs finansministerium med en løbetid på 10 og 30 år. „Break-even“-inflationen for disse obligationer udledes ved et bestemt mål for det franske forbrugerprisindeks (CPI), nemlig CPI, ekskl. tobak, og ikke ved euroområdets HICP. Det viser, at denne indikator kun i begrænset omfang kan anvendes i en vurdering af udviklingen i euroområdet.

„Break-even“-inflation for forbrugerprisindekset i Frankrig

(I pct.; daglige data)



Kilder: Finansministeriet i Frankrig, ISMA og Reuters.

Anm.: Den reale obligationsrente er afledt af markedskursen på franske obligationer, som indeksreguleres i forhold til det franske CPI (ekskl. tobakspriser) og udløber i 2009. Den nominelle obligationsrente er afledt af markedskursen på franske fastforrentede obligationer, som også udløber i 2009.

Set i lyset heraf viste udviklingen i prisdannelsen for 10-årige franske indeksobligationer ikke desto mindre, at både de øgede forventninger om vækst og de ændrede inflationsforventninger kan have spillet en vigtig rolle i vurderingen af udviklingen i de nominelle lange renter i løbet af året. Fra ultimo 1998 til ultimo 1999 steg realrenten på 10-årige franske indeksobligationer med ca. 50 basispoint. Samtidig steg den 10-årige ligevægtsinflation med ca. 110 basispoint fra et usædvanligt lavt niveau primo 1999. Dette skete på et tidspunkt, hvor truslen mod prisstabiliteten mentes at være aftagende (se figuren ovenfor).

Det bemærkes, at stigningen i realrenten og „break-even“-inflationen skete i forskellige perioder af 1999. Mens „break-even“-inflationen tiltog støt i 2. kvartal 1999 og fladede ud efter juni 1999, steg realrenten hovedsagelig i 2. halvår 1999. Det tyder på, at væksten i de nominelle obligationsrenter i euroområdet til at begynde med i højere grad skyldtes stigende inflationsforventninger fra et meget lavt niveau end stigende realrenter. Afvikling af ophobede „safe haven“-portefølje-positioner fra nye vækstøkonomier i 1998 kan imidlertid også forklare en del af stigningen i de lange renter i 1. halvår 1999, da disse kan have haft en kunstig indvirkning på „break-even“-inflationen i de første måneder af 1999. Afsmitning fra en stigning i de amerikanske obligationsrenter kan til tider også have haft en betydning for stigningen i „break-even“-inflationen i 1. halvår 1999. Senere på året, hvor der efterhånden var flere tegn på et økonomisk opsving, skyldtes væksten i de nominelle obligationsrenter i højere grad en stigning i de lange realrenter, mens „break-even“-inflationen forblev stabil.

for USA, helt op til næsten 160 basispoint midt i juni. Senere, da der efterhånden viste sig flere og flere tegn på et økonomisk opsving i euroområdet, indsnævreres spændet mellem de lange obligationsrenter i USA og euroområdet hurtigt (se figur 6(b)).

Indtil slutningen af oktober 1999 udviste de lange obligationsrenter i euroområdet fortsat en opadgående tendens. Fra slutningen af oktober førte kapitalmarkedernes øgede forventninger om, at ECBs renter ville blive hævet som følge af de tiltagende tegn på et opadrettet prispress, og den efterfølgende beslutning den 4. november, midlertidigt til et markant fald i de lange obligationsrenter. Det tydede på, at markedsdeltagerne som følge af beslutningen om at hæve renterne havde nedjusteret deres inflationsforventninger på langt sigt og reduceret den inflationsrisikopræmie, der kræves for at have eurodenominerede obligationer. I resten af 1999 bevægede obligationsrenterne i euroområdet sig dog langsomt opad igen, delvis som følge af en opadgående tendens i de lange renter i USA og delvis som reaktion på yderligere positive nyheder om udsigterne for euroområdets økonomi. Som følge af de mere markante stigninger i de amerikanske obligationsrenter udvidedes rentespændet over for USA igen i november og december.

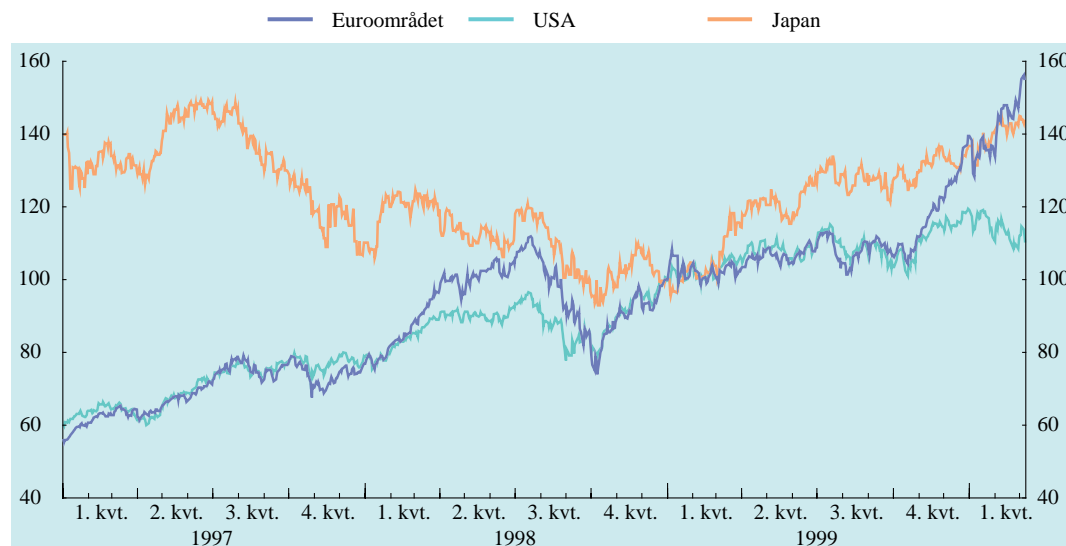
Den ovenfor beskrevne udvikling afspejledes også i rentekurven for euroområdet i 1999. Mellem første og sidste handelsdag i 1999 øgedes rentekurvens hældning, målt ved forskellen mellem de 10-årige obligationsrenter i euroområdet og 3-måneders

EURIBOR-renten, med ca. 140 basispoint til 215 basispoint. Størstedelen af stigningen fandt sted i de første ni måneder af 1999. Da rentekurven typisk bliver stejlere forud for et økonomisk opsving, syntes rentekurvens tiltagende stejlhed i euroområdet i 1999 hovedsagelig at afspejle markedsdeltagernes øgede optimisme med hensyn til de økonomiske udsigter for fremtiden og en stigning i inflationsforventningerne fra det meget lave niveau i begyndelsen af 1999. Der bør dog udvises forsigtighed ved fortolkningen af de overordnede bevægelser i rentekurven, da andre faktorer, fx afviklingen af „safe-haven“-porteføljer og afsmitning fra de amerikanske obligationsmarkeder, også kan have indvirket på udviklingen i de lange renter i euroområdet i 1999.

I første halvdel af januar 2000 udviste obligationsrenterne i euroområdet begrænsede stigninger, hovedsagelig som følge af afsmitningen fra de amerikanske obligationsmarkeder, hvor renterne steg betydeligt. Herefter var obligationsrenterne i euroområdet stort set stabile i resten af januar og den følgende måned. Samtidig var det lange rentespænd mellem euroområdet og USA ret volatilt og udviste ingen klar tendens i begyndelsen af 2000.

Kraftig stigning i de globale aktiekurser

I 1999 udviste aktiekurserne i industrilandene store stigninger og fortsatte dermed de foregående års opadgående tendens (se figur 7). En meget stor stigning blev observeret i euro-

Figur 7**Aktieindeks i euroområdet, USA og Japan***(1. januar 1997 = 100; daglige data)**Kilde: Reuters.**Anm.: Dow Jones EURO STOXX bredt (aktie-)indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.*

området, hvor Dow Jones EURO STOXX-indekset ultimo december 1999 lå 40 pct. over niveauet ultimo 1998. I USA var Standard & Poor's 500-indekset ultimo december 1999 19 pct. over niveauet ultimo 1998, mens der i Japan også blev observeret en betydelig stigning på 37 pct. i Nikkei 225-indekset. Hovedfaktoren bag udviklingen på de globale aktiemarkeder i 1999 var tilsyneladende markedets mere optimistiske vurdering af de globale vækstudsigter i fremtiden.

I størstedelen af 1999 skabte udviklingen på det globale aktiemarked et gunstigt miljø for udviklingen i euroområdets aktiekurser. Stigningen i de amerikanske aktiekurser skyldtes tilsyneladende først og fremmest positive forventninger om fremtidige stigninger i virksomhedernes indtjening i tilknytning til den robuste vækst i den amerikanske økonomi. Især spillede optimismen i forbindelse med de langsigtede udsigter for vækst i højteknologifirmaers indtjening en vigtig rolle. På baggrund heraf steg det sammensatte Nasdaq-indeks (med en stor andel af teknologiaktier) med 86 pct. i 1999.

De japanske aktiekurser nød tilsyneladende godt af den øgede optimisme i forbindelse med fremtidsudsigterne for virksomhedernes indtjening i tilknytning til opsvinget i den japanske økonomi, navnlig i 1. halvår 1999, inden kurserne stabiliseredes i 2. halvår 1999. Samtidig synes faldet i de lange statsobligationsrenter i Japan, ligesom faldet i den japanske yen over for den amerikanske dollar i 1. halvår 1999, at have bidraget til stigningen i de japanske aktiekurser, navnlig kurserne for eksportorienterede virksomheder.

Aktiekurserne i euroområdet var forholdsvis afdæmpede i de første måneder af 1999, hvilket afspejlede det gradvise økonomiske opsving i euroområdet. Senere, da forventningerne til aktivitetsudviklingen i fremtiden steg, begyndte aktiekurserne i euroområdet at bevæge sig opad. Denne stigning i forhold til de tilsvarende stigninger i de lange obligationsrenter i euroområdet var bemærkelsesværdig og var tilsyneladende tegn på stærke underliggende forventninger om virksomhedernes rentabilitet og udbyttestigninger i euroområdet. I begyndelsen var forbedringen i aktiekurserne tydeligere for virksomheder, som er mere udsatte over for de eksterne

økonomiske forhold, end for virksomheder med større indenlandsk fokus. Større virksomheders tendens til at være mere udsatte over for eksterne økonomiske forhold kom til udtryk i den stærkere fremgang i Dow Jones EURO STOXX 50-indekset, som består af store virksomheder, sammenlignet med det brede Dow Jones EURO STOXX-indeks.

I 2. halvår 1999, hvor markedsdeltagerne blev mere optimistiske med hensyn til udsigterne for vækst i den indenlandske efterspørgsel, samtidig med at erhvervslivets og forbrugernes tillid steg, blev stigningerne i aktiekurserne efterhånden mere bredt funderet på tværs af forskellige sektorer i økonomien. Mod slutningen af året, navnlig efter medio oktober, steg aktiekurserne i teknologi- og telesektoren forholdsvis kraftigt. I disse sektorer var aktiekurserne ved udgangen af 1999 steget med henholdsvis 134 pct. og 105 pct. i forhold til udgangen af 1998, hvilket bidrog væsentligt til de samlede stigninger i

euroområdet aktiekurser. Stigningerne i teknologi- og telesektoren skyldtes tilsyneladende til dels positive forventninger om vækst i indtjeningen efter omstruktureringer og fusioner og overtagelser i disse sektorer samt en betydelig ekspansion i internetbranchen.

Fra ultimo 1999 til 7. marts 2000 viste de internationale aktiemarkeder modsatrettede udviklingstendenser. Mens aktiekurserne i USA, målt ved Standard & Poor's 500-indekset, faldt med 8 pct., steg Nikkei 225-indekset i Japan med 5 pct. og Dow Jones EURO STOXX-indekset i euroområdet med 11 pct. I fortsættelse af tendensen i de sidste måneder af 1999 steg aktiekurserne i euroområdets teknologisektor med 36 pct. i denne periode, hvilket bidrog markant til den generelle stigning i aktiekurserne. I USA udviste aktiekurserne i teknologisektoren ligeledes betydelige stigninger, og det sammensatte Nasdaq-indeks steg med 19 pct.

3 Prisudviklingen

Opadgående tendens i HICP-inflationen i 1999 hovedsagelig som følge af oliepriserne

Det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) steg i gennemsnit med 1,1 pct. i 1999, dvs. samme stigningstakt som i 1998 (se tabel 1). Den uændrede årlige stigning dækker over en betydelig forskel mellem HICP-udviklingen i 1999 og i 1998. Mens inflationstakten faldt i løbet af 1998, var den hovedsagelig stigende i 1999 (se figur 8). Den opadgående tendens afspejlede først og fremmest faktorer uden for euroområdet, især udviklingen i oliepriserne på verdensmarkedet. Derimod var de indenlandske inflationskilder forholdsvis afdæmpede i 1999. I december 1999 lå den

samlede år-til-år HICP-inflation på 1,7 pct. i forhold til 0,8 pct. i december 1998. År-til-år inflationen steg yderligere til 2,0 pct. i januar 2000, hvilket hovedsagelig afspejlede oliepriserens fortsatte stigning.

I løbet af 1999 steg oliepriserne fra €10,3 pr. tønde i 1. kvartal til et gennemsnit på €23,0 pr. tønde i 4. kvartal, hvilket afspejlede et gradvist, men betydeligt opsving i oliepriserne på verdensmarkedet samt euroens depreciering over for den amerikanske dollar. Denne stigning, som stod i modsætning til et støt fald i 1998, slog hurtigt igennem i HICPs energikomponent. I december 1999 var år-til-år stigningen i energipriserne, der omfatter en

Tabel 1

Udviklingen i priser og omkostninger i euroområdet

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

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2000	2000	
				1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.
Det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) og dets komponenter													
Samlet indeks	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	.
<i>heraf:</i>													
Varer	1,2	0,6	0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,1	1,3	1,5	1,9	2,2	.
Fødevarer	1,4	1,6	0,5	1,3	0,6	-0,2	0,4	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	.
Forarbejdede fødevarer	1,4	1,4	0,9	1,2	0,8	0,7	0,9	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	.
Uforarbejdede fødevarer	1,4	2,0	0,0	1,4	0,3	-1,4	-0,3	-1,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	.
Industrivarer	1,0	0,1	1,0	-0,2	0,6	1,4	2,1	1,7	1,8	2,0	2,6	3,1	.
Industrivarer, undtagen energi	0,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	.
Energi	2,8	-2,6	2,2	-3,9	0,5	4,6	7,8	6,1	6,3	7,2	10,0	12,0	.
Tjenesteydelser	2,3	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	.
Andre pris- og omkostningsindikatorer													
Producentpriser i industrien ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	-2,6	-1,3	0,7	3,1	1,4	2,2	3,1	4,1	5,0	.
Enhedslønomkostninger ²⁾	0,7	0,0	.	1,6	1,6	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Arbejdskraftsproduktivitet ²⁾	1,7	1,5	.	0,1	0,5	1,0	.	-	-	-	-	-	-
Lønsum pr. ansat ²⁾	2,4	1,5	.	1,7	2,0	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Samlede timelønomkostninger ³⁾	2,5	1,7	.	2,0	2,0	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Oliepriser (EUR pr. tønde) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	21,8	20,8	23,5	24,8	24,9	27,6
Råvarepriser ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	6,6	10,7	11,9	19,3	19,4	20,0

Kilder: Eurostat, nationale data, Den Internationale Råoliebørs, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg, og ECBs beregninger.

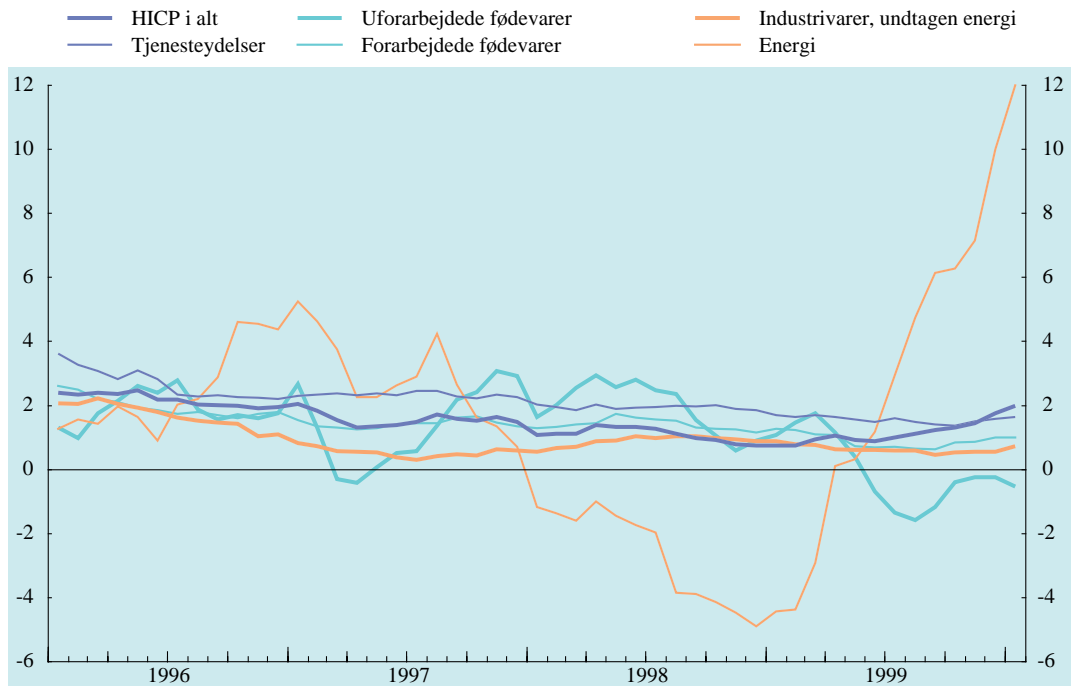
1) Ekskl. byggeri.

2) Hele økonomien.

3) Hele økonomien (undtagen landbrug, offentlig administration, uddannelse, sundhed og andre ydelser).

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

5) Ekskl. energi. I euro; ECU indtil december 1998.

Figur 8**De enkelte komponenter i HICP-inflation i euroområdet***(Ændring i pct. år/år; månedlige data)*

Kilde: Eurostat.

stor afgiftskomponent, 10 pct., og priserne på flydende brændstof tegnede sig for størstedelen af stigningen. Andre energikomponenter udviste et mere stabilt stigningsmønster eller var genstand for et nedadrettet pres i forbindelse med liberalisering, hvilket var tilfældet med fx elpriserne i visse eurolande. Desuden blev de stigende oliepriser til en vis grad opvejet af et nedadrettet pres fra andre priser. Især priserne på uforarbejdede fødevarer bidrog negativt til stigningstakten for forbrugerpriserne.

Mere afdæmpede underliggende prisstigninger

Bortset fra de forholdsvis volatile komponenter, der er beskrevet ovenfor, var stigningen i forbrugerpriserne langt mere afdæmpet i 1999, hvor stigningen i HICP, undtagen energi og sæsonfødevarer, aftog til 1,0 pct. i forhold til et gennemsnit på 1,4 pct.

i 1998. Det afspejlede et markant fald i stigningstakten for priserne på industrivarer, undtagen energi, tjenesteydelser og forarbejdede fødevarer. Hvad angår HICP-komponenten industrivarer, undtagen energi, slog stigningen i producentpriserne kun i begrænset omfang igennem i 1999. Udviklingen i producentpriserne afspejlede derimod hovedsagelig stigningen i oliepriserne og priserne på andre råvarer end olie, og denne stigning skyldtes primært faldet i den nominelle effektive eurokurs. I december 1999 var år-til-år stigningen i priserne på industrivarer, undtagen energi, 0,5 pct. i forhold til en gennemsnitlig stigning på 0,9 pct. i 1998. Ligeledes forblev stigningstakten for priserne på tjenesteydelser afdæmpet i løbet af året og endte på 1,6 pct. i december 1999, dvs. 0,3 procentpoint lavere end den gennemsnitlige stigning i priserne på tjenesteydelser i 1998. Denne udvikling afspejlede en lidt større, men stadig moderat vækst i arbejdskraftsomkostningerne i euroområdet (se nedenfor) samt

Boks 3

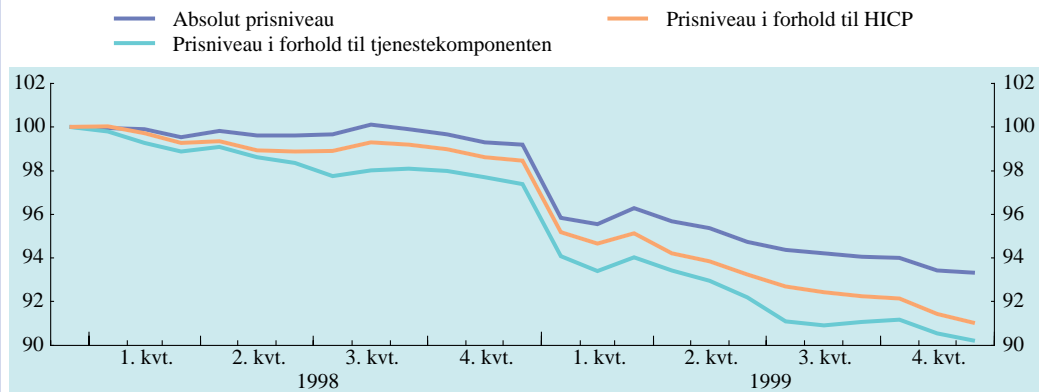
Markedsliberaliseringens effekt på forbrugerpriserne

I en række sektorer i euroområdet har man løbende forsøgt at liberalisere markederne for at sikre, at virksomhederne opererer på et forretningsmæssigt grundlag og i et miljø med fri konkurrence. Denne proces, som betyder en mere effektiv ressourceudnyttelse, betragtes generelt som et bidrag til den samlede økonomiske velfærd. Ofte kan liberaliseringsprocessen presse priser og avancer nedad. Markedsliberaliseringen fortsatte i 1999, og selv om det er vanskeligt klart at adskille effekten af liberaliseringen på priserne fra effekten af andre faktorer, såsom teknologiske fremskridt, blev en yderligere prisreduktion på en række varer og især tjenesteydelser alligevel tilskrevet liberaliseringen.

Telesektoren er det bedste eksempel på den øgede konkurrences effekt på forbrugerpriserne. Selv om liberaliseringen af telekommunikationsmarkederne i nogle EU-lande begyndte i 1980'erne, tog den først rigtig fart i løbet af 1990'erne i takt med de teknologiske fremskridt. Principielt har der på de fleste telekommunikationsmarkeder i EU været fri konkurrence siden 1. januar 1998, hvor en række direktiver fra Det Europæiske Råd blev gennemført.

Telekommunikationsudstyr og -tjenester

(Indeks: December 1997 = 100; månedlige data)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Yderligere betydelige prisfald i telesektoren i 1999

Den fortsat stigende konkurrence afspejledes i forbrugerpriserne, målt ved komponenten for telefon- og telefaksudstyr og -tjenester i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP). I perioden mellem december 1997 og december 1999 faldt denne komponent med lidt over 7,1 pct. absolut set. Da det tager tid at inkludere nye udbydere i indekset, afspejler HICP muligvis ikke det fulde omfang af prisfaldet. I forhold til både det samlede HICP og priser på tjenesteydelser har faldet været mere markant (se figuren ovenfor). Desuden blev konkurrencen i euroområdet tilsyneladende skærpet i løbet af 1999, og prisfaldet er bemærkelsesværdigt. Markante prisfald fandt sted i Tyskland, Holland, Irland og Luxembourg. I Finland, hvor liberaliseringsprocessen begyndte langt tidligere, var de seneste prisfald knap så markante. I flere andre eurolande kommer fordelene ved øget konkurrence mere gradvist forbrugerne til gode i form af forskudte prisfald eller prislofter, som fastsættes af den relevante nationale myndighed.

De ovennævnte relative prisfald har sandsynligvis øget efterspørgslen efter telekommunikationsudstyr og -ydelser. Desuden bemærkes det, at i telesektoren har de teknologiske fremskridt bidraget yderligere til den førnævnte prisudvikling. Et godt eksempel herpå er mobiltelefoner af høj kvalitet til lave priser. Effekten af de teknologiske fremskridt kan imidlertid ikke helt adskilles fra markedsliberaliseringen, eftersom den øgede konkurrence kan have styrket virksomhedernes incitament til fornyelse samt forskning og udvikling.

Endvidere steg antallet af fusioner inden for sektoren i 1999. Hvis dette fører til yderligere effektivisering, er der udsigt til flere prisreduktioner.

Tegn på øget liberalisering i energisektoren i 1999

Selv om liberaliseringen i den europæiske energisektor ikke er på højde med den ovennævnte udvikling i telesektoren, var der i visse eurolande tegn på øget liberalisering mod slutningen af 1999. Dette sker i kølvandet på en række fællesskabsinitiativer, som har til hensigt at etablere et indre marked for energiforsyning. Direktivet om det indre marked for elektricitet af 1996 og direktivet om det indre marked for gas af 1998 blev udarbejdet for at sikre, at virksomheder inden for disse sektorer kan operere på et forretningsmæssigt grundlag i et miljø med fri konkurrence. Den 19. februar 1999 var fastsat som tidsfrist for gennemførelsen af direktivet om det indre marked for elektricitet, selv om der blev givet dispensation til Irland og Belgien i form af en overgangsperiode på et år samt til Grækenland i form af en overgangsperiode på to år. Direktivet kræver til at begynde med liberalisering af ca. 25 pct. af markedet, og dette tal skal stige til ca. en tredjedel inden 2003. Nogle eurolande har imidlertid allerede mere end opfyldt disse krav. Den 10. august 2000 er fastsat som tidsfrist for gennemførelsen af direktivet om det indre marked for gas i EU-landene. Ifølge direktivet skal mindst 28 pct. af markedet være frit inden 2003, og dette tal skal stige til 33 pct. inden 2008.

Det er endnu vanskeligt at se tydelige tegn på et omsiggribende nedadrettet pres på priser eller avancer på energimarkederne i euroområdet. Det skyldes delvis, at liberaliseringsprocessen på energimarkedet kun lige er begyndt i de fleste eurolande. Prisudviklingen inden for denne sektor kan desuden være kraftigt påvirket af andre faktorer, såsom prisændringer i forbindelse med primært brændstof, regeringsindgreb eller energiafgifter. Ikke desto mindre tyder de varierende elpriser i euroområdet på, at der er gode muligheder for prisfald. Således begyndte elektricitetspriserne i nogle lande, specielt i Tyskland, at falde mod slutningen af 1999. De lavere priser skyldes ikke kun den egentlige konkurrence. I visse lande, som kun delvis har åbnet deres markeder, er forbrugerpriserne reduceret som følge af de forventede ændringer i udbud og efterspørgsel i forbindelse med et fremtidigt frit marked.

Mens effekten af liberaliseringen og den øgede konkurrence har været tydeligst i tele- og elektricitetssektoren, vil denne effekt sandsynligvis i de kommende år også slå igennem i andre sektorer, såsom gas- og transportmarkedet.

et nedadrettet pres på avancerne i visse sektorer – tydeligst i telesektoren – som følge af liberalisering. (Disse virkninger behandles mere indgående i boks 3).

Opsving i enhedslønomkostningerne, men moderate underliggende lønstigninger

År-til-år stigningen i enhedslønomkostningerne skønnes at være 1,6 pct. i 2. kvartal 1999 i modsætning til 1998, hvor de i gennemsnit var uændrede (se tabel 1). Stigningen afspejlede hovedsagelig en lavere produktivitetsvækst i forbindelse med den aftagende aktivitet i euroområdet i 1998 samt en vis stigning i den nominelle lønsum pr.

ansat. Desuden udviste år-til-år stignings-takten i de samlede timelønomkostninger en opadgående tendens og var 2,4 pct. i 3. kvartal. På baggrund heraf medførte en stærkere produktivitetsvækst i 3. kvartal i forbindelse med det gradvise konjunkturopsving et fald i år-til-år stignings-takten i enhedslønomkostningerne til 0,7 pct. Avancerne skønnes at være faldet marginalt i 1999 i forhold til 1998. Dette forklares ved den ovennævnte stigning i enhedslønomkostningerne og højere priser på energi og råvarer, undtagen olie (hvilket fx afspejles i priserne på halvfabrikata). I nogle sektorer kan konkurrenceforholdene som nævnt ovenfor også have afholdt virksomheder fra at overføre øgede råvareomkostninger til forbrugerpriserne.

4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked

Væksten i realt BNP tiltog efterhånden i 1999

Den økonomiske aktivitet i euroområdet i 1999 var præget af en gradvis stigning i produktionsvæksten efter nedgangen i løbet af 1998. I tilbageblik var de negative virkninger af krisen i de nye vækstøkonomier på væksten i euroområdets aktivitet tilsyneladende ret kortvarige og begrænsede. Efterårets prognoser for væksten i realt BNP i 1999 og 2000 blev overvejende justeret lidt op i forhold til de tidligere prognoser fra foråret 1999 som udtryk for de forbedrede udsigter for vækst i løbet af året.

I henhold til Eurostats estimater for euroområdet lå væksten i realt BNP i 1999 som helhed på 2,2 pct., dvs. et klart fald fra 2,8 pct. året før (se tabel 2). Denne vækstrate for året som helhed dækker dog over en stigning i den årlige vækst fra 1,7 pct. til 2,7 pct. mellem 1. og 2. halvår 1999. Den økonomiske ekspansion er således tiltaget ret hurtigt til et

niveau, der antages at kunne fastholdes på mellemlangt sigt (2-2½ pct.). Den stærke dynamik i 2. halvår 1999, som kom til udtryk i en kvartalsvis real BNP-vækst på ca. 1 pct., forventes at fortsætte i 2000. De enkelte medlemslandes vækstniveauer var ret divergerende, men ifølge prognoserne mindskes vækstforskellene i 2000 (se boks 4).

Overgangen til det nye europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95) øgede i 1999 den normale usikkerhed om BNP-estimer. Overgangen som sådan betød en klar forbedring af metoder og dataenes sammenlignelighed, hyppighed og aktualitet, men den praktiske gennemførelse var præget af uventede forsinkelser, og data frigivet i 1999 viste større justeringer end forventet. Givet den relativt korte erfaring med de nye ENS95-metoder kan data i fremtiden fortsat blive justeret med tilbagevirkende kraft på grund af overgangen. Nyere BNP-data skal derfor fortolkes med en vis forsigtighed.

Tabel 2

Sammensætningen af vækst i realt BNP i euroområdet

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

	Årlig vækst ¹⁾								Kvartalsvis vækst ²⁾				
	1997	1998	1999	1998 4.kvt.	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.	1998 4.kvt.	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.
Realt bruttonationalprodukt	2,3	2,8	2,2	2,0	1,7	1,8	2,3	3,1	0,2	0,6	0,5	1,0	0,9
heraf:													
Indenlandsk efterspørgsel	1,7	3,4	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	3,0	0,8	0,9	0,4	0,6	1,1
Privat forbrug	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,6	0,6	0,7	0,3	0,7	0,8
Offentligt forbrug	0,7	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	0,2	0,3
Faste bruttoinvesteringer	2,2	4,4	4,5	3,8	3,6	5,1	4,8	4,6	0,6	1,6	0,7	1,7	0,5
Lagerændringer ³⁾⁴⁾	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Nettoeksport ³⁾	0,6	-0,5	-0,5	-1,1	-1,0	-0,9	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,4	-0,1
Ekspost ⁵⁾	10,1	6,7	3,9	2,0	0,7	2,1	5,2	7,7	-0,9	0,4	2,4	3,3	1,4
Import ⁵⁾	8,7	9,1	5,7	5,6	4,0	5,0	6,4	7,5	0,7	1,4	2,1	2,1	1,8

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Årlig vækst; ændring i pct. i forhold til samme periode året før.

2) Kvartalsvis vækst; ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal.

3) Som et bidrag til væksten i realt BNP; i procentpoint.

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

Boks 4

Vækst- og inflationsforskelle i euroområdet

I 1999 var der betydelige forskelle i både vækstrater og inflationstakter mellem de enkelte eurolande (se tabellen nedenfor). Ifølge de foreliggende prognoser fra store internationale institutioner, såsom Europa-Kommissionen, forventes vækst- og inflationsforskellene at blive en del mindre i løbet af de næste to år. Set i lyset af erfaringerne fra andre store fælles valutaområder, fx USA, er der dog ingen grund til at forvente, at forskellene i fremtiden forsvinder helt.

Vækst i realt BNP og HICP-inflation i eurolandene

(Ændringer i pct. år/år)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
Realt BNP											
1998	2,7	2,2	4,0	3,2	8,9	1,5	5,0	3,7	2,9	3,8	5,0
1999	2,3	1,5	3,7	2,7	9,4	1,4	5,0	3,5	2,2	2,9	3,5
HICP											
1998	0,9	0,6	1,8	0,7	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	1,4
1999	1,1	0,6	2,2	0,6	2,5	1,7	1,0	2,0	0,5	2,2	1,3

Kilder: Eurostat og nationale data.

Hvad angår den seneste udvikling i væksten i realt BNP, skønnes det, at de højeste vækstrater i 1999 er registreret i Irland (9,4 pct.), Luxembourg (5,0 pct.), Spanien (3,7 pct.) samt Finland og Holland (begge 3,5 pct.). Væksten i Portugal (2,9 pct.) og Frankrig (2,7 pct.) var også højere end vækstraten for euroområdet som helhed. I Italien (1,4 pct.) og Tyskland (1,5 pct.) var væksten derimod betydelig lavere end for euroområdet som helhed. Faktisk blev vækstforskellene mellem eurolandene reduceret (baseret på ikke-vægtede standardafvigelser) i 1999. Mens væksten var dæmpet i de fleste eurolande, var afdæmpningen generelt mest mærkbar i de lande, som udviste den højeste vækstrate i 1998. Der forventes en afdæmpet vækst i den indenlandske efterspørgsel i en række af de hurtigtvoksende økonomier i de kommende år. I den kommende periode forventes der desuden yderligere konvergens i vækstraterne som følge af en vækststigning – fra 2. halvår 1999 – i de lande, som har en langsommere vækst.

Det bør tages i betragtning, at vækstforskelle mellem eurolandene afspejler forskellige langsigtede tendenser samt konjunkturforskelle (se artiklen „Udviklingen på længere sigt og konjunkturmæssige variationer i vigtige økonomiske indikatorer i eurolandene“ i ECB Månedsoversigt for juli 1999). Højere vækstrater er især registreret i nogle af de lande, som er i færd med at „indhente“ de andre. Vækstforskellene kan også afspejle fremskridt inden for gennemførelse af strukturreformer. I andre tilfælde kan landene befinde sig på forskellige stadier i konjunkturforløbet eller i større eller mindre omfang have reageret på nedgangen i verdensøkonomien 1997-98. Ud fra et historisk perspektiv ligger omfanget af de seneste forskelle tilsyneladende meget tæt på de tidligere registrerede forskelle.

Inflationsforskellene har været mindre markante, og den nuværende spredning i inflationstakten er faldet betydeligt i forhold til starten af 1990'erne. I Irland steg forbrugerpriserne, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), med 2,5 pct. i 1999; stigningen i HICP i både Spanien og Portugal var 2,2 pct. og i Holland 2,0 pct. De mindste stigninger registreredes i Østrig (0,5 pct.), Tyskland og Frankrig (begge 0,6 pct.). Fremover kan der forventes yderligere konvergens i inflationstakterne. Inflationsforskellene i euroområdet blev behandlet i ECB Månedsoversigt for oktober 1999 (se artiklen „Inflationsforskelle i en monetær union“). En række faktorer kan medføre forskelle i prisudviklingen mellem lande: Anvendelse af forskellige vægte i sammensætningen af de nationale HICP-komponenter; en proces med priskonvergens (som følge af Den Monetære Union og øget prisgennemsigtighed); „catching-up“-effekter. Divergens i prisudviklingen kan desuden tilskrives eksisterende konjunkturforskelle, som medfører varierende efterspørgsel og lønpres. Endvidere kan forskellige grader af fleksibilitet på de nationale produkt- og arbejds-

markeder forstærke prisforskellene. USAs erfaringer bekræfter, at der er inflationsforskelle i en monetær union og indikerer, at de seneste inflationsforskelle mellem eurolandene heller ikke er usædvanligt store.

Som tidligere anført, kan strukturelle ændringer, ikke mindst i forbindelse med euroens indførelse, fremover medføre vækst- og inflationsforskelle mellem eurolandene. Omfanget af vedvarende og tiltagende forskelle mellem eurolandene overvåges tæt af ECB. Eurosystemets pengepolitik er imidlertid baseret på udviklingen i euroområdet som helhed. Såfremt omstændighederne kræver en politisk reaktion, skal dette ske i form af andre, nationale politiktiltag (på samme måde som de regionale forhold hidtil har været reguleret af andre politiktiltag end pengepolitiske tiltag). Spørgsmålet om arbejdskraftens forholdsvis lave bevægelighed i euroområdet (og i de enkelte lande), og at den sandsynligvis ikke bliver en vigtig reguleringsmetode, har været genstand for megen diskussion. Det er derfor vigtigt at øge arbejdsmarkedets fleksibilitet. Finanspolitik kan også komme til at spille en vigtig rolle i forbindelse med håndteringen af stød i de enkelte lande. Dette er imidlertid baseret på opnåelse af tilstrækkelige sikkerhedsmarginer i henhold til stabilitets- og vækstpacten. Alt i alt understreger forskellene i eurolandenes økonomiske udvikling, at der er behov for strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne og for budgetkonsolidering.

Ret robust indenlandsk efterspørgsel, men overordnet dynamik bestemt af nettoeksporten

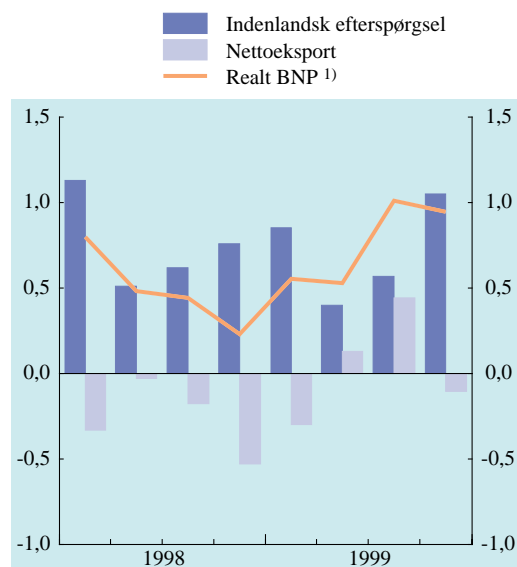
Med hensyn til BNPs hovedkomponenter er væksten i 1999 præget af to nøglefaktorer. For det første forklarer den robuste vækst i den endelige indenlandske efterspørgsel en stor del af, hvorfor aktivitetsnedgangen mellem 1998 og 1999 i sidste ende var mindre udtalt end nedgangen fra 1995 til 1996. For det andet skyldtes konjunkturedgangen i slutningen af 1998 forringede muligheder for eksport til tredjelande, ligesom opsvinget i euroområdets vækst i 1999 hovedsagelig afspejlede den forbedrede udenrigshandel. I løbet af året blev den indenlandske efterspørgsels bidrag til væksten i realt BNP mere og mere positiv, mens nettoeksportens bidrag også viste en tendens til forbedring (se figur 9).

Med et negativt bidrag til væksten i BNP på 0,5 procentpoint lagde nettoeksporten en dæmper på væksten for 1999 som helhed, mens den kvartalsvise udvikling viser, at vækstbidraget igen blev positivt i 2. og 3. kvartal. Bortset fra en stabilisering og gradvis stigning i den udenlandske efterspørgsel afspejler denne forbedring også til dels en stigning i priskonkurrenceevnen. Mens de negative virkninger af krisen i de nye vækstøkonomier på den indenlandske aktivitet

blev forstærket af euroens høje værdi ved årsskiftet 1998/1999, virkede euroens fald hen imod midten af 1999 fremmende på euroområdets eksport. Væksten i eksport af varer og tjenesteydelser tiltog således kraftigt og overhalede importvæksten i 2. og 3. kvartal 1999.

Figur 9
Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP i euroområdet

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



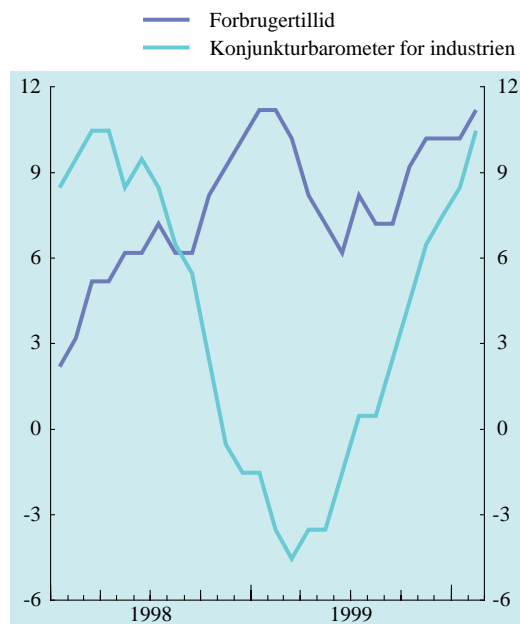
Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

Figur 10

Tillidsindikatorer for euroområdet

(Nettotal; månedlige data; korrigeret for gennemsnit)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometer.

Anm.: De viste tal er beregnet som afvigelser fra gennemsnittet for perioden siden januar 1985.

Den indenlandske efterspørgsel forblev ret robust i 1999 med en årlig stigningstakt på ca. 3 pct. i hvert kvartal. Den stærke vækst i den indenlandske efterspørgsel kan overvejende tilskrives en ret vedvarende vækst i det private forbrug. Forbrugertilliden, der nåede sit højeste niveau nogensinde i begyndelsen af 1999, lå hele året et godt stykke over trenden. Det høje niveau af forbrugertillid og den dermed forbundne robuste vækst i forbruget skyldtes den fortsat stærke vækst i beskæftigelsen og tiltagende reallønsvækst i et miljø præget af lave realrenter og prisstabilitet. De lave renter samt det forholdsvis optimistiske aktie- og boligmarked kan have virket fremmende på væksten i udlån og dermed på husholdningernes forbrug. Det offentlige forbrug voksede kun moderat i 1999. Det afspejler de fleste medlemslandes fortsatte behov for yderligere konsolidering af de offentlige finanser og ønsket om at nedbringe den offentlige sektors relative vægt i økonomien.

Hvad angår investeringskomponenterne i BNP, var kapitalakkumuleringen i 1999 som helhed tilsyneladende stort set upåvirket af

nedgangen i den samlede efterspørgsel, dvs. indenlandsk efterspørgsel plus eksport. De faste bruttoinvesteringer steg i 1999 med i alt 4,5 pct. og dermed med ca. samme takt som i 1998. En række faktorer har bidraget til denne udvikling. Virkningerne af den negative efterspørgsel var ganske kortvarige, hvilket afspejledes i stigningen i konjunkturbarometeret for industrien efter 1. kvartal 1999. Det har tilsyneladende begrænset den negative indvirkning på erhvervsinvesteringerne. Især kan nævnes, at kapacitetsudnyttelsen i fremstillingssektoren, som er en indikator for efterspørgselspres i forhold til udbudskapacitet, ikke faldt under gennemsnittet på langt sigt i 1999 og signalerede således ikke overskudskapacitet. Et vigtigt incitament til fortsatte investeringer, ikke kun for erhvervslivet, men også på boligområdet, var sandsynligvis de lave realrenter i størstedelen af 1999. Hvad angår den anden investeringskomponent, bidrog lagerændringer lidt i positiv retning til væksten i reelt BNP i 1999. Den begrænsede virkning kan forklares ved, at væksten i reelt BNP fortsat lå forholdsvis højt, og at virksomhederne øgede deres lagerbeholdninger, om end langsommere, for at bevare det ønskede forhold mellem lagerbeholdninger og produktion. I lyset af den statistiske usikkerhed i forbindelse med beregning af lagerændringer i nationalregnskaberne er det ikke muligt at foretage en detaljeret vurdering af de mere specifikke virkninger på lagerudviklingen i 1999, fx virkninger, der angiveligt skyldes år 2000-fænomenet.

Konjunkturmønstret tydeligst i industrisektoren

På sektorniveau var både den aftagende og efterfølgende tiltagende vækst i den samlede aktivitet overvejende koncentreret i industrisektoren, mens servicesektorerne tilsyneladende viste en mere stabil udvikling. Det afspejler den udenlandske efterspørgsels forholdsvis store betydning for produktionen i fremstillingssektoren og den indenlandske efterspørgsels forholdsvis store betydning for servicesektorerne. Sektorenes forskellige vækstmønstre kom til udtryk i konjunktur-

barometeret for industrien og forbrugertilliden (se figur 10). Faldet i forbrugertilliden fra toppunktet i begyndelsen af 1999 var kun begrænset og kortvarigt, og indikatoren lå et godt stykke over gennemsnittet på langt sigt. Konjunkturbarometeret for industrien viste derimod en mere langvarig nedgang, der startede i begyndelsen af 1998, og faldt under gennemsnittet på langt sigt i 1. halvår 1999. Begge indikatorer steg igen i løbet af året, og ved udgangen af 1999 var de næsten tilbage på deres tidligere højeste niveau.

Industriproduktionen faldt fortsat indtil begyndelsen af 1999, hvorefter den begyndte at udvise positive vækstrater. I 1. kvartal lå produktionen i gennemsnit allerede højere end i 4. kvartal 1998. Produktionsvæksten tiltog efter sommermånederne, men ved årets udgang var vækstraten noget lavere end i tidligere opsvingsperioder. Det er dog sandsynligt, at produktionsdata for 4. kvartal 1999 skal opjusteres i henhold til oplysninger, som først forelå efter frigivelsen af produktionsdataene for december 1999. I lyset heraf var den samlede stigning i industriproduktionen i 1999 under 2 pct. (se tabel 3). Væksten var stærkest inden for produktion af varige forbrugsgoder, hvor den nåede 2,3 pct. for

året som helhed. Produktionen i disse industrigrupper nød sandsynligvis godt af en række faktorer foruden den fortsat kraftige efterspørgsel fra forbrugerne generelt. Især satte liberaliseringen af telemarkederne og fremskridt inden for internetteknologi skub i produktionen af det relevante udstyr. Inden for produktion af kapitalgoder indtraf omsvinget i produktionsvæksten noget senere end i andre industrigrupper, og den samlede vækst i 1999 var 1,5 pct. Endelig satte opsvinget inden for produktion af halvfabrikata ind lidt tidligere end i andre dele af fremstillingssektoren, men det udviklede sig kun gradvis, og produktionsvæksten nåede ikke over 1,5 pct. i 1999.

Det eksterne miljøes samlede negative indvirkning på aktiviteten i euroområdet var begrænset og kortvarig i 1999. Opsvinget i den samlede aktivitet i løbet af året kunne overvejende tilskrives tiltagende vækst i eksporten og afspejlede med hensyn til sektorudvikling hovedsagelig den stigende industriproduktion. Dette kan sammen med den ret vedvarende stigning i den indenlandske efterspørgsel og i servicesektorens produktion siges at udgøre grundlaget for en bredt funderet vækst i 2000.

Tabel 3

Industriproduktionen i euroområdet

(Ændring i pct.)

	Årlig vækst ¹⁾					Kvartalsvis vækst ²⁾							
	1997	1998	1999	1998 4.kvt.	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.	1998 4.kvt.	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.
Industri i alt, ekskl. byggeri	4,4	4,1	1,6	1,6	0,5	0,4	2,1	3,3	-0,2	0,2	0,5	1,4	1,1
Fremstilling	5,0	4,6	1,6	1,4	0,2	0,3	2,1	3,6	-0,8	0,5	0,6	1,8	0,8
<i>fordelt på vigtigste industrigrupper:</i>													
Halvfabrikata	5,4	3,7	1,5	0,3	-0,1	0,2	2,7	3,6	-0,2	0,4	0,7	1,5	1,0
Kapitalgoder	5,0	6,8	1,5	4,3	1,1	-0,3	1,3	3,6	0,0	-0,2	0,3	1,5	1,3
Forbrugsgoder	2,7	3,1	1,7	1,3	1,1	1,2	2,0	2,5	-0,4	0,6	0,7	1,2	0,0
Varige forbrugsgoder	2,8	6,4	2,3	4,6	1,9	2,8	2,3	2,4	0,3	-0,3	1,4	1,6	0,1
Ikke-varige forbrugsgoder	2,6	1,5	1,5	-0,3	0,8	0,1	2,3	2,6	0,2	0,4	0,3	1,0	0,4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

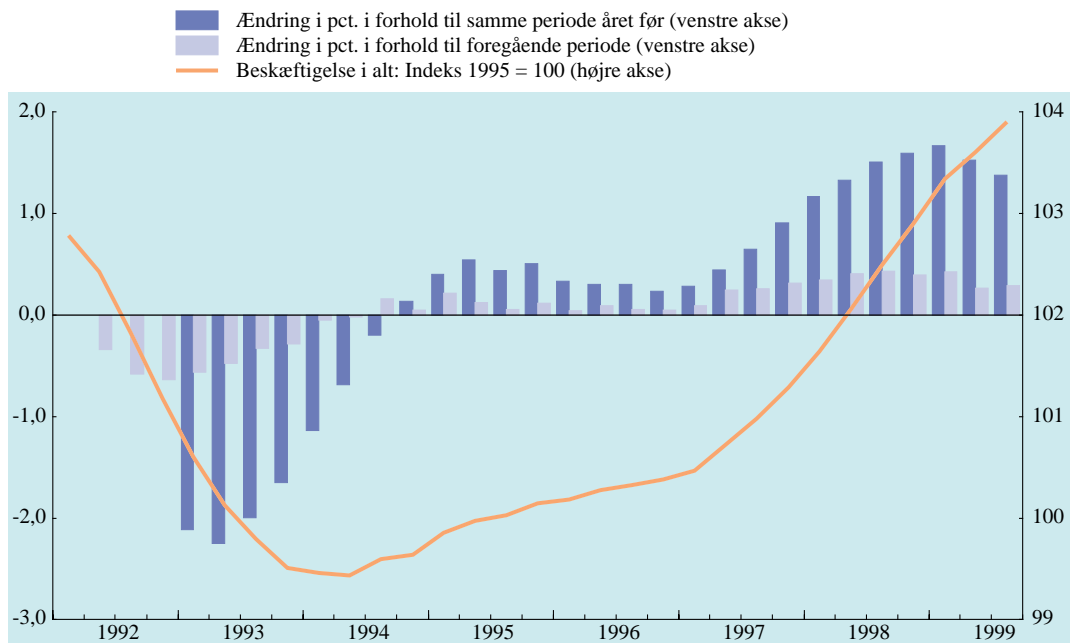
1) Årlig vækst; ændring i pct. i forhold til samme periode året før beregnes ved hjælp af data korrigeret for antal arbejdsdage.

2) Kvartalsvis vækst; ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal beregnes ved hjælp af sæsonkorrigerede data, som også er korrigeret for antal arbejdsdage.

Figur 11

Samlet beskæftigelse i euroområdet ¹⁾

(Kvartalsvise data; sæsonkorrigeret)



Kilder: Nationale data (ekskl. Belgien og Irland) og ECBs beregninger.

1) De nationale data i beregningen af konjunkturbarometeret for euroområdet vedrører om muligt den samlede beskæftigelse (ansatte og selvstændige) inden for alle sektorer, undtagen militæret. I Holland vedrører disse data kun ansatte

Fortsat beskæftigelsesvækst i 1999

Ifølge nationale data skønnes beskæftigelsen i euroområdet i 1999 at være steget med stort set samme takt som i 1998, dvs. 1,4 pct. Det tyder på, at den samlede beskæftigelsesvækst i gennemsnit ikke blev påvirket af konjunkturunedgangen omkring årsskiftet 1998/1999, men virkningen heraf fremgår dog tydeligt af det kvartalsvise vækstmønster. Mønstrer viser et lille fald i den kvartalsvise vækstrate i 1. halvår 1999 i modsætning til den gradvise stigning året før (se figur 11).

Mønstrer i den samlede beskæftigelsesvækst afspejler overvejende udviklingen i industri-beskæftigelsen, hvor væksten var negativ i de første to kvartaler i 1999. Det mere udtalte mønster i industrisektoren kan tilskrives, at industrisektoren er langt mere følsom over for den eksterne udvikling end andre sektorer i økonomien. I 1999 faldt beskæftigelsen i industrien som helhed. Det kan derfor

konkluderes, at det må skyldes beskæftigelsesvækstens vedvarende styrke i økonomiens øvrige sektorer, navnlig servicesektoren, at nedgangen i den økonomiske aktivitet kun havde meget begrænset indvirkning på den samlede beskæftigelsesvækst i 1999. Den fortsatte vækst i den indenlandske efterspørgsel har fremmet beskæftigelsesudviklingen i denne sektor, som er mere arbejdskraftintensiv end industrisektoren.

Andre faktorer, der også kan forklare beskæftigelsesudviklingen i euroområdet i 1999, er bl.a., som nævnt i afsnit 3 ovenfor, den gunstige udvikling i arbejdskraftsomkostningerne som følge af de stadig moderate lønstigninger og nedskæringerne i andre arbejdskraftsomkostninger end løn. Desuden søgte regeringerne med deres politik at øge arbejdsmarkedets strukturelle smidighed, ligesom jobskabelsesprogrammerne bidrog til beskæftigelsesvæksten i 1999.

Fortsat gradvist fald i arbejdsløsheden

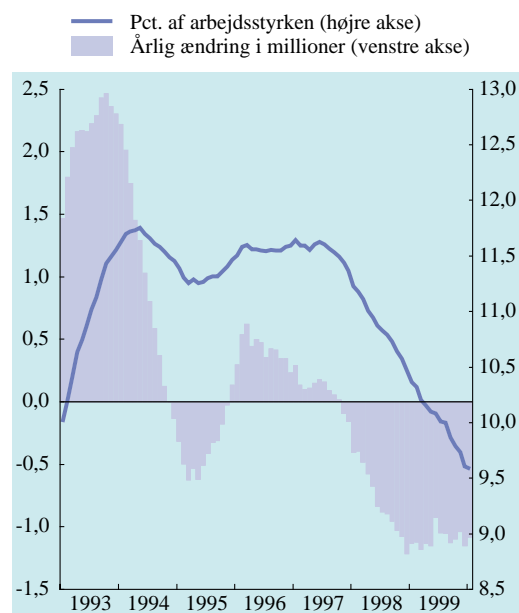
Den standardiserede arbejdsløshedsprocent faldt fortsat i 1999, stort set i overensstemmelse med tendensen i 1998 (se figur 12). Ved årets udgang var arbejdsløshedsprocenten 9,6 pct., dvs. 0,9 procentpoint lavere end i december 1998. I gennemsnit faldt antallet af arbejdsløse med ca. 1 million i 1999 (i forhold til et fald på 785.000 i 1998) til 12,9 millioner, hvilket er det laveste niveau siden 1992. Ligesom i 1998 begrænsede stigningen i arbejdsstyrken, der fulgte den konstante nettojobskabelse i 1999, tilsyneladende beskæftigelsesvækstens indvirkning på arbejdsløsheden en del (se tabel 4). Arbejdsstyrken skønnes at være vokset med samme takt som i de foregående tre år, dvs. med 0,6 pct., hvilket er 0,4 procentpoint højere end den gennemsnitlige stigningstakt tidligere i 1990'erne. Den stærkere vækst kan til dels skyldes en forbedring i beskæftigelsessituationen i de senere år, der kan have tilskyndet flere til at komme ind på eller vende tilbage til arbejdsmarkedet.

Når man ser på udviklingen i løbet af 1999, aftog faldet i arbejdsløshedsprocenten en del i løbet af sommermånederne. Det afspejlede den negative virkning af den midlertidige nedgang i den økonomiske aktivitet ved årsskiftet 1998/1999. Fra september fortsatte arbejdsløshedsprocenten dog sit fald som

Figur 12

Arbejdsløshed i euroområdet

(Månedlige data)



Kilde: Eurostat.

reaktion på en styrkelse af den økonomiske aktivitet.

Fordelingen efter alder viser, at arbejdsløshedsprocenten faldt for både unge og gruppen på over 25 år. Faldet var dog større for førstnævnte (fra 20,7 pct. til 18,3 pct. mellem udgangen af 1998 og udgangen af 1999) end for sidstnævnte (fra 9,1 pct. til 8,6

Tabel 4

Udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet

(Ændring i pct. år/år og pct.)

	1997	1998	1999	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				3.kvt.	4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	
Arbejdsstyrken	0,7	0,6	.	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	.	
Beskæftigelse	0,6	1,4	.	0,6	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,5	1,4	.	
Industri i alt	-1,3	0,2	.	-1,2	-0,5	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	.	
Arbejdsløshed	0,6	-5,3	-7,8	0,7	-0,5	-2,8	-4,8	-6,2	-7,5	-7,7	-7,7	-7,9	-8,0	
Arbejdsløshedsprocent¹⁾														
I alt	11,5	10,9	10,0	11,6	11,4	11,2	10,9	10,8	10,6	10,3	10,1	10,0	9,7	
Under 25 år	23,2	21,2	19,1	23,1	22,6	21,8	21,4	21,1	20,7	20,0	19,3	18,9	18,3	
25 år og derover	9,9	9,4	8,8	9,9	9,9	9,7	9,5	9,3	9,1	9,0	8,9	8,7	8,6	

Kilder: Eurostat, nationale data og ECBs beregninger.

1) 1 pct. af arbejdsstyrken. Ifølge ILOs anbefalinger.

pct. i samme periode). Endelig mindskedes spredningen i de enkelte landes arbejdsløshedsprocenter i løbet af året på grund af

konjunkturmæssige forhold og de langvarige virkninger af de strukturreformer, som visse lande har gennemført på arbejdsmarkedet.

5 Udviklingen i de offentlige finanser

Fortsat fald i underskud skyldes hovedsagelig konjunkturmæssige årsager og lavere rente- og afdragsomkostninger

Budgetstillingerne udviste fortsat en beskeden forbedring i 1999. Udsigterne til yderligere forbedring i budgetsaldoen forringedes i første del af 1999 på grund af en nedgang i den økonomiske vækst. Derefter, og især i 2. halvår, forbedredes de økonomiske forhold dog, og dette havde sammen med de forholdsvis lave renter en gavnlig indvirkning på de offentlige finanser. I det store og hele sås en forbedring i budgetstillingerne i hele euroområdet, hvor det offentlige underskuds gennemsnitlige andel af BNP faldt fra 2 pct. i 1998 til 1 1/4 pct. i 1999 (se tabel 5). Dette fald i underskudskvotienten skyldtes en lille nedgang i de offentlige udgifter i forhold til BNP og en lille stigning i de offentlige indtægters andel af BNP. Et mindre fald i underskudskvotienten var forventet tidligere på året, men resultatet var bedre end forudset, da de offentlige indtægter var højere end forventet. Det kan til dels tilskrives forbedrede økonomiske forhold. Desuden medførte en revidering af budgetresultatet for 1998 en bedre udgangsposition for 1999 end forventet. Den offentlige bruttogælds andel af BNP i euroområdet faldt lidt i 1999.

I betragtning af, at finanspolitikken er det enkelte medlemslands ansvar, ville en vurdering alene af tallene for euroområdet medføre, at vigtige forskelle mellem de enkelte landes offentlige finanser blev ignoreret. Fire lande havde et budgetoverskud i 1999 (Irland, Luxembourg, Holland og Finland). Bortset fra Holland ligger disse lande også et godt stykke under referenceværdien for den offentlige gæld på 60 pct. af BNP. Det lykkedes Holland og Finland at forbedre deres budgetsaldo og nedbringe deres gældskvoti-

enter yderligere i 1999. Luxembourg angav en meget lav offentlig gæld på 6,2 pct. af BNP. To lande – Italien og Belgien – registrerede gældskvotienter på over 110 pct. af BNP, men de faldt yderligere. Italien viste en forbedring af underskudskvotienten fra 2,8 pct. i 1998 til 1,9 pct. i 1999, mens Belgiens underskudskvotient forblev stort set konstant på 1 pct. Alle de øvrige lande havde underskudskvotienter på op til 2 pct. i 1999 og gældskvotienter et stykke under (Frankrig og Portugal) eller lidt over de 60 pct. af BNP (Tyskland, Spanien, Holland og Østrig). Budgetsaldoen som andel af BNP var stort set stabil i Belgien, Irland og Portugal mellem 1998 og 1999, hvorimod der skete større fremgang i de resterende lande, undtagen Luxembourg, hvor budgetoverskuddets andel af BNP faldt. Tre lande viste stigende gældskvotienter (Tyskland, Østrig og Portugal).

En vurdering af regeringernes underliggende budgetstillinger skal dog tage behørigt højde for både konjunkturudviklingen og andre faktorer, som regeringerne ikke har direkte indflydelse på. I den forbindelse er de offentlige finanser i euroområdet tilsyneladende fortsat overvejende styret af økonomiske forhold og faldende rente- og afdragsomkostninger. Europa-Kommissionens estimer viser kun en marginal forbedring i den konjunkturkorrigerede primære balancekvotient (dvs. budgetsaldoen minus rentebetalingen på den offentlige gæld, korrigeret for konjunkturpåvirkninger) for euroområdet som helhed i 1999. Konsolideringstiltagene synes således ikke at have bidraget aktivt til at forbedre de underliggende budgetstillinger i 1999. Det fremgik allerede tydeligt i 1998, selv om den stærke vækst havde givet mulighed for at fremskynde reduktionen af den strukturelle ubalance i mange medlemslande.

Mens de faldende rente- og afdragsomkostninger havde stor indflydelse på de overordnede budgetstillinger, forbedredes det primære overskuds gennemsnitlige andel af BNP kun lidt i 1998 og 1999. Det bør især nævnes, at de primære overskudskvotienter faldt i Belgien og Italien i 1999, hvor de høje offentlige gældskvotienter kræver forholdsvis ambitiøse budgetmålsætninger med henblik på en hurtig nedbringelse af gælden. Data tyder dog på, at der stadig er behov for betydelige fremskridt i denne henseende i de eurolande, som har de højeste gældskvotienter.

Med hensyn til udviklingen i den offentlige gæld har de særlige gældsjusteringer i ikke ubetydelig grad bidraget til at ændre gældskvotienterne i euroområdet, hvilket allerede var tilfældet i de foregående år. Disse justeringer påvirker ikke underskudskvotienten, men derimod størrelsen af den offentlige gæld. De nedbringer den offentlige gæld, fx ved privatisering, som de fleste regeringer i euroområdet benyttede sig af i 1999 og tidligere. I nogle få andre tilfælde har fx tilskud til offentlige virksomheder og kursregulering af gæld i udenlandsk valuta betydet, at den offentlige gæld var større, end budgetunderskuddet gav anledning til at forvente.

Tabel 5

Den offentlige budgetstilling i euroområdet

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+) eller underskud (-)

	1996	1997	1998	1999
Euroområdet	-4,3	-2,6	-2,0	-1,2
Belgien	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9
Tyskland	-3,4	-2,6	-1,7	-1,2
Spanien	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
Frankrig	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8
Irland	-0,6	0,8	2,1	2,0
Italien	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9
Luxembourg	2,7	3,6	3,2	2,4
Holland	-1,8	-1,2	-0,8	0,5
Østrig	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0
Finland	-3,2	-1,5	1,3	2,3

Offentlig bruttogæld

	1996	1997	1998	1999
Euroområdet	75,2	74,6	73,0	72,2
Belgien	128,3	123,0	117,4	114,4
Tyskland	59,8	60,9	60,7	61,1
Spanien	68,0	66,7	64,9	63,5
Frankrig	57,1	59,0	59,3	58,6
Irland	74,1	65,3	55,6	52,4
Italien	122,1	119,8	116,3	114,9
Luxembourg	6,2	6,0	6,4	6,2
Holland	75,3	70,3	67,0	63,8
Østrig	68,3	63,9	63,5	64,9
Portugal	63,6	60,3	56,5	56,8
Finland	57,1	54,1	49,0	47,1

Kilder: Eurostat og ECB vedrørende aggregater for euroområdet.

Anm.: Data er baseret på ENS95.

Medlemslandenes konsolideringsstrategier

De fleste medlemslande har under de seneste drøftelser af deres finanspolitik gjort det klart, at de agter at konsolidere de offentlige finanser yderligere for at opnå en budgetstilling i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagten. Prognoserne for underskudskvotienterne i euroområdet viser således et fortsat, men dog langsomt, fald i 2000. De aktuelle budgetplaner viser desuden, at en yderligere nedbringelse af de offentlige underskud igen stort set kan forklares ved de gunstige økonomiske forhold og en løbende reduktion af rentebetalingernes andel af BNP.

Samtidig synes de finanspolitiske beslutningstagere i højere grad at foretrække en strategi, der går ud på at reducere ubalancen i budgetterne og sideløbende ændre de offentlige indtægters og udgifters størrelse og sammensætning. En række regeringer planlægger at udnytte de gunstige økonomiske udsigter til at indføre skattereformer for at fremme vækst og beskæftigelse samtidig med, at udgifterne holdes nede, så der skabes plads til yderligere reduktion af underskuddene. Som følge heraf viser prognoserne, at reduktionen af underskudskvotienterne i 2000 vil blive stimuleret af de offentlige udgifters lavere andel af BNP i næsten alle medlemslande, hovedsagelig på grund af lønbesparelser i den offentlige sektor og overførselsindkomster til husholdningerne. Samtidig forventes de offentlige indtægters andel af BNP at falde i 2000 som følge af planlagte eller allerede gennemførte reformer, der påvirker skatterne og de sociale bidrag. Skattereformer bør ikke gå ud over budgetmålsætningerne eller resultere i pro-cykliske impulser.

Ved udgangen af 1999 og i begyndelsen af 2000 indsendte medlemslandene opdaterede stabilitetsprogrammer for perioden indtil 2002/2003 til Europa-Kommissionen i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagten. I henhold til stabilitets- og vækstpagten er medlemslandene forpligtet til „at

efterleve den mellemfristede målsætning om en budgetstilling tæt på balance eller i overskud“. Denne målsætning „vil gøre det muligt for medlemsstaterne at klare normale konjunkturudsving, samtidig med at de holder underskuddet på deres offentlige finanser inden for referenceværdien på 3 pct. af BNP“. Ved udarbejdelse af mellemfristede målsætninger bør der også tages højde for andre faktorer, fx eventuelle fald i skatteindtægterne i fremtiden, budgetoverskridelser, behov for hurtig nedbringelse af gældskvotienterne i de lande, hvor de ligger over 60 pct., og udgifter i forbindelse med befolkningens aldring i fremtiden.

Ifølge de opdaterede stabilitetsprogrammer er udsigterne for den økonomiske vækst i 2000 og de efterfølgende år mindst lige så gunstige som i de oprindelige programmer. På baggrund heraf agter regeringerne at konsolidere de offentlige budgetstillinger yderligere på mellemlangt sigt. Den forventede nedbringelse af de offentlige underskuds- og gældskvotienter varierer fra land til land, og det samme gælder de budgetstillinger, der er sat som mål ved udgangen af perioden. En række regeringer planlægger i øjeblikket at nå budgetmål, som er noget mere ambitiøse end i de oprindelige programmer. De fleste lande forventer at opnå et underskud på under 0,5 pct. eller et budgetoverskud og en gæld på under 60 pct. af BNP inden 2002/2003. Samtidig planlægger de fleste regeringer at nedsætte skatterne. Belgien og Italien vil stadig have en offentlig gæld, som ligger tæt på 100 pct. af BNP.

Det bør bemærkes, at yderligere offentlige indtægter fra en større vækst end forventet (vækstdividende) normalt bør anvendes til hurtigere budgetkonsolidering i perioden frem for en lettelse af skattetrykket. Dette gælder især lande, hvor underskudskvotienten ikke ligger langt nok fra grænsen på 3 pct. af BNP, hvor den offentlige gæld stadig er høj, eller hvor økonomien er i fare for overopledning.

6 De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancen

Betydelig forbedring i det globale makroøkonomiske miljø

De globale økonomiske og finansielle forhold har vist en markant forbedring siden nedgangen i 1998, efterhånden som de fleste kriseramte økonomier i Asien begyndte at vise tegn på opsving i løbet af 1999, og verdensøkonomien syntes at opleve en konjunkturopgang. Udviklingen i nogle af de hårdest ramte lande har været langt gunstigere end forventet. De finansielle markeder har igen fået tillid til de fleste asiatiske vækstøkonomier, hvilket har medført en bedring af de monetære forhold og banet vejen for et økonomisk opsving. Samtidig har en stærkere økonomisk vækst end ventet i visse industrilande, navnlig USA, resulteret i en betydelig mere positiv vurdering af de globale udsigter.

De forbedrede økonomiske udsigter i 1999 blev delvis opvejet af en betydelig stigning i oliepriserne fra det meget lave niveau i slutningen af 1998 og begyndelsen af 1999, hvilket betød et omsving i en af de faktorer, som havde bidraget til den lave inflation i 1998. Råoliepriserne steg fra USD 11,5 pr. tønde i 1. kvartal 1999 til USD 26 i december 1999. Prisstigningerne skyldtes en kombination af OPECs beslutning om at reducere olieforsyningen og den øgede efterspørgsel, især i Asien. Virkningen af den stærke stigning i oliepriserne på den globale inflation blev dog til dels dæmpet af priserne på råvarer, undtagen olie, målt i amerikanske dollar, som aggregeret forblev stort set konstant i løbet af året og kun udviste et moderat opsving i de sidste to måneder af 1999. Stigningen i oliepriserne fortsatte i begyndelsen af 2000, og prisen lå på USD 31,9 pr. tønde ved denne årsberetnings afslutning.

I USA var den økonomiske udvikling fortsat karakteriseret ved kraftig produktionsvækst og produktivitet, faldende arbejdsløshed og dæmpet inflationspres i 1999. Væksten i realt BNP var stærk i løbet af året og varierede

mellem en sæsonkorrigeret kvartalsvis vækstrate på 0,5 pct. i 2. kvartal 1999 og 1,7 pct. i 4. kvartal. Som følge heraf oplevede økonomien i 1999 for tredje år i træk en samlet vækstrate på ca. 4 pct. Væksten kunne fortsat hovedsagelig tilskrives den store indenlandske efterspørgsel, især privatforbruget og erhvervslivets anlægsinvesteringer, mens nettoeksportens bidrag til væksten i BNP fortsat var stærkt negativ. USAs eksport viste mindre gode resultater i 1. halvår, men oplevede en markant forbedring i 2. halvår som reaktion på det hurtige opsving i den økonomiske vækst på verdensplan. Alligevel steg importen hurtigere end eksporten i 1999, hvilket øgede USAs handelsunderskud. Sidstnævnte medførte sammen med den løbende forværring af USAs balance for investeringsindkomst, at underskuddet på betalingsbalancen skønnes at være 3,6 pct. af BNP i 1999. Som følge af flere år med kraftig vækst faldt arbejdsløshedsprocenten yderligere til 4,1 pct., det laveste niveau siden slutningen af 1960'erne. Trods det stramme arbejdsmarked forblev inflationspreset dæmpet som følge af den kraftige stigning i arbejdskraftsproduktiviteten og den øgede konkurrence på produktmarkederne. Forbrugerprisinflationen steg til 2,2 pct. i 1999 fra 1,6 pct. i 1998, mens den underliggende inflation – uden de volatile komponenter, fødevarer og energi – var 2,1 pct. i gennemsnit i forhold til 2,3 pct. i 1998. For at modvirke den stigende inflationsrisiko, der kom til udtryk i den tiltagende stramhed på arbejdsmarkedet og det generelle efterspørgselspres, skærpede Federal Reserve fra sommeren sin pengepolitik ved gradvis at forhøje sit mål for fed funds-renten fra 4,75 pct. til 5,5 pct. ved udgangen af 1999, hvilket modvirkede rentenedsættelserne i efteråret 1998.

I Japan viste de økonomiske forhold en forbedring i 1. halvår 1999, men derefter igen en forværring i 2. halvår, hvilket tydede på, at der endnu ikke var tale om et bæredygtigt opsving. Som følge af en finanspolitisk eksplan-

sion på ca. 10 pct. af BNP i 1998 registreredes en positiv vækst i de offentlige investeringer, det private forbrug og boliginvesteringerne i 1. halvår 1999, mens erhvervslivets anlægsinvesteringer fortsat faldt og dermed fulgte en tendens, der startede i 1998. I 3. kvartal 1999, da virkningen af den finanspolitiske ekspansion aftog, blev væksten i de offentlige investeringer dog kraftigt nedjusteret, ledsaget af negativ vækst i forbrug og private investeringer. Nettoeksportens bidrag til væksten i BNP var noget negativ, men eksporten viste en forbedring i løbet af året trods den reale appreciering af den japanske yen med ca. 25 pct. I mellemtiden afspejlede den svage økonomiske aktivitet i et vedvarende prisfald, målt ved både forbrugerprisindekset (CPI) og engrosprisindekset (WPI), som i gennemsnit faldt med henholdsvis ca. 0,2 pct. og ca. 3,6 pct. i 1999, selv om de begge stabiliseredes i de sidste måneder af året. I 1999 understøttede pengepolitikken fortsat denne udvikling, idet Bank of Japan arbejdede med et operationelt mål (den usikrede dag-til-dag foliorente) på nul. Ved årets udgang havde den japanske regering vedtaget endnu en finanspolitisk pakke på ca. JPY 18 billioner (3,6 pct. af BNP), da opsvinget i det private forbrug stadig var trægt, og erhvervslivets investeringer fortsat var faldende.

De andre asiatiske økonomier oplevede i 1999 et bemærkelsesværdigt opsving, der var stærkere end forventet, efter den alvorlige økonomiske og finansielle krise i regionen året før. Økonomierne i Sydkorea, Malaysia, Singapore og Thailand opnåede alle høje reale vækstrater i 1999, og væksten kunne til at begynde med tilskrives nettoeksporten og senere det stærke opsving i den indenlandske efterspørgsel. I disse økonomier udviklede finansmarkederne sig mere og mere positivt i løbet af 1999. I Hongkong og Indonesien blev væksten dog kun lige positiv i 1999. Kina led fortsat under virkningerne af krisen i Asien i 1999. Den reale vækst faldt kun lidt til 7,2 pct., mens landet gennemførte betydelige strukturreformer.

I løbet af 1999 oplevede overgangsøkonomierne den russiske krises negative indvirkning

på investorernes tillid. Efter en kraftig nedgang i 1. kvartal 1999 forbedredes de generelle økonomiske udsigter dog hurtigt i Tjekkiet, Ungarn og Polen. I Rusland var økonomien fortsat påvirket af den politiske usikkerhed og svage økonomiske nøgletal, selv om der var visse positive signaler i den reale sektor, herunder en stigning i industriproduktionen. Som følge af denne udvikling skønnes væksten i realt BNP at være tiltaget med ca. 3 pct., hvilket var væsentligt mere end oprindeligt forudse efter et fald på næsten 5 pct. i 1998. I andre overgangsøkonomier, navnlig i de baltiske lande, aftog væksten kraftigt, da krisen i Rusland havde større indflydelse end forventet. Den politiske og økonomiske situation i Rumænien gav anledning til bekymring, da landets BNP i alt er faldet med 16 pct. siden 1997.

I Latinamerika var udsigterne med hensyn til vækst og finansiell stabilitet forbedret ved udgangen af 1999. Året startede uheldigt, da de fleste lande i regionen oplevede en konjunkturedgang efter krisen i Rusland i 1998. Den brasilianske valuta kom under stort pres, og landet opgav fastkurspolitikken i januar 1999. I sidste ende var konjunkturedgangen i Brasilien mindre alvorlig end frygtet, og afsmitningseffekterne af den brasilianske krise var begrænsede. Ved årets udgang var regionen som helhed på vej ud af lavkonjunktoren, selv om det økonomiske opsving fortsat var skrøbeligt i en række lande som følge af langsomme fremskridt inden for budgetkonsolidering og strukturreformer.

Euroen svækkedes i 1999

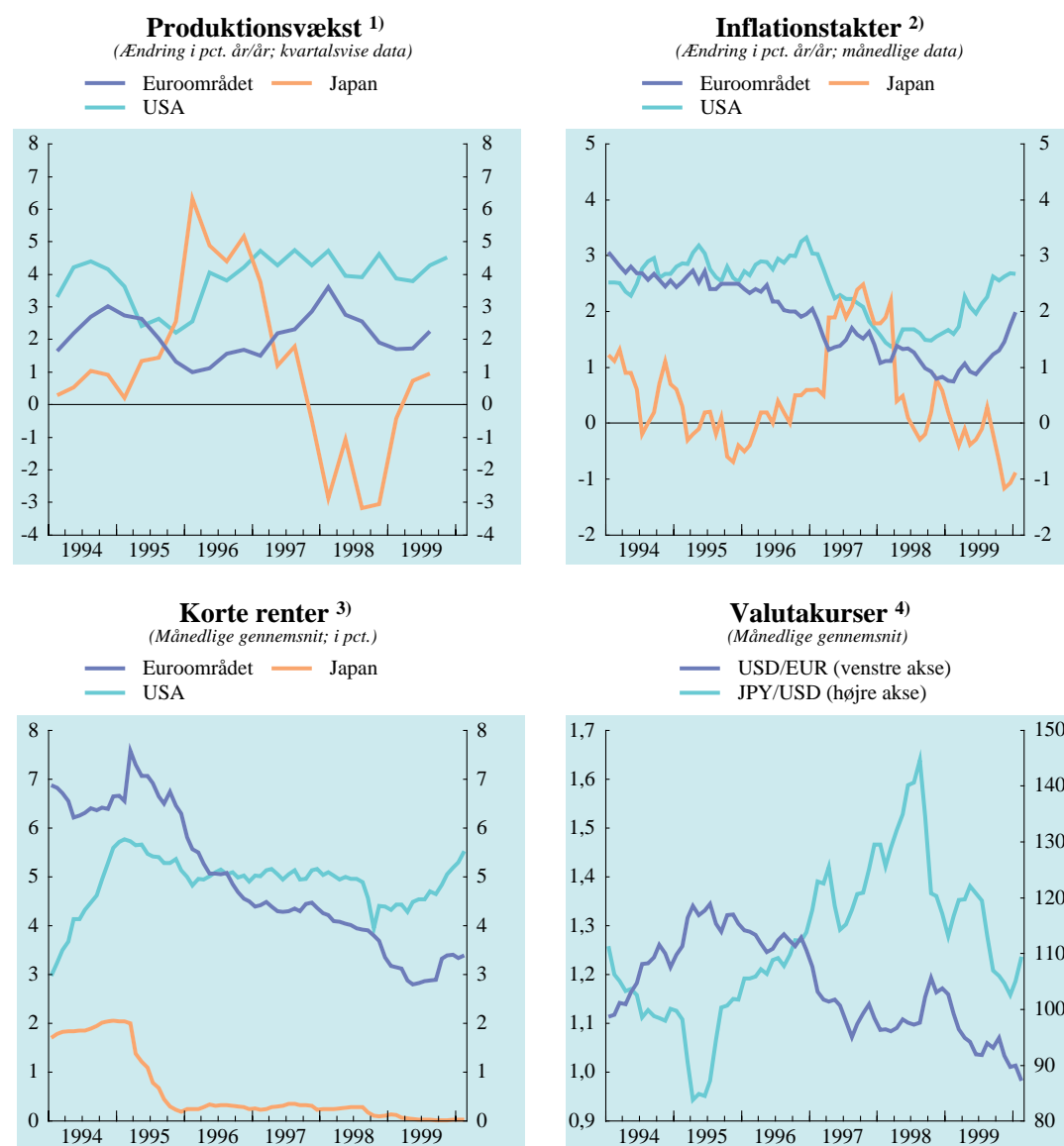
Eurokursen faldt over for de fleste af euroområdet handelspartners valutaer i 1999, navnlig de vigtigste valutaer, fx den amerikanske dollar, den japanske yen og det britiske pund. Den nominelle effektive eurokurs, vægtet over for euroområdet vigtigste handelspartners valutaer, faldt med ca. 8 pct. fra 1. til 4. kvartal 1999, og det nominelle effektive valutakursindeks lå i gennemsnit i 1999 på omkring 6 pct. under niveauet i 1998 (se figur 14). Euroens depreciering fortsatte i

begyndelsen af 2000, og i januar og februar 2000 lå det nominelle effektive valutakursindeks i gennemsnit 2,6 pct. lavere end 4. kvartal 1999 og 10,3 pct. lavere end 1. kvartal 1999.

I 1. halvår deprecierede euroen med ca. 12 pct. over for den amerikanske dollar. De vigtigste faktorer, der bidrog til dollarens styrkelse, var ændringerne i de økonomiske udsigter for henholdsvis USA og euroområdet samt den amerikanske økonomis resultater, der var bedre end forventet efter den

Figur 13

Udviklingen i de vigtigste industriland



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

1) Eurostats data er benyttet for euroområdet; for USA og Japan anvendes nationale data.

2) Data for euroområdet indtil 1995 er HICP-estimer baseret på nationale CPI-data; efter 1995 HICP-data.

3) Data for euroområdet er ECBs beregninger og gennemsnit af nationale 3-måneders interbankrenter, fra 1999 og fremefter anvendes 3-måneders EURIBOR-renter.

4) Indtil 1999 viser figuren for USD/EUR data for USD/ECU.

globale finanskrise i 2. halvår 1998. Der skete et omsving midt i juli, da de positive økonomiske indikatorer i euroområdet udløste et vist opsving i euroen, som blev yderligere stimuleret af forventninger om en nedgang i den amerikanske økonomi og risikoen for større justeringer på de amerikanske aktiemarkeder. Denne frygt blev dog mindre, da senere data viste vedvarende stærk vækst og dæmpet inflationspres i USAs økonomi. Ved udgangen af 1999 lå euroen på USD 1,005. Sammenhængen mellem de økonomiske resultater og kursbevægelserne fortsatte i begyndelsen af 2000, da euroen fortsat deprecierede over for den amerikanske dollar. Den 7. marts 2000 lå euroen på USD 0,959.

Blandt de vigtigste valutaer oplevede den japanske yen den mest markante appreciering i 1999, dog med en høj grad af volatilitet. Fra begyndelsen til slutningen af 1999 steg den japanske yen med 30 pct. over for euroen og med 11 pct. over for den amerikanske dollar. Denne styrkelse skete hovedsagelig på baggrund af et betydeligt overskud på betalingsbalancen og samtidig med et omsving i økonomien, der begyndte at udvise en lidt mere positiv vækst efter den relativt alvorlige konjunkturedgang i 1998. I overensstemmelse med denne vækstforbedring steg de lange nominelle renter i Japan fra lavpunktet på under 1 pct., som de nåede i 2. halvår 1998, til ca. 1,8 pct. ved årets udgang. Ved udgangen af 1999 lå euroen på JPY 102,73. Den japanske yen var fortsat forholdsvis volatil i begyndelsen af 2000 og viste ingen stærk, overordnet tendens. Den 7. marts 2000 lå euroen på JPY 103,00.

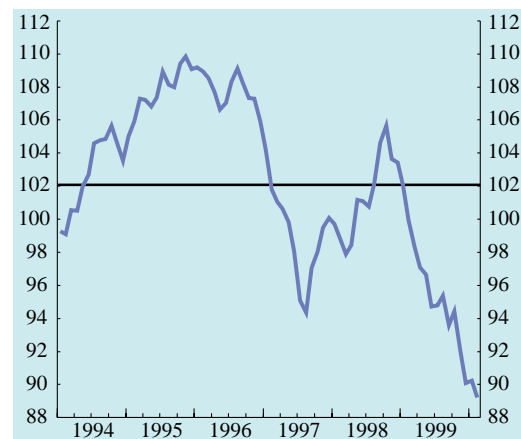
Mindre overskud på de løbende poster

Overskuddet på euroområdets betalingsbalances løbende poster faldt lidt til ca. 0,75 pct. af BNP i 1999 (€43,2 milliarder) fra ca. 1 pct. af BNP i 1998 (ECU 60,3 milliarder). Denne nedgang skyldtes et fald i overskuddet på varebalancen, som igen hovedsagelig kunne tilskrives en kraftig stigning i importværdien i løbet af året forårsaget af højere importpriser, især på energi (se boks 5), samt en lav

Figur 14

Nominel effektiv valutakurs¹⁾

(Månedlige gennemsnit; indeks 1. kv. = 100)



Kilde: ECB.

1) ECBs beregninger (se boks 5 i ECB Månedsoversigt for oktober 1999). En stigning i indekset er tegn på appreciering af euroen. Den vandrette linje er gennemsnittet for den viste periode (januar 1994-februar 2000).

eksportværdi i 1. halvår 1999 og i mindre grad forværringen af tjenestebalancen. Derimod registreredes mindre underskud på posterne løbende overførsler og løn- og formueindkomst i 1999.

I 1999 som helhed faldt overskuddet på varebalancen i euroområdet til €99,9 milliarder fra ECU 118,8 milliarder i 1998. I 2. halvår begyndte eksportværdien dog at udvise en stærkere underliggende vækst, hvilket afspejlede både en stigende udenlandsk efterspørgsel og en forbedret priskonkurrenceevne. Trods eksportstigningen i løbet af året steg importværdien fortsat hurtigere end eksportværdien. Det er tilsyneladende forbundet med de højere importpriser, der til dels skyldes de højere oliepriser og svækkelsen af euroen samt tegn på øget aktivitet i euroområdet i 2. halvår 1999.

Tjenestebalancen forværredes også i 1999 i forhold til 1998 til et underskud på €6,6 milliarder i slutningen af året. Større udgifter kombineret med stort set nulvækst i indtægterne er baggrunden for det øgede underskud på tjenestebalancen. Derimod faldt underskuddet på løbende overførsler og løn- og

Boks 5

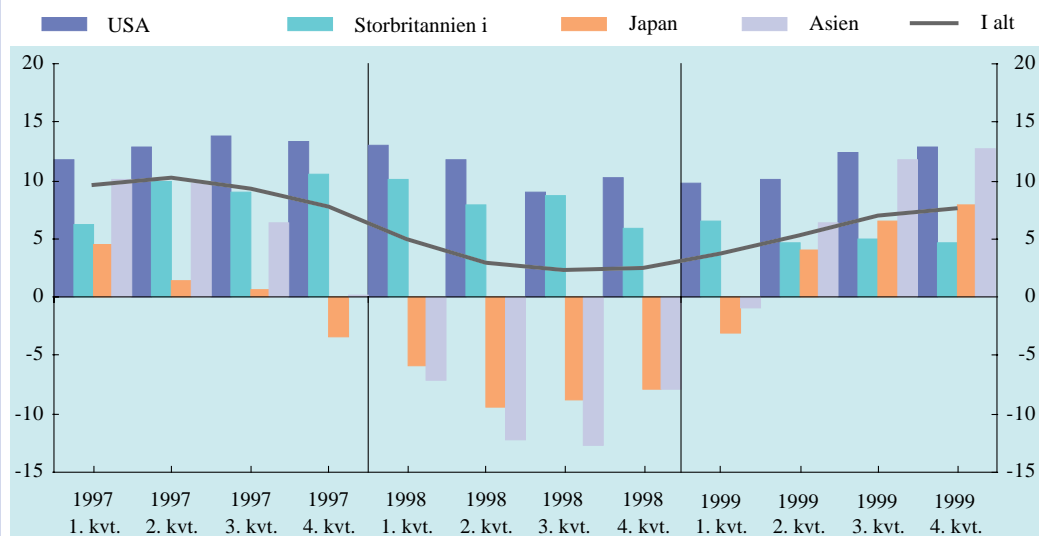
Fald i overskuddet for varehandlen i euroområdet i 1999

Faldet i overskuddet på varebalancen i 1999 skyldtes i nogen grad de lave eksportværdier i løbet af 1. halvår 1999, hovedsagelig som følge af afsmitningen fra den svage udenlandske efterspørgsel i 1998. Selv om eksportværdierne steg senere i 1999 på grund af øget udenlandsk efterspørgsel, steg importværdierne endnu hurtigere i løbet af året, hvilket først og fremmest skyldtes stigende importpriser og øget aktivitet i euroområdet.

Stigningen i den udenlandske efterspørgsel, defineret ved det sammenvejede gennemsnit af importmængden på euroområdets vigtigste eksportmarkeder, fremgår af figuren nedenfor¹. Den stærkt negative vækstrate for efterspørgslen i Japan og resten af Asien forklarer sammen med den aftagende importvækst i Storbritannien delvis faldet i eksportværdierne i 1998 og primo 1999. Stigningen i efterspørgslen i Asien samt den fortsat robuste importvækst i USA er tilsvarende en forklaring på opsvinget i eksporten i 1999. Selv om Storbritannien er det største marked med 19,3 pct. af euroområdets eksport, tegner Asien, inklusive Japan, sig for 18,3 pct., efterfulgt af USA med 14 pct. og overgangsøkonomierne i Østeuropa med 13,5 pct.

Importmængden på euroområdets vigtigste eksportmarkeder

(Ændring i pct. år/år)



Hvad angår import, bidrog en fortsat stor importmængde – kombineret med en brat stigning i importpriserne siden primo 1999, som hovedsagelig skyldtes den kraftige stigning i oliepriserne og euroens fald – betydeligt til væksten i importværdierne i 1999. Denne stigning i importværdierne kan desuden delvis tilskrives import af færdigvarer, som steg med 7 pct. i 1999². Import af maskiner og køretøjer steg særlig hurtigt, dvs. med ca. 11 pct. i 1999, hvilket er i overensstemmelse med et højere aktivitetsniveau i euroområdet i 2. halvår 1999. Hvad angår leverandørlande, viste importen af varer fra Kina og Ungarn den kraftigste værdimæssige vækst i 1999 med en årlig stigning på henholdsvis ca. 16 pct. og 19 pct.

1 Den samlede udenlandske efterspørgsel beregnes ved det sammenvejede gennemsnit af importmængden på euroområdets vigtigste eksportmarkeder (dvs. vægtene for markederne ganget med de respektive vækstrater for importmængden). Vægtene er fordelt på følgende måde: USA 14,0 pct., Japan 3,6 pct., Storbritannien 19,3 pct., Schweiz 6,4 pct., andre industrilande 14,9 pct., Asien, ekskl. Japan, 14,7 pct., overgangsøkonomierne 13,5 pct., Latinamerika 4,4 pct. og resten af verden 9,2 pct.

2 I importdata fordelt på råvare eller land sammenlignes perioden januar-november 1999 med den tilsvarende periode i 1998 (kilde: Eurostat). Disse data er baseret på Eurostats handelsstatistik og er ikke fuldt sammenlignelige med ECBs betalingsbalancedata.

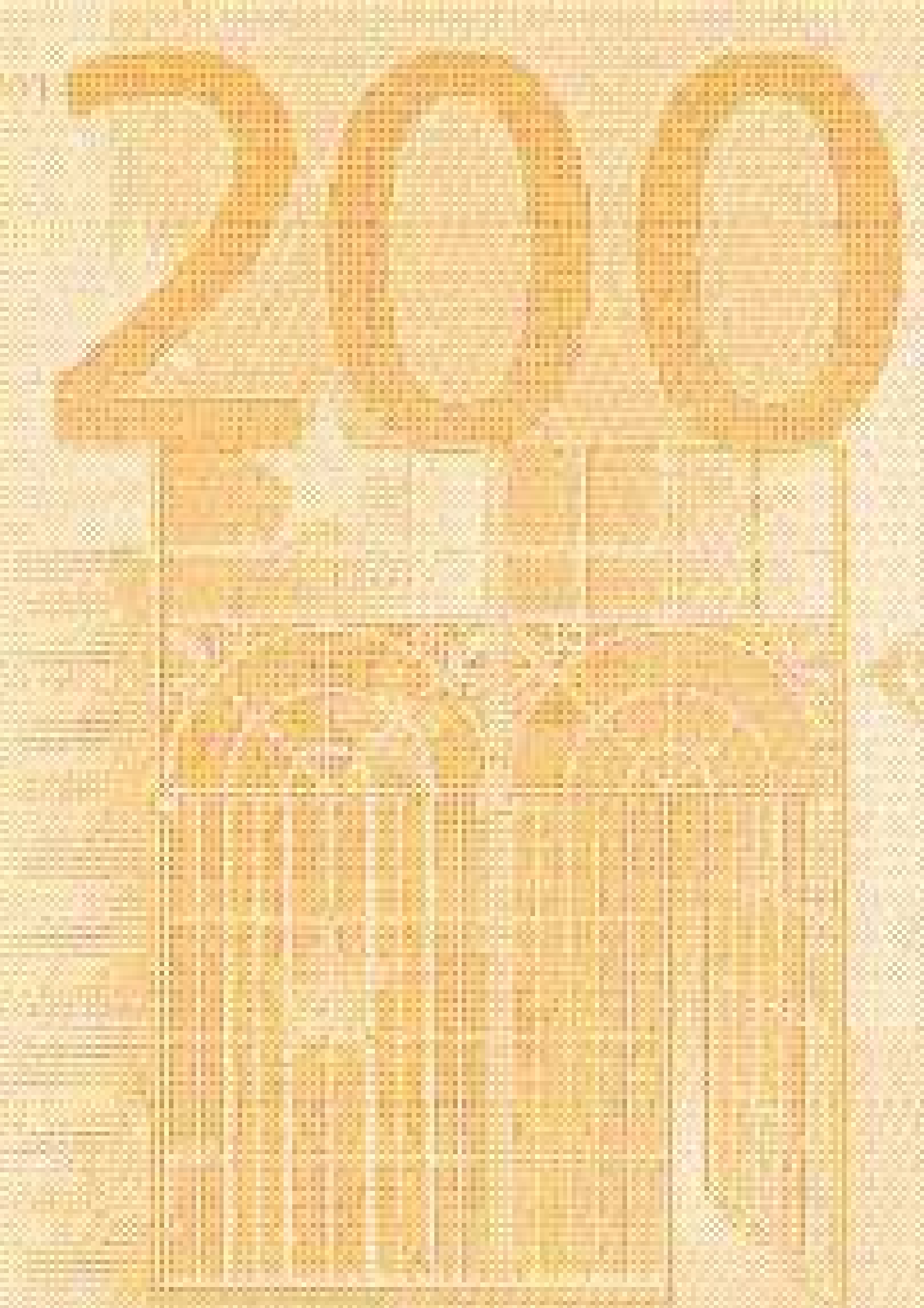
formueindkomst i 1999 med henholdsvis €3,0 milliarder og €4,6 milliarder. Forbedringen i løn- og formueindkomst kunne hovedsagelig tilskrives lavere kapitalindkomstbetalinger i 1999 i forhold til det meget høje niveau i 1998.

Euroområdet residerer øgede deres direkte investeringer i udlandet, mens udstrømningen af porteføljeinvesteringer faldt

I 1999 udgjorde nettoudstrømningen af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer €168,5 milliarder i forhold til ECU 187,9 milliarder året før. Udstrømningen fra euroområdet skyldtes hovedsagelig nettoudstrømningen af direkte investeringer, som steg fra ECU 102,6 milliarder i 1998 til €147,2 milliarder i 1999. Især investeringer i udlandet fra residerer i euroområdet øgedes (€212,5 milliarder i 1999 i forhold til ECU 183 milliarder i 1998). Samtidig var de uden-

landske direkte investeringer i euroområdet fortsat afdæmpede (€65,2 milliarder i forhold til ECU 80,4 milliarder i 1998).

Den øgede nettoudstrømning af direkte investeringer stod i modsætning til et fald i nettoudstrømningen af porteføljeinvesteringer på €64,0 milliarder til €21,3 milliarder i 1999 i forhold til 1998. Det var forbundet med skiftet i gældsinstrumenter fra en nettoudstrømning i 1998 (ECU 84,8 milliarder) til en nettotilstrømning i 1999 (€34,8 milliarder). Både lavere investeringer i udlandet fra residerer i euroområdet og øget efterspørgsel fra udenlandske investorer efter obligationer fra euroområdet, navnlig pengemarkedsinstrumenter, bidrog til omsvinget. Samtidig steg nettoudstrømningen af aktier til €56,1 milliarder (fra ECU 0,4 milliarder i 1998), hovedsagelig som følge af øgede investeringer i udenlandske aktier fra residerer i euroområdet (som steg til €150,0 milliarder fra ECU 98,7 milliarder i 1998).



Kapitel II

Centralbankoperationer

I Gennemførelse af pengepolitikken

I.1 Likviditetsstyring

Eurosystemets pengepolitiske rammer består af en lang række instrumenter, som er udvalgt med henblik på at overholde principperne om markedsorientering, operationel effektivitet (dvs. effektiv opnåelse af Eurosystemets målsætninger), lige behandling, enkelhed, gennemsukkelighed og omkostningseffektivitet. De relevante beslutninger træffes af ECBs styrende organer, men gennemføres decentralt af de 11 NCBer i Eurosystemet. ECBs styrende organer kan ud af de varierede instrumenter, der er til rådighed, anvende den kombination, som skønnes mest hensigtsmæssig under de pågældende omstændigheder. Generelt har Eurosystemets operationelle rammer fungeret problemfrit i det første år med den fælles pengepolitik.

Reservekravssystemet er et af elementerne i rammerne for Eurosystemets operationer. Reservekravssystemet pålægger kreditinstitutter at have kontantbeholdninger i Eurosystemets NCBer svarende til 2 pct. af kreditinstitutternes reservegrundlag, dvs. en række kortfristede passiver. Dette krav skal opfyldes i gennemsnit i løbet af en reservekravsperiode på en måned, hvilket har en betydelig udjævnende virkning på kreditinstitutternes efterspørgsel efter reserver og således også på korte pengemarkedsrenter. Derfor har Eurosystemet kunnet udføre sin pengepolitik effektivt med begrænset anvendelse af de instrumenter, der er til rådighed, i den fælles pengepolitikens første år.

I ECBs likviditetsstyring fokuseres der på interbankmarkedet for reserver, hvor der ved reserver forstås anfordringsindskud fra kreditinstitutter i euroområdet i Eurosystemets NCBer. Tilgangen af disse reserver bestemmes af nettoeffekten af den likviditet, der tilføres gennem pengepolitiske operationer, og den likviditet, som de „autonome faktorer“ (dvs. poster på Eurosystemets balance, som ikke afhænger af centralbankens pengepolitiske operationer, fx sedler i omløb,

statslige indskud og eksterne nettoaktiver) opsuger eller bidrager med. Efterspørgslen efter reserver afhænger af kreditinstitutternes behov for at opfylde reservekrav og en yderligere begrænset efterspørgsel efter overskydende reserver. Reservernes markedspris er den korte interbankrente. Det betyder, at dag-til-dag løbetiden spiller en vigtig rolle, hvad angår mængder, og at den som den korteste relevante løbetid og dermed udgangspunktet for rentekurven ofte er i fokus. Den udbredte referencerente for dag-til-dag indskud, nemlig EONIA (euro overnight index average), er en effektiv dag-til-dag rente beregnet som et vægtet gennemsnit af usikrede dag-til-dag udlån fra 57 banker på interbankmarkedet.

Grundprincippet for kreditinstitutternes likviditetsstyring i euroområdet er at minimere omkostningerne ved opfyldelse af reservekravene i løbet af reservekravsperioden. Kreditinstitutternes omkostninger i forbindelse med reserver på en given dag kan måles som forskellen mellem dag-til-dag interbankrenten og renten på de krævede reserver (renten for primære markedsoperationer) den pågældende dag. Kreditinstitutterne vil således forsøge at opbygge et overskud af reserver, når forskellen er lav sammenlignet med forventede fremtidige forskelle i samme reservekravsperiode, og omvendt. Denne adfærd stabiliserer markedsrenterne, da dag-til-dag renten efterhånden bringes på linje med de forventede fremtidige dag-til-dag renter i reservekravsperioden for at markedet kan klare. Interbankrenten bestemmes således af de tidligere, nuværende og forventede fremtidige likviditetsforhold i reservekravsperioden. Desuden påvirkes dag-til-dag interbankrenten af markedets forventninger om fremtidige ændringer af ECBs rente for de primære markedsoperationer. ECB påvirker således dag-til-dag interbankrenten både gennem sine faktiske beslutninger og gennem de forventninger, ECB giver anledning til med hensyn til rente- og tildelelingspolitik i markedsoperationerne.

Den mængde reserver, som kreditinstitutterne har adgang til, påvirkes ikke alene af de pengepolitiske operationer, men også af udsving i andre poster på Eurosystemets balance, nemlig de autonome faktorer. De kan have en betydelig indvirkning på likviditeten, idet dag-til-dag ændringer i de autonome faktorer i størrelsesordenen €10 milliarder forekommer forholdsvis hyppigt. Hvad angår Eurosystemet, udgør statslige indskud i NCBERne den mest volatile autonome faktor. Volatiliteten i de daglige ændringer i statslige indskud (målt ved standardafvigelsen) beløb sig til over €5 milliarder i forhold til ca. €1 milliard for sedler. I 1999 varierede euroområdet kreditinstitutters samlede reservekrav mellem €98,2 milliarder (i den første reservekravsperiode) og €105 milliarder (i reservekravsperioden, der sluttede den 23. december). Bankernes reservebeholdninger svingede mellem €63,0 milliarder og €126,4 milliarder i årets løb uden at give anledning til nogen nævneværdig belastning af de gældende markedsrenter. Det tyder på, at systemets stødpuder i form af likviditet aldrig blev opbrugt.

1.2 Primære markedsoperationer

Primære markedsoperationer er Eurosystemets vigtigste markedsoperationer, som spiller en central rolle for likviditetsforholdene og signalerer den pengepolitiske linje. Disse operationer tilfører størstedelen af likviditeten til den finansielle sektor. De udføres regelmæssigt som likviditetstilførende, omvendte transaktioner i form af ugentlige auktioner med en løbetid på to uger. I 1999 udførte Eurosystemet ialt 52 primære markedsoperationer. Tildelingsbeløbene varierede mellem €39 milliarder og €102 milliarder, i gennemsnit €69 milliarder.

Rammerne for Eurosystemets operationer giver mulighed for auktioner til fast eller variabel rente. ECB har hidtil kun udført primære markedsoperationer som auktioner til fast rente i Eurosystemet. Auktioner til fast rente udføres således, at ECB kan sende et klart signal om den pengepolitiske linje og samtidig

tildele den mængde likviditet, ECB skønner hensigtsmæssig givet de autonome faktorer forventede udvikling. I de primære markedsoperationer, der udføres som auktioner til fast rente, annonceres renten på forhånd. Modparterne fremsætter bud til den på forhånd annoncerede rente. Derefter matcher ECB buddene med sit eget estimat over banksektorens likviditetsbehov, som hovedsagelig er bestemt af reservekrav og prognoser over autonome faktorer. Hvis buddene er højere end likviditetsbehovet ifølge prognosen, hvilket normalt er tilfældet, benytter ECB en tildelingskvotient på under 100 pct.

Det gennemsnitlige budbeløb i de primære markedsoperationer, der blev udført i 1999, var €954 milliarder, og det gennemsnitlige tildelingsbeløb var €69 milliarder. Den gennemsnitlige „tildelingskvotient“ (dvs. det gennemsnitlige forhold mellem den likviditet, der tildeles af ECB, og det samlede budbeløb i de enkelte auktioner) var 10,8 pct. Det laveste budbeløb, €67,4 milliarder, blev registreret i operationen den 6. april 1999, hvor der var stærke forventninger om en sænkning af renten for de primære markedsoperationer i den pågældende reservekravsperiode. ECB imødekom alle bud i den pågældende operation, hvilket indebar en tildelingskvotient på 100 pct. Det højeste budbeløb, €2.344 milliarder, blev observeret den 2. november 1999, hvor der var stærke forventninger om en forhøjelse af renten for de primære markedsoperationer i den pågældende reservekravsperiode. Tildelingsbeløbet på €66 milliarder indebar en tildelingskvotient på 2,82 pct., som var den laveste nogensinde. Det gennemsnitlige budbeløb steg i årets første tre kvartaler (hvor det gennemsnitlige samlede budbeløb var henholdsvis €674 milliarder, €763 milliarder og €1.274 milliarder), mens det faldt en smule i 4. kvartal til et gennemsnitligt samlet beløb på €1.104 milliarder.

Budbeløbenes udvikling kan tilskrives kreditinstitutternes forventninger om de forholds-mæssige omkostninger ved finansiering på interbankmarkedet i forhold til renten for de primære markedsoperationer. Der skal være

ligevægt mellem de forventede omkostninger ved centralbankfinansiering og de forventede omkostninger ved finansiering på interbankmarkedet (herunder en præmie som følge af øget usikkerhed i forbindelse med markedsfinansiering), så bankernes bud hverken stiger kraftigt eller ophører. Centralbankerne kan kontrollere den gennemsnitlige dag-til-dag rente ved at fastsætte bankreservernes størrelse. Generelt (dvs. når der ikke er stærke forventninger om renteændringer) har centralbanken således mulighed for at sikre denne ligevægt for enhver auktionsrente inden for den korridor, som de stående faciliteter udgør.

ECBs tildelingsbeslutninger har skullet sikre en gennemsnitlig dag-til-dag interbankrente, som ligger tæt på auktionsrenten. Som følge af denne politik var EONIA-renten i 1999 i gennemsnit 2½ basispoint højere end renten for de primære markedsoperationer. Desuden var EONIA-renten ikke særlig volatil i løbet af året, selv om den var højere i slutningen af reservekravsperioderne.

1.3 Langfristede markedsoperationer

Ud over de primære markedsoperationer udfører Eurosystemet også langfristede markedsoperationer, som er regelmæssige, likviditetsførende, omvendte transaktioner i form af månedlige auktioner med en løbetid på tre måneder. Disse operationer tilfører kun en begrænset del af det samlede finansieringsbeløb og udføres som regel ikke for at kontrollere likviditetsforholdene, sende signaler til markedet eller styre markedsrenterne. For at Eurosystemet kan fungere som „rentetager“ udføres langfristede markedsoperationer normalt som auktioner til variabel rente med tildelingsbeløb annonceret på forhånd. Det var tilfældet for alle 14 langfristede markedsoperationer i 1999. Tildelingsbeløbene var annonceret på forhånd i pressemeddelelser for lange perioder, og blev derefter bekræftet i auktionsmeddelelserne dagen før tildelingsbeslutningen. Beløbet i de første 11 langfristede markedsoperationer i 1999 var €15 milliarder, og i de sidste tre €25

milliarder, hvilket også bidrog til en problemfri overgang til år 2000. I årets løb tilførtes i gennemsnit likviditet for €49 milliarder gennem sådanne operationer, og 316 modparter fremsatte bud.

Årets første tre langfristede markedsoperationer var specielle, fordi de blev udført parallelt den 14. januar, og to af dem havde forkortet løbetid (på henholdsvis 42 og 70 dage) for at bringe de tre udestående langfristede markedsoperationer på linje med det samme. De første fire langfristede markedsoperationer blev udført som auktioner med en enkelt rentesats (hollandske auktioner), men fra marts blev alle langfristede markedsoperationer udført som auktioner til flere rentesatser (amerikanske auktioner) for at indpasse dem efter normal markedspraksis.

For alle operationer, der blev udført mellem marts og september, lå den vægtede gennemsnitlige rente i de langfristede markedsoperationer i form af auktioner med flere rentesatser 1 basispoint over den marginale rente, hvilket afspejler begrænset og stabil spredning af forventningerne. Billedet var anderledes for den langfristede markedsoperation, der blev afviklet den 28. oktober, hvor den marginale rente lå 23 basispoint lavere end den vægtede gennemsnitsrente. Det afspejler heterogene, men voksende forventninger om en stigning i renten for primære markedsoperationer, samt heterogene præferencer, fordi operationen udløb efter overgangen til år 2000. I de operationer, der blev udført henholdsvis den 24. november og 22. december, var situationen blevet delvis normal, idet spændet mellem den marginale og den vægtede rente var indsnævret til henholdsvis 9 og 3 basispoint.

1.4 Andre markedsoperationer

Ud over de to typer regelmæssige markedsoperationer giver Eurosystemets operationelle rammer mulighed for løbende at udføre *finjusterende* og *strukturelle* markedsoperationer. Disse ikke-regelmæssige operationer kan udføres som omvendte markedsoperationer,

men Eurosystemet kan også gennemføre dem på en lang række andre måder, nemlig som rene transaktioner, valutaswaps, gennem udstedelse af gældsbeviser eller opkrævning af aftaleindskud. De instrumenter og procedurer, der anvendes i de finjusterende operationer, kan tilpasses den bestemte transaktionstype og de specifikke mål.

I 1999 omfattede Eurosystemets likviditetsstyring ingen finjusterende eller strukturelle markedsoperationer, kun primære og langfristede markedsoperationer. Endvidere anvendte Eurosystemet de stående faciliteter og kunne derved drage nytte af gennemsnitsfaciliteten i reservekravssystemet. I begyndelsen af 2000 udførte Eurosystemet en likviditets-absorberende og finjusterende operation som følge af usædvanlige markedsforhold. ECB indsamlede 1-uges indskud på auktion til variabel rente til en værdi af €14,2 milliarder for at fjerne den overskydende likviditet, der blev akkumuleret ved udgangen af 1999 som følge af begivenhederne i forbindelse med overgangen til år 2000.

1.5 Stående faciliteter

De stående faciliteter tilfører og opsuger dag-til-dag likviditet på kreditinstitutternes initiativ, og signalerer således pengepolitikens generelle linje samt fastsætter en øvre og nedre grænse for dag-til-dag markedsrenten. Den marginale udlånsfacilitet kan anvendes til at opnå dag-til-dag likviditet fra Eurosystemet mod godkendte aktiver. Renten for den marginale udlånsfacilitet udgør normalt loftet for dag-til-dag markedsrenten.

Indlånsfaciliteten kan bruges til indskud af overskydende likviditet i Eurosystemet. Renten for indlånsfaciliteten udgør normalt gulvet for dag-til-dag markedsrenten, således at de to faciliteter udgør en korridor for dag-til-dag markedsrenten. Korridoren varierede i 1999 mellem 50 basispoint (mellem den 4. og 21. januar for at lette kreditinstitutternes tilpasning til de nye rammer) og 250

basispoint mellem den 22. januar og 8. april. Korridoren var på 200 basispoint fra 9. april til årets slutning.

I løbet af året udgjorde den daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten i gennemsnit henholdsvis €1 milliard og €0,8 milliarder. Ikke desto mindre steg anvendelsen af de stående faciliteter kraftigt i januar 1999, hvor gennemsnittet var €6,0 milliarder for den marginale udlånsfacilitet og €2,0 milliarder for indlånsfaciliteten. Den intensive anvendelse af de stående faciliteter skyldtes delvis, at omkostningerne derved blev holdt på et meget lavt niveau indtil den 21. januar, men var også tegn på, at interbankmarkedet stadig skulle tilpasse sig de nye rammer.

Der forekom ingen samtidig anvendelse af begge stående faciliteter i stort omfang på en dag – hvilket ellers kunne fortolkes som et tegn på, at interbankmarkedet ikke var perfekt – bortset fra helt i begyndelsen af året, men en betydelig anvendelse af den ene facilitet er normalt tegn på ubalance i den samlede likviditet. En sådan ubalance opstår normalt i slutningen af en reservekravsperiode, når reservekravssystemets gennemsnitsfacilitet pr. definition ikke længere er i kraft. Den gennemsnitlige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten den sidste dag i de 11 reservekravsperioder i 1999 udgjorde henholdsvis €3,6 milliarder og €6,8 milliarder. I slutningen af en hvilken som helst reservekravsperiode blev den ene af de to stående faciliteter anvendt i stort omfang, mens den anden knap nok blev anvendt, hvilket var tegn på interbankmarkedets effektivitet i fordelingen af midler, selv på reservekravsperiodernes sidste dag. Selv en betydelig anvendelse af de stående faciliteter i slutningen af de enkelte reservekravsperioder og en kraftig volatilitet i dag-til-dag interbankrenten havde i de fleste tilfælde ingen vedvarende indvirkning på de lange pengemarkedsrenter og skabte således heller ikke usikkerhed med hensyn til den pengepolitiske linje.

1.6 Reservekravssystemet

I løbet af 1999 blev reservekravssystemets to hovedfunktioner, nemlig at stabilisere penge-markedsrenten og øge banksektorens strukturelle likviditetsunderskud, opfyldt med succes. Reservekravssystemets udjævnende virkning på EONIA-renten, som nævnt ovenfor, er primært forbundet med reservekravssystemets stabiliserende gennemsnitsfacilitet. Hvad angår forsøget på at øge det strukturelle likviditetsunderskud, udgjorde de krævede reservebeholdninger normalt over 50 pct. af banksektorens samlede finansieringsbehov (dvs. det samlede udestående beløb i de regelmæssige markedsoperationer). Desuden blev de krævede reservebeholdninger forrentet svarende til renten for Eurosystemets primære markedsoperationer, således at systemet ikke medførte betydelige omkostninger for bankerne.

Eftersom reservekravssystemet fungerede problemfrit, blev dets vigtigste karakteristika (dvs. gennemsnitsfaciliteten, reservekravsperiodernes varighed og forrentningen af de krævede reservebeholdninger) ikke ændret i 1999. Reservekoefficienten, reservegrundlaget og engangsfradraget (€100.000) i de krævede reservebeholdninger blev heller ikke ændret. Den eneste ændring i 1999 gjaldt de enkelte kreditinstitutters standardfradrag i reservegrundlaget i forbindelse med passiver over for kreditinstitutter inden for euroområdet, der er underlagt ECBs reservekrav. Hvad angår passiver i form af obligationer med en aftalt løbetid på op til 2 år og pengemarkedspapirer, fik kreditinstitutterne i løbet af 1999 tilladelse til at indføre et standardfradrag på 10 pct., hvis de ikke kunne fremlægge dokumentation for en sådan forpligtelse over for andre kreditinstitutter inden for euroområdet. Efter en gennemgang af den foreliggende statistik for 1999 besluttede ECB den 2. december at ændre standardfradraget fra reservegrundlaget til 30 pct. med virkning fra januar 2000. Kreditinstitutterne tilpassede sig med det samme til de nye indberetningsordninger og de nye metoder til beregning af reservebeholdningerne. Derfor var der kun et meget begrænset antal tilfælde af manglende over-

holdelse af reservekravene i løbet af 1999. Efter en indkøringsperiode på tre måneder, hvor kreditinstitutterne kunne tilpasse sig den nye fælles pengepolitik, indførte ECB rammer for sanktioner ved overtrædelse af forpligtelser i forbindelse med reservekravene.

1.7 Eurosystemets godkendte sikkerhed og anvendelse heraf i kreditoperationer

Alle Eurosystemets kreditoperationer – intradag kredit og pengepolitiske operationer – skal være baseret på tilstrækkelig sikkerhed fra Eurosystemets modparter. For at tage højde for forskelle i medlemslandenes finansielle struktur omfatter de godkendte aktiver til kreditoperationer en lang række forskellige instrumenter. Der skelnes mellem to kategorier af aktiver til Eurosystemets kreditoperationer, nemlig „liste-1“ og „liste-2“. Denne skelnen er udelukkende intern i Eurosystemet og har ingen indflydelse på aktivernes kvalitet eller deres egnethed til de forskellige operationer. Dog anvender Eurosystemet normalt ikke liste-2-papirer i rene transaktioner.

Liste-1-papirer består af omsættelige gældsinstrumenter, som opfylder ECBs ensartede kriterier for godkendelse i hele euroområdet. Liste-2-papirer består af aktiver af særlig betydning for de nationale finansmarkeder og banksektorer. Disse papirers godkendelseskriterier er fastlagt af NCBerne og skal godkendes af ECB.

Pr. medio december 1999 udgjorde de omsættelige godkendte aktiver til Eurosystemets operationer næsten €5.700 milliarder (en stigning fra over €5.300 milliarder i januar 1999). Langt størstedelen af dette beløb (96 pct.) bestod af liste-1-papirer. Fordelt efter udsteder var 62,7 pct. af de omsættelige liste-1-papirer statspapirer, mens 32,8 pct. var værdipapirer udstedt af kreditinstitutter og 4,2 pct. var erhvervspapirer. Hvad angår løbetid, var 93 pct. af papirerne langfristede obligationer og mellemfristede statsgældsbeviser, mens 6,5 pct. var kortfristede

værdipapirer. Aktier og andre omsættelige liste-2-papirer udgjorde en ubetydelig andel (henholdsvis 0,3 pct. og 0,2 pct.).

Eurosystemets modparter kan anvende godkendte aktiver på tværs af grænserne, dvs. opnå midler hos den nationale centralbank i det medlemsland, hvor de har hjemsted, ved at benytte sig af aktiver i et andet medlemsland (se kapitel V).

I løbet af 1999 udførte ECB på begæring af adskillige NCBer en vurdering af nye aktivkategorier, som enten ikke eksisterede i 1998, eller som var blevet ændret til at opfylde ECBs minimumskriterier for godkendelse i løbet af 1999. Disse kategorier af aktiver blev således tilføjet på listen over godkendt sikkerhed til Eurosystemets kreditoperationer.

1.8 Eurosystemets modparterers deltagelse i pengepolitiske operationer

Eurosystemets pengepolitiske rammer er formuleret med henblik på at sikre deltagelse fra et bredt udvalg af modparter. Kreditinstitutter, som er underlagt Eurosystemets reserverkravssystem, er godkendt som modparter til markedsoperationer baseret på auktioner og til anvendelse af de stående faciliteter.¹ Ultimo december 1999 var ca. 7.900 kreditinstitutter i euroområdet underlagt reserverkrav. Heraf havde ca. 4.100 direkte eller indirekte adgang til en konto i et reeltids bruttoafviklingssystem, hvilket er en operationel betingelse for at deltage i pengepolitiske operationer. Ca. 3.800 havde adgang til indlånsfaciliteten, og 3.200 havde adgang til den marginale udlånsfacilitet. For at få adgang til markedsoperationerne kan modparterne desuden have brug for adgang til de nationale auktionssystemer, hvilket var tilfældet for de omkring 2.500 modparter, som måtte deltage i markedsoperationerne i 1999. Eurosystemet har udvalgt ca. 200 institutter til eventuelle finjusterende operationer, der udføres i form af hurtige auktioner eller bilaterale procedurer.

Antallet af modparter, der deltog i de primære markedsoperationer, varierede fra 1.068 (i januar 1999) til 302 (i april 1999), mens antallet af deltagere i de langfristede markedsoperationer varierede mellem 466 (i januar 1999) og 198 (i september 1999). I 2. halvår 1999 var der en nedadgående tendens i antallet af modparter i Eurosystemets operationer i forhold til 1. halvår. Samtidig var der en nedgang i andelen af små institutter i de primære markedsoperationer i forhold til store institutter i årets løb. Det tyder på en nedgang i de små institutters incitament til at deltage i de primære markedsoperationer. Denne udvikling kan tilskrives flere faktorer, herunder den løbende konsolideringsproces i banksektoren og modparternes opfattelse af, at der var en forholdsvis lille renteforskel mellem Eurosystemets renter for operationerne og EONIA-renten.

1.9 Udviklingen på pengemarkedet

Efter euroens indførelse og de nye pengepolitiske rammer er pengemarkedet blevet stærkt integreret i hele euroområdet. Integrationen forløb dog ikke ens for de forskellige markedssegmenter. Integrationen gik hurtigere på markedet for usikrede indskud, hvor bankerne udveksler kortfristet likviditet uden sikkerhedsstillelse, og på markederne for afledte finansielle instrumenter. Integrationen gik imidlertid langsommere på markedet for genkøbsforretninger (repomarkedet), hvor deltagerne udveksler kortfristet likviditet mod sikkerhed, og markedet for kortfristede værdipapirer (skatkammerbeviser, commercial papers (CP) og indskudsbeviser). Lige fra begyndelsen af tredje fase af ØMUen var der en betydelig stigning i grænseoverskridende transaktioner på euroområdet, hvor disse transaktioner nu udgør over 50 pct. af den samlede aktivitet i alle

¹ Ifølge artikel 19, stk. 1, i statuten for ESCB, kræver ECB generelt, at kreditinstitutter, der er etableret i medlemslandene, har reservebeholdninger. En definition på „kreditinstitutter“ findes i artikel 1 i det 1. bankdirektiv (77/780/EØF), dvs. „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.“

segmenter på pengemarkedet. En faktor, som bidrog til denne udvikling, var det effektive TARGET-system til overførsel af store betalinger i hele euroområdet og de andre EU-lande. TARGET har vist sig at være et vigtigt element i effektiv omfordeling af likviditet i hele euroområdet.

De usikrede segmenter og swap-segmenterne på pengemarkederne oplevede de mest vidtgående ændringer, herunder en betydelig stigning i grænseoverskridende transaktioner, som både kan betegnes som udtryk for og årsag til disse ændringer. Dette forklarer også ensartetheden og det høje likviditetsniveau for disse segmenter. Denne ensartethed gjaldt især dag-til-dag løbetider, hvilket kom til udtryk i de meget begrænsede forskelle

mellem dag-til-dag renten i de enkelte euro-lande.

Andre strukturændringer i euroområdet siden euroens indførelse er bl.a.: Den kraftige stigning i likviditeten på de sekundære markeder; øget koncentration af likviditetsstyring i euro i forhold til de tidligere fragmenterede pengemarkeder; øget konkurrenceevne og at de enkelte banker har adgang til et større antal modparter. En nærmere beskrivelse af den strukturelle udvikling på pengemarkederne i euroområdet findes i artiklen „Euroområdet et år efter euroens indførelse: De vigtigste karakteristika og ændringer i den finansielle struktur“ i ECB Månedsoversigt fra januar 2000.

2 Investering af valutaaktiver og egenkapital

2.1 Eurosystemets valutareserveaktiver

Eurosystemet besidder og forvalter medlemslandenes valutareserver. Både ECB og NCBerne har valutareserver. Selv om NCBerne selv styrer deres egne valutareserver, kræver deres operationer på valutamarkedet over en vis grænse godkendelse fra ECB for at sikre overensstemmelse med Eurosystemets fælles pengepolitik.

NCBernes overførsel af valutareserver for det maksimale tilladte beløb på €50 milliarder fandt sted helt i begyndelsen af 1999. Dette beløb blev nedjusteret ved at fratække kapitalandelene i ECB for NCBerne i de lande, der ikke deltager i Den Monetære Union fra begyndelsen. Det overførte beløb udgjorde €39,46 milliarder, dvs. omkring 80 pct. af €50 milliarder. Valutareserverne udgør en meget stor del af aktivsiden af ECBs balance. Ifølge artikel 123 i traktaten kan ECB indkalde yderligere valutareserveaktiver fra NCBerne med hjemmel i sekundær fællesskabslovgivning. ECB har udarbejdet en henstilling om en forordning fra Rådet.

Valutafordelingen i ECBs valutareserver defineres på grundlag af anslåede operationelle behov og kan ændres, hvis og når dette skønnes hensigtsmæssigt. 15 pct. af de valutareserver, der blev overført til ECB, var i form af guld, mens de resterende 85 pct. er denomineret i amerikanske dollar og i lidt mindre omfang japanske yen. Der er ingen aktiv styring af valutafordelingen af reserverne til investeringsformål for at undgå uoverensstemmelse med Eurosystemets fælles pengepolitik.

2.2 Eurosystemets forvaltning af valutareserver

ECBs forvaltning af valutareserver skal sikre, at ECB på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide ressourcer til enhver form for intervention i valutamarkedet. I tilfælde af intervention anvendes de valutareserver, der er overført til ECB. Derfor er likviditet og sikkerhed de grundlæggende krav for investering af ECBs valutareserver. Under disse begrænsninger forvaltes ECBs valutareserver således, at deres værdi maksimeres. Desuden giver styringen af valutareserverne Euro-

systemet mulighed for at øge sin viden om markedsteknikker og sin fremadrettede forståelse af markedsdeltagernes adfærd.

ECBs valutareserver forvaltes decentralt af euroområdetets NCB'er. Styrelsesrådet fastsætter de vigtigste investeringsretningslinjer og det strategiske benchmark, mens Direktionen fastlægger de taktiske investeringsrammer. Ud over valutaforordningen har ECB defineret fire hovedparametre for investering af sine valutareserver på obligationsmarkederne i USA og Japan. Hovedparametrene er for det første et investeringsbenchmark i to niveauer (dvs. et strategisk og et taktisk benchmark) for hver valuta; for det andet den tilladte afvigelse fra disse benchmarks, hvad angår renterisiko; for det tredje en liste over godkendte instrumenter og operationer; og for det fjerde grænser for kreditrisiko. NCB'erne udnytter den margin, som afvigelsesbåndene og risikobegrænsningerne giver dem, til at opnå det størst mulige udbytte på de porteføljer, de forvalter på ECBs vegne, inden for ECBs overvågningssystem i realtid. NCB'erne udfører investeringer på ECBs vegne som synlig agent, således at ECBs modparter på de internationale finansmarkeder kan skelne mellem NCB'ernes operationer på henholdsvis ECBs og egne vegne.

Modparterne til operationer, der omfatter ECBs valutareserveaktiver, vælges i samråd med NCB'erne på grundlag af en vurdering af deres kreditværdighed og effektivitet. Det overordnede princip for definition af de instrumenter, der skal anvendes, er kravene om sikkerhed og likviditet. Under disse begrænsninger tilstræber Eurosystemet at anvende en avanceret portefølje- og risikostyring.

2.3 ECBs forvaltning af egenkapitalen

ECBs kapital udgør indledningsvis ca. €4.000 millioner. Den skal primært fungere som en reservefond for ECB, der hele tiden sikrer tilstrækkelige indtægter med et passende sikkerhedsniveau. Ifølge artikel 123 i traktaten er en stigning i ECBs kapital mulig med hjemmel i sekundær fællesskabslovgivning. ECB har udarbejdet en henstilling om en forordning fra Rådet.

Da ECBs egenkapital udelukkende er investeret i eurodenominerede aktiver, er det afgørende at undgå sammenblanding med ECBs pengepolitiske beslutninger. For at undgå misbrug eller mistanke om misbrug af fortrolige oplysninger i forvaltningen af ECBs egenkapital, og for at beskytte ECBs rygte, er der etableret en kinesisk mur. Det betyder, at den enhed, der forvalter egenkapitalen, er skarpt adskilt både funktionsmæssigt og fysisk fra ECBs andre enheder.

De grundlæggende investeringsrammer er i overensstemmelse med de metoder, der anvendes i ECBs valutareservestyring (se afsnit 2.1 ovenfor), idet der tages højde for, at langt størstedelen af ECBs egenkapital er investeret i langfristede eurodenominerede renteinstrumenter. Desuden følger ECB en forholdsvis passiv investeringspolitik, især på pengemarkedet, for ikke at sende pengepolitiske signaler. Efter den 7. december 1999, hvor ECB blev aktionær i BIS, blev en del af ECBs kapital anvendt til finansiering af købet af BIS-aktierne.

Listen over godkendte modparter for investering af ECBs egenkapital og de relevante retsakter udarbejdes adskilt fra de lister, der vedrører forvaltning af ECBs valutareserveaktiver, men opfylder samme kriterier om kreditværdighed og effektivitet.

3 Betalings- og afviklingsystemer

3.1 TARGET-systemet

De første operationer i TARGET

TARGET-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) har to hovedformål: For det første skal TARGET fremme europengemarkedets integration med henblik på at sikre en problemfri gennemførelse af den fælles pengepolitik. For det andet skal TARGET forbedre pålideligheden og effektiviteten i forbindelse med grænseoverskridende betalinger i euro inden for EU. De første operationer i TARGET gennemførtes med succes mandag den 4. januar 1999. Det gjaldt også en række andre systemer til behandling af store betalinger i euro. Da bankerne skulle bruge tid til at tilpasse sig de nye betalingssystemer og en ny likviditetsstyringspraksis, tilbød ESCB i perioden 11.–29. januar 1999 en „udvidet service“ ved at forlænge TARGETs åbningstid med en time fra 18.00 til 19.00. For at undgå misbrug af ordningen blev der opkrævet et særligt gebyr på €15 for hver betaling, som gennemførtes i den udvidede åbningstid. Eftersom bankerne hurtigt tilpasse sig en mere effektiv likviditetsstyring, var det ikke nødvendigt at fortsætte med den udvidede åbningstid i TARGET. For at gøre det lettere for deltagerne i TARGET at styre deres positioner ved dagens slutning besluttede ECB, at tidsfristen for anmodning om adgang til den marginale udlånsfacilitet i Eurosystemet fra den 5. februar 1999 skulle være den samme som tidsfristen for adgang til indlånsfaciliteten, dvs. 30 minutter efter TARGETs egentlige lukketid.

TARGETs udvikling i 1999

34.000 institutter (ofte kreditinstitutter og deres filialer og datterselskaber) i hele EU har adgang til TARGET. I 1999 behandlede TARGET 163.157 grænseoverskridende og indenlandske betalinger dagligt i gennemsnit til en værdi af €925 milliarder. Antallet af grænseoverskridende betalinger i TARGET

steg støt i hele perioden. I forhold til januar 1999 viser tallene fra december 1999 en mængdemæssig stigning på 58 pct. og en værdimæssig stigning på 6 pct. De grænseoverskridende betalinger udgjorde i 1999 mængdemæssigt 18 pct. (et dagligt gennemsnit på 28.777 betalinger) og værdimæssigt 39 pct. (et dagligt gennemsnit på €360 milliarder) af alle betalinger i TARGET. Mængdemæssigt blev toppunktet således nået den 22. februar 2000 med ca. 52.000 grænseoverskridende betalinger og værdimæssigt den 31. januar 2000, hvor den samlede værdi af betalinger behandlet i TARGET var €522 milliarder.

Den gennemsnitlige værdi af de enkelte transaktioner, som behandles i TARGET og andre systemer til behandling af store betalinger i euro, faldt i 1999. Det skyldtes hovedsagelig, at erhvervslivet i stigende grad benytter sig af organiserede betalingssystemer frem for korrespondentbanker. I december 1999 udgjorde kundebetalingen 34 pct. af de grænseoverskridende betalinger i TARGET, mens de i januar 1999 kun udgjorde 15 pct. Ved at anvende TARGET og andre systemer til behandling af store betalinger i stedet for korrespondentbanker kan erhvervskunderne forbedre deres likviditetsstyring.

Opdateret statistik om TARGET og de forskellige nationale realtids bruttoafviklings-systemer (RTGS-systemer), som deltager i eller er tilknyttet TARGET, findes i afsnittet om TARGET på ECBs websted.

De operationelle rammer

Rent teknisk har TARGET vist sig at kunne behandle et betydeligt antal store betalinger med kort overførelsetid. Kravet om fuld sikkerhed i forbindelse med intradag kredit viste sig ikke at være noget problem, og prisforskellen mellem TARGET og alternative systemer har ikke afholdt bankerne fra at anvende TARGET i vidt omfang. Selv de store banker, som sandsynligvis har billigere alternativer til behandling af deres betalinger,

anvender TARGET til deres meget store betalinger på grund af systemets risiko- og likviditetsstyringsfordele. Desuden har små og mellemstore banker, som ikke har adgang til andre systemer, opdaget, at TARGET er et effektivt alternativ til korrespondentbanker.

På grund af TARGETs betydning for europen-gemarkedet og dets indbyrdes afhængighed med forskellige betalings- og afviklings-systemer til store betalinger i euro er det nødvendigt at sikre, at systemet er teknisk tilgængeligt. Visse af systemets komponenter fungerede imidlertid ikke altid helt tilfredsstillende. Forbedring af systemets driftsstabilitet er iværksat og har fået højeste prioritet.

Hvad angår TARGETs åbningsdage, var systemet i 1999 lukket nytårsdag, juledag og ekstraordinært 31. december for at øge sikkerheden i forbindelse med overgangen til år 2000. Antallet af betalinger var dog ret begrænset på de dage, der i de fleste euro-lande er traditionelle helligdage. Derfor besluttede ECB i juli 1999, efter anmodning fra den europæiske banksektor, at lukke TARGET seks dage i år 2000 ud over lørdage og søndage – nemlig nytårsdag, langfredag, 2. påskedag, 1. maj, juledag og 2. juledag. De dage er det ikke muligt at afvikle betalinger i euro på pengemarkedet og finansmarkederne eller at afvikle valutatransaktioner, hvori euroen indgår. I nogle eurolande, hvor de ovennævnte dage ikke er helligdage, vil det dog være muligt at gennemføre et begrænset antal indenlandske betalinger i de nationale RTGS-systemer.

Dialog med brugerne af TARGET

I løbet af 1999 rapporterede ECB jævnligt om udviklingen i TARGET, både i afsnittet om TARGET på ECBs websted og i kvartalsudgaverne af ECB Månedsoversigt. Yderligere oplysninger om TARGET, som henvender sig specifikt til brugerne af systemet, blev frigivet af NCBerne i 2. kvartal 1999 i en opdateret udgave af „Information guide for credit institutions using TARGET“.

For fortsat at være et attraktivt system skal TARGET opfylde både de nuværende og fremtidige markedsbehov. I den henseende spiller en aktiv udveksling af synspunkter og samarbejde med brugerne en vigtig rolle. ECB har derfor i 1999 foretaget en undersøgelse af brugernes opfattelse af den grænseoverskridende betalingservice, som tilbydes i TARGET. De vigtigste konklusioner i denne undersøgelse fremgår af rapporten „Cross-border payments in TARGET: A users' survey“, som blev offentliggjort af ECB i november 1999. Rapporten er baseret på spørgeskemaer til forskellige europæiske bankforeninger og nationale TARGET-brugergrupper. Et møde med markedsdeltagere i ECB i september 1999 vedrørende TARGET og systemer for store betalinger gav også værdifulde oplysninger. En af rapportens konklusioner var, at en stor gruppe kreditinstitutter er tilfredse med det eksisterende serviceniveau i TARGET. Særligt de store deltagere ønsker imidlertid yderligere harmonisering af den service, som tilbydes i de forskellige RTGS-systemer, der deltager i TARGET. Disse bankers ønsker varierer fra harmonisering af meddelelsernes format til en standardservice for hele TARGET. Eurosystemet vil fortsætte med at indhente bidrag og tilbagemeldinger fra nationale TARGET-brugergrupper og mere generelt fra bank- og finanssektoren.

3.2 Korrespondentcentralbankmodellen

Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) blev etableret for at lette grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i Eurosystemets pengepolitiske operationer og ESCBs intradag kreditoperationer. I CCBM fungerer de nationale centralbanker som korrespondentbanker for hinanden, således at modparterne kan anvende alle deres godkendte aktiver til at opnå kredit hos deres egen nationale centralbank.

CCBM har i sit første år med succes opfyldt sit formål. Værdien af grænseoverskridende aktiver i CCBM steg konstant og udgjorde ved udgangen af 1999 €162,7 milliarder.

Omkring 17 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse fra Eurosystemets modparter sker via CCBM. Anvendelsen af CCBM varierer mellem de forskellige lande, hvor en lille gruppe NCBer er de mest aktive. De vigtigste sikkerhedsstillere (som fungerer som korrespondentcentralbanker) er Italien, der tegner sig for næsten halvdelen af al grænseoverskridende sikkerhed, Belgien og Tyskland. De vigtigste brugere af sikkerhed (som fungerer som hjemme centralbanker) er imidlertid Tyskland, som tegner sig for ca. en fjerdedel af al grænseoverskridende sikkerhed, Holland og Frankrig. Selv om de absolutte tal for anvendelse af grænseoverskridende sikkerhed i Irland og Luxembourg ikke er særligt høje, har udenlandsk sikkerhed forholdsvis stor betydning for modparterne i disse lande. Som følge af mangel på indenlandsk sikkerhed i Irland og Luxembourg udgør udenlandsk grænseoverskridende sikkerhed via CCBM 90 pct. af den samlede sikkerhed blandt modparterne i Luxembourg og 55 pct. i Irland. Analyser viser desuden, at modparterne i det første år ikke har gjort konkret brug af aktiverne, når de først var stillet som sikkerhed i CCBM. I gennemsnit blev aktiverne holdt som sikkerhed i en periode på mindst fire måneder, før modparten ønskede at få dem tilbage. Den grænseoverskridende anvendelse af liste-2-papirer er ubetydelig. Eftersom disse aktiver kun har særlig betydning på nationalt

niveau, er de ikke overraskende sjældne i udenlandske modparterers porteføljer. Indtil nu har CCBM været det primære middel til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse til kreditoperationer. Alternativer til sådanne grænseoverskridende overførsler, dvs. links mellem værdipapirafviklingssystemer, som har været i kraft siden maj 1999, blev ved udgangen af 1999 brugt til ca. 4 pct. af alle sikkerhedsbeholdninger.

Fra 1. oktober 1999 steg gebyrerne for grænseoverskridende overførsler via CCBM, primært for at dække NCBernes omkostninger i forbindelse med udarbejdelse og drift af CCBM. Da CCBM havde været i funktion i et stykke tid, blev der udført en undersøgelse med henblik på at fastsætte de faktiske omkostninger. Som følge heraf blev gebyret på €5 pr. CCBM-transaktion erstattet med et gebyr, som er opdelt i et transaktionsgebyr på €30 og et kombineret depot- og ekspeditionsgebyr på 0,0069 pct. p.a. Det kombinerede depot- og ekspeditionsgebyr er baseret på det pågældende sikkerhedsbeløb i CCBM. Som tidligere skal de nye gebyrer dække omkostningerne for de korrespondentcentralbanker, der opbevarer sikkerheden i depot på vegne af centralbanken i hjemlandet. Sidstnævnte kan fortsat kræve ekstra gebyrer til dækning af egne omkostninger i forbindelse med CCBM.

4 Risikostyring

De vigtigste målbare og ikke-målbare risici i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer og operationer i betalingssystemer samt operationer vedrørende valutareserveaktiver og ECBs egenkapital er kreditrisiko, markedsrisiko, likviditetsrisiko og operationel risiko. Der er etableret rammer for identificering, overvågning og styring af risici ved disse operationer, og disse rammer er udarbejdet i overensstemmelse med bedste praksis.

Kreditrisiko

Kreditrisikoen er den tabsrisiko, der opstår som følge af en modparts konkurs i forbindelse med et kontraktligt forhold eller som følge af konkurs hos udstederen af et værdipapir, som Eurosystemet besidder. Eurosystemet løber en kreditrisiko i sine pengepolitiske operationer og operationer i betalingssystemer (hovedsagelig via TARGET-systemet gennem tilførsel af intradag likviditet), og ECB løber en kreditrisiko i forbindelse med valutaoperationer og operationer vedrørende forvaltning af egenkapitalen.

Kreditrisiko i forbindelse med pengepolitiske operationer og operationer i betalingssystemer kan begrænses ved anvendelse af aktiver fra modparter, der benyttes som sikkerhedsstillelse i Eurosystemet i forbindelse med markedsoperationer, og tilførsel af intradag likviditet. Kun aktiver af høj kvalitet godkendes til sådanne operationer, og kreditrisikoen styres ved at anvende konsekvente og forsigtige godkendelseskriterier i hele Eurosystemet. Kreditrisiko i forbindelse med valutareservebeholdninger og forvaltning af egenkapitalen begrænses ved at vælge modparter og udstedere med en høj kreditværdighed. Ydermere har man udarbejdet grænser for kreditrisiko for godkendte lande, udstedere og modparter.

Markedsrisiko

Markedsrisikoen er den tabsrisiko, der opstår som følge af renteændringer (renterisiko) og valutakursændringer (valutarisiko). Følgende nøgleelementer udgør rammerne for styring af markedsrisiko i forbindelse med ECBs valutaoperationer og operationer vedrørende forvaltning af egenkapitalen: Strategiske rentebenchmarks, benchmarks for valutafordelelsen, en liste over godkendte instrumenter og et indberetningssystem, som hovedsagelig fokuserer på eksponering vedrørende markedsrisici og porteføljeperformance.

Renterisiko vedrørende beholdningen af valutaer og forvaltningen af egenkapitalen styres hovedsagelig på basis af modificeret varighed. Modificeret varighed i forbindelse med egenkapitalen og valutareserveporteføljer begrænses af rammer omkring benchmark for modificeret varighed. Valutarisikoen i forbindelse med valutareserveporteføljer begrænses via rammer omkring det valgte benchmark for valutafordelelsen. Desuden beregnes „Value at Risk“ som et supplement til risikoanalysen. Performance i forbindelse med egenkapitalen og valutareserveporteføljerne overvåges og indberettes løbende.

Hvad angår pengepolitiske operationer og operationer i betalingssystemer, styres markedsrisikoen i forbindelse med underliggende aktiver, der anvendes som sikkerhedsstillelse, i hele Eurosystemet ved hjælp af hensigtsmæssige sikkerhedsforanstaltninger (fx haircuts og marginer).

Likviditetsrisiko

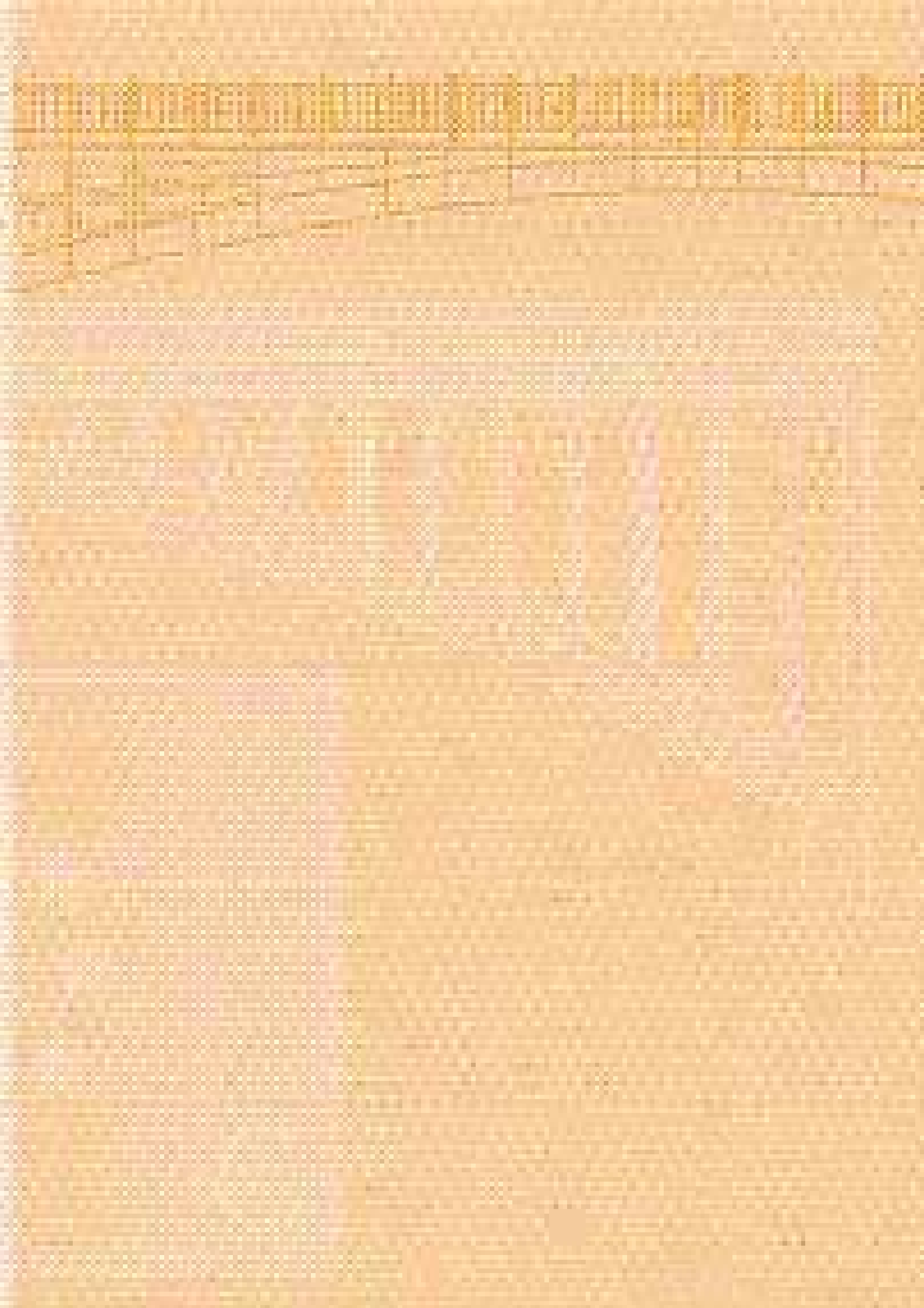
Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne afvikle eller afdække en bestemt position til eller tæt på den tidligere markedskurs som følge af utilstrækkelig markedsdybde eller forstyrrelser på markedet. I pengepolitiske operationer og operationer i betalingssystemer begrænses likviditetsrisikoen i forbindelse med underliggende aktiver ved hjælp af hensigtsmæssige risikokontrolforanstaltninger. Hvad angår valuta- og egenkapitaloperationer, begrænses risikoen ved et hensigtsmæssigt valg af godkendte instrumenter og en passende løbetidsstruktur for porteføljerne.

Operationel risiko

Operationel risiko er den tabsrisiko, der opstår som følge af systemfejl, menneskelige fejl, overtrædelse af intern kontrol, svig, naturkatastrofer eller andre uforudsete begivenheder, der påvirker operationerne. Der er etableret en passende intern kontrol af alle operationelle strømme for at mindske den operationelle risiko, og Eurosystemet har beredskabsplaner til støtte for operationerne.

Nye tiltag

Der arbejdes hele tiden på at forbedre risikostyringen. Nye tiltag omfatter en analyse af risikostyringssystemerne og -metoderne samt en debat om risikostyringspraksis på Eurosystem-niveau.



Kapitel III

Den økonomiske udvikling i EU-lande uden for euroområdet

Eurosystemet og NCBERne i EU-landene uden for euroområdet arbejder tæt sammen i Det Generelle Råds regi med henblik på at bidrage til fastholdelsen af prisstabilitet i EU som helhed. I denne sammenhæng er gennemgangen af makroøkonomiske forhold såvel som penge- og valutapolitik en vigtig del af koordineringen mellem Eurosystemet og de fire NCBER, som ikke deltager i euroområdet. Selv om disse NCBER har andre institutionelle og operationelle rammer for deres pengepolitik, er det overordnede pengepolitiske mål for dem alle at fastholde prisstabilitet.

Danmark

I Danmark skønnes væksten i realt BNP at være 1,5 pct. i 1999, dvs. den er aftaget til et stykke under gennemsnittet for euroområdet og den høje vækstrate på ca. 3 pct. eller mere i perioden fra midten af 1993 til 1998. Effekten af regeringsindgrebet i 1998 (Pinsepakken), som skulle reducere den indenlandske efterspørgsel og øge opsparingen, bidrog sammen med effekten af den højere lange rente i 1999 til en markant nedgang i den indenlandske efterspørgsel. Udsigterne i forhold til udlandet blev imidlertid bedre, hvilket medførte en forbedret nettoeksport, som atter skabte overskud på betalingsbalancen. Sammenlignet med de fleste eurolande var Danmark dog stadig forholdsvis langt fremme i konjunkturforløbet med et positivt produktionsgab. I 1999 blev det danske arbejdsmarked fortsat strammere. Arbejdsløshedsprocenten var i december 4,1 pct., det laveste i næsten 20 år, bl.a. fordi arbejdsudbuddet ikke er steget på trods af de seneste arbejdsmarkedstiltag. Desuden steg reallønnen i 1999 mere end produktiviteten ligesom i de to foregående år.

Lønstigningen på ca. 4 pct., som ikke længere blev opvejet af faldende oliepriser, medførte en fortsat stigning i inflationspresset i 1999. Efterfølgende udvidedes spændet for stigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) over for euroområdet, som i december 1999 lå på 1,4 procentpoint, da stigningstakten i HICP steg til 3,1 pct. i

forhold til et gennemsnit på 1,3 pct. i 1998. Der var moderate lønstigninger i industrien, mens den mere beskyttede servicesektor oplevede større lønstigninger. Den tydelige stigning i de samlede lønomkostninger i 1999 skyldtes dog hovedsagelig arbejdsmarkeds-konflikten i foråret 1998, som forvrængede dataene for 1998, da konflikten medførte lavere samlede lønomkostninger end normalt.

Efter den omfattende budgetkonsolidering i perioden 1993-1997 (hvor budgetsaldoen bevægede sig fra et underskud på 2,9 pct. af BNP til et overskud på 0,1 pct. af BNP) forbedredes den offentlige budgetsaldo yderligere i de senere år. Pinsepakken, som gradvist reducerer skatteværdien af rentefradraget og hæver visse afgifter i perioden 1999-2002, blev indført i juni 1998 for at modvirke inflationspresset som følge af den betydelige stigning i den indenlandske efterspørgsel. Budgetoverskuddet steg i 1999 til 3 pct. af BNP, næsten 2 procentpoint højere end året før. Den offentlige gælds andel af BNP forbedredes også yderligere i 1999 og faldt med 3 procentpoint til 52,6 pct.

I Danmarks Nationalbanks pengepolitiske strategi er målet for pengepolitikken at stabilisere kronens kurs over for euroen. Danmark har fra den 1. januar 1999 deltaget i ERM2 med et snævert bånd på +/-2,25 pct. omkring centralkursen over for euroen. Igennem hele 1999 var den danske krone stabil og marginalt stærkere end centralkursen i ERM2, som er DKK 7,46038 over for euroen. I 1. halvår 1999 sænkede Danmarks Nationalbank de ledende renter to gange. Udlånsrenten blev den 9. april sænket med 50 basispoint – efter en lignende beslutning i Eurosystemet – og med 5 basispoint den 17. juni 1999. Efter Eurosystemets renteforhøjelser hævede Nationalbanken udlånsrenten med 45 basispoint den 4. november 1999, med 30 basispoints den 3. februar 2000 og med 25 basispoints, til 3,85 pct., den 16. marts 2000. For året som helhed steg den korte rente, målt ved 3-måneders pengemarkedsrenten, med 0,2 procentpoint, og rentespændet i forhold til den sammenlignelige rente i euroområdet lå således forholdsvis stabilt på ca. 20 basispoint.

Tabel 6**Makroøkonomiske indikatorer for Danmark***(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.
Realt BNP	0,8	5,8	3,7	2,8	3,1	2,7	1,5	0,5	1,8	1,0	.
<i>Bidrag til vækst i realt BNP: ¹⁾</i>											
Real indenlandsk efterspørgsel, inkl. lagerbeholdninger	0,6	6,6	5,0	2,4	4,2	4,4	.	0,4	-0,9	0,6	.
Nettoeksport	0,4	-0,8	-1,4	0,4	-1,1	-1,6	.	0,3	2,5	0,4	.
HICP	0,9	1,8	2,0	2,1	1,9	1,3	2,1	1,4	1,8	2,3	2,8
Lønsum pr. ansat	2,3	3,5	3,5	2,9	3,8	3,0	.	4,5	6,3	3,7	.
Enhedslønomsprocent, hele økonomien	0,0	-2,5	0,5	1,4	2,8	2,4	.	6,3	4,3	3,6	.
Importpriser	-0,7	1,5	2,4	0,2	2,1	-0,7	-0,3	-2,7	-1,9	0,4	3,1
Løbende poster plus nye kapitalposter (i pct. af BNP)	.	.	.	.	0,1	-0,1	.	0,2	0,1	0,2	.
Beskæftigelse i alt	-1,5	-0,4	0,7	1,4	2,1	2,1	1,0	2,3	-0,0	1,0	.
Arbejdsløshedsprocent (i pct. af arbejdsstyrken)	10,1	8,2	7,2	6,8	5,6	5,1	4,5	4,8	4,5	4,4	4,2
Budgetsaldo (i pct. af BNP) ²⁾³⁾	-2,9	-2,4	-2,3	-1,0	0,1	1,2	3,0	-	-	-	-
Konsolideret bruttogæld (i pct. af BNP) ²⁾	78,0	73,5	69,3	65,0	61,3	55,6	52,6	-	-	-	-
3-måneders rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	11,0	6,2	6,1	3,9	3,7	4,1	3,3	3,5	3,0	3,1	3,6
10-årig rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	7,3	7,8	8,3	7,2	6,3	4,9	4,9	4,2	4,5	5,3	5,6
Valutakurs i forhold til ECU eller euro ⁴⁾⁵⁾	7,59	7,54	7,33	7,36	7,48	7,50	7,44	7,44	7,43	7,44	7,44

*Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale data og ECBs beregninger.**Anm.: Nationalregnskaber er i henhold til ENS95.**1) Procentpoint.**2) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.**3) Offentligt overskud (+) eller underskud (-).**4) Periodens gennemsnit.**5) Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.*

Ved udgangen af februar 2000 var den korte rente 4,1 pct., hvilket svarer til et spænd på 50 basispoint over for renten i euroområdet.

Den lange rente, målt ved den 10-årige statsobligationsrente, fulgte i 1999 den stigende tendens på internationalt plan og steg med 1,3 procentpoint. I februar 2000 var rentespændet over for den gennemsnitlige rente for euroområdet ca. 30 basispoint, dvs. stort set uændret siden begyndelsen af 1999.

Grækenland

Grækenland oplevede i 1999 en vedvarende økonomisk vækst. BNP-væksten aftog kun en smule fra 3,7 pct. i 1998 til 3,5 pct. i 1999, hvilket hovedsagelig skyldtes, at nettoeks-

porten bidrog en anelse negativt til BNP-væksten. Hovedårsagen til denne vækst var fortsat offentlige og private investeringer. Reale faste bruttoinvesteringer steg med 8,1 pct. i 1998 og med 8,3 pct. i 1999. Væksten i det private forbrug steg fra 2,1 pct. i 1998 til 2,6 pct. i 1999 og vendte derved den tidligere deceleration. Arbejdsløshedsprocenten faldt en del til et estimeret årligt gennemsnit for 1999 på 10,5 pct. Beskæftigelsesvæksten aftog fra 3,4 pct. i 1998 til 1,2 pct. i 1999¹⁾. Handelsunderskuddet i 1999 (delvist forvrænget af uregistreret eksport) skønnes stort set at ligge på samme niveau som i 1998, dvs. omkring 13 pct. af BNP.

¹⁾ Den høje beskæftigelsesvækst i 1998 skyldtes, at over 200.000 tidligere illegale immigranter fik arbejdstilladelse.

HICP-inflationen fortsatte sin faldende tendens i 1999. I september 1999 nåede den årlige procentvise ændring i HICP sit laveste niveau (1,5 pct.), dvs. 2 procentpoint lavere end niveauet i januar 1999 på 3,5 pct. I de sidste tre måneder af 1999 tiltog HICP-inflationen dog en del, hovedsagelig som følge af stigningen i energipriserne, og nåede 2,4 pct. i december 1999, dvs. 0,7 procentpoint over gennemsnittet for euroområdet.

De primære årsager til, at inflationen er faldet, er den græske centralbanks stabilitetsorienterede pengepolitik og en betydelig nedgang i væksten i enhedslønoms-kostningerne (fra 5,5 pct. i 1998 til 2,5 pct. i 1999). Den afdæmpede vækst i enhedslønoms-kostningerne understøttedes desuden af en stærk produktivitetsvækst og fortsat løntilbageholdenhed efter den 2-årige overenskomst mellem arbejdsmarkedets parter i maj 1998. Den underliggende inflation, målt ved HICP, undtagen sæsonfødevarer og energipriser, udviste en nedadgående tendens i det meste af 1999 og faldt fra 4,4 pct. i januar til 1,7 pct. i december 1999. Andre årsager til den aftagende inflation har været en række afgiftslettelser i 1998 og 1999 samt, i mindre omfang, den græske regerings „gentleman's agreements“ med industrien om at opfordre til pristilbageholdenhed i den private sektor. Den kombinerede effekt af disse afgiftslettelser og de førnævnte „gentleman's agreements“ skønnes at udgøre ca. 1 procentpoint.

Efter en betydelig reduktion af det offentlige budgetunderskud, fra 13,8 pct. af BNP i 1993 til 2,5 pct. af BNP i 1998, fortsatte budgetkonsolideringen i Grækenland i 1999, hvor underskuddet faldt yderligere til 1,6 pct. af BNP. Dette fald kunne tilskrives en kraftig forbedring i budgetindtægterne, som steg fra 50,8 pct. af BNP i 1998 til 51,7 pct. af BNP i 1999. De samlede udgifters andel af BNP aftog imidlertid kun marginalt, fra 53,3 pct. i 1998 til 53,2 pct. i 1999, hovedsagelig som følge af faldet i rentebetalinger. Det primære overskud steg fra 6,4 pct. til 7,1 pct. af BNP. Den offentlige gæld faldt med 1 procentpoint til 104,4 pct. af BNP i 1999, dvs. et lidt mindre fald end i 1997 og 1998, hvor den offentlige

gæld faldt med ca. 3 procentpoint hvert år. Dermed udviklede gældskvotienten sig mindre gunstigt end antydtes af underskudskvotienten og den nominelle økonomiske vækst, hvilket stort set skyldtes ugunstige gælds- og underskudsjusteringer, herunder kapitaltilførsel til offentlige virksomheder og opskrivningseffekter. I forhold til det tidligere konvergensprogram indeholdt det opdaterede konvergensprogram fra december 1999 mere ambitiøse budgetmål, som blev lettere at opfylde, da de foregående års resultater var bedre end forventet. Underskuddet estimeres til at aftage yderligere til 1,2 pct. af BNP i 2000 og til 0,2 pct. af BNP i 2001. Gælden forventes kun at falde en smule i 2000, mens der i 2001 forventes en større nedgang på næsten 4 procentpoint, til 99,5 pct. af BNP.

Den primære målsætning for den græske centralbanks pengepolitik var fortsat at fastholde prisstabilitet, der defineres som en årtil-år stigning i forbrugerprisindekset (CPI) på under 2 pct. Den græske drakme indtrådte i ERM den 16. marts 1998 og har deltaget i ERM2 siden 1. januar 1999 med et udsvingsbånd, som var +/-15 pct. omkring centralkursen på GRD 353,109 over for euroen. I 1999 blev drakmen gennemsnitligt handlet til 8,4 pct. over centralkursen, hvilket er i overensstemmelse med målet om prisstabilitet. Den 17. januar 2000 revalueredes centralkursen med 3,5 pct. til GRD 340,750 over for euroen.

Som en del af den pengepolitiske strategi har den græske centralbank referenceintervaller for både det brede pengemængdemål og den indenlandske kreditformidling, hvis årlige vækstrater i øjeblikket begge er sat til 7-9 pct. I 1999 nåede det brede pengemængdemål ikke helt referenceintervallet med en årlig stigning på 5,6 pct., mens den indenlandske kreditformidling stabiliseredes i 2. halvår 1999, delvis fordi den græske centralbank pålagde midlertidige reservekrav på de banker, hvis kreditformidling lå over målet. Væksten i den årlige indenlandske kreditformidling lå dog fortsat over referenceintervallet i 1999, nemlig på 12,3 pct.

Tabel 7**Makroøkonomiske indikatorer for Grækenland***(Ændring i pct. år/år; medmindre andet er anført)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.
Realt BNP	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,4	3,7	3,5	.	.	.	.
<i>Bidrag til vækst i realt BNP: ¹⁾</i>											
Real indenlandsk efterspørgsel, inkl. lagerbeholdninger	-1,0	1,3	4,2	3,5	4,4	3,4	3,9	.	.	.	.
Nettoeksport	-0,6	0,7	-2,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,4	.	.	.	.
HICP	.	.	.	7,9	5,4	4,5	2,3	3,4	2,2	1,7	2,2
Lønsum pr. ansat	9,8	10,8	12,9	8,8	12,4	5,8	4,8	-	-	-	-
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	12,6	10,7	11,6	5,9	8,4	5,5	2,5	-	-	-	-
Importpriser	7,7	5,8	6,8	5,0	2,2	5,1	0,6	-	-	-	-
Løbende poster plus nye kapitalposter (i pct. af BNP)	-0,8	-0,1	-2,4	-3,6	-4,0	-3,0	-2,7	-	-	-	-
Beskæftigelse i alt	0,9	1,9	0,9	-0,4	-0,3	3,4	1,2	-	-	-	-
Arbejdsløshedsprocent (i pct. af arbejdsstyrken)	8,6	8,9	9,1	9,8	9,7	10,9	10,5	-	-	-	-
Budgetsaldo (i pct. af BNP) ²⁾³⁾	-13,8	-10,0	-10,2	-7,4	-3,9	-2,5	-1,6	-	-	-	-
Konsolideret bruttogæld (i pct. af BNP) ²⁾	116,9	109,3	108,7	111,3	108,5	105,4	104,4	-	-	-	-
3-måneders rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	19,1	26,7	16,4	13,8	12,9	13,9	10,3	10,8	10,0	10,1	10,4
10-årig rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	23,4	20,9	17,3	14,6	10,2	8,5	6,3	6,1	5,9	6,6	6,7
Valutakurs i forhold til ECU eller euro ⁴⁾⁵⁾	268	288	303	306	309	331	326	323	325	326	329

*Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale data og ECBs beregninger.**Anm.: Nationalregnskaber er i henhold til ENS95.**1) Procentpoint.**2) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.**3) Offentligt overskud (+) eller underskud (-).**4) Periodens gennemsnit.**5) Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.*

Den 13. januar 1999 sænkede den græske centralbank renten for 14-dages indskud til 12 pct. og yderligere til 11,5 pct. og 10,75 pct. henholdsvis den 20. oktober og 15. december 1999. Den 26. januar og den 8. marts 2000 sænkede den græske centralbank den vigtigste rente for 14-dages indskud med henholdsvis 100 og 50 basispoint til 9,25 pct. I begyndelsen af 1999 fortsatte de korte renter deres fald fra et gennemsnitligt niveau på 13,9 pct. i 1998 til omkring 10 pct. i 2. kvartal 1999. Derefter forblev de korte renter stort set stabile resten af året, bortset fra en midlertidig stigning i november 1999. I de første to måneder af 2000 faldt 3-måneders renten (ATHIBOR) yderligere til 8,7 pct. ultimo februar. Dette medførte et rentespænd på 510 basispoint over for den tilsvarende rente i euroområdet i forhold til et spænd på 850 basispoint primo 1999.

I de første måneder af 1999 viste de lange renter også fortsat en nedadgående tendens, og den 10-årige rente faldt fra 6,3 pct. i januar til 5,8 pct. i maj. Derefter steg den lange rente gradvist til 7,0 pct. i oktober, men faldt igen til 6,4 pct. ved udgangen af februar 2000. Spændet over for den gennemsnitlige rente i i euroområdet indsnævredes fra 250 basispoint i januar 1999 til omkring 80 basispoint i februar 2000.

Sverige

Sveriges reale BNP steg i 1999 med 3,8 pct., mod 3,0 pct. i 1998. Denne stigning skyldtes, som i de foregående år, en stærk vækst i den indenlandske efterspørgsel som følge af en positiv vækst i den reale disponible indkomst (hovedsagelig på grund af en meget lav infla-

tion) og beskæftigelsen, stigende aktiekurser og historisk lave renter. Privatforbruget og de faste investeringer viste den største stigning, mens lagerændringerne bidrog negativt til væksten med -0,5 procentpoint. Desuden var eksportvæksten mindre påvirket af nedgangen i den globale økonomiske aktivitet ultimo 1998 og primo 1999 end forventet, mens importvæksten aftog betydeligt. Udenrigshandelen bidrog således igen positivt til væksten efter et negativt bidrag i 1998. Siden efteråret 1997 er arbejdsløshedsprocenten faldet betydeligt, og beskæftigelsen steg yderligere i 1999, hovedsagelig i den private service-sektor. Ved udgangen af 1999 var arbejdsløshedsprocenten 6,5 pct. i forhold til et gennemsnit på 8,3 pct. i 1998. Handelsoverskuddet nåede næsten det samme niveau som i 1998, dvs. 6,9 pct. af BNP, mens overskuddet på de løbende poster faldt en anelse til 2,8 pct. af BNP.

Forbrugerprisinflationen begyndte at stige fra et meget lavt niveau i 1999 hovedsagelig som følge af højere oliepriser. Den underliggende inflation, målt ved UNIDX (CPI, ekskl. renteudgifter og den direkte effekt af ændrede afgifter og tilskud), steg fra under 1 pct. i 1998 til 1,9 pct. i december 1999. HICP-inflationen var i december 1999 1,2 pct., dvs. 0,5 procentpoint lavere end gennemsnittet for euroområdet. I det meste af 1999 var Sverige blandt de tre EU-medlemslande, der havde den højeste grad af prisstabilitet. Real-lønnen fortsatte imidlertid med at stige hurtigere end produktivitetsvæksten, og udgør stadig den største trussel mod prisstabiliteten og beskæftigelsen på mellemlangt sigt.

Efter den omfattende budgetkonsolidering i perioden 1993-1998, hvor budgetsaldoen forbedredes fra et underskud på 11,9 pct. af BNP til et overskud på 1,9 pct. af BNP, forblev de offentlige finanser stabile i 1999, hvor de lå på 1,9 pct. af BNP. I 1999 faldt gældskvotienten med 6,9 procentpoint til 65,5 pct. af BNP. Ifølge Sveriges opdaterede konvergensprogram fra november 1999 er målet for budgetoverskuddet i 2001 og 2002 2 pct. af BNP. Gælden forventes at falde med 6,7

procentpoint i 2000 til 58,8 pct. af BNP og yderligere til 54,1 pct. af BNP i 2001.

Den 1. januar 1999 blev der indført en ny centralbanklov, som fastslår Sveriges Riksbanks uafhængighed. Den pengepolitiske målsætning i Sverige er at opnå prisstabilitet. Sveriges Riksbank har en fleksibel valutapolitik, og har siden 1993 ført pengepolitik efter et specifikt inflationsmål. Den pengepolitiske målsætning er at holde CPI-inflationen på 2 pct. inden for en margin på +/-1 procentpoint. I begyndelsen af 1999 præciseredes formuleringen af pengepolitikken i Sverige. Sveriges Riksbank anførte udtrykkeligt, at der kan være behov for afvigelser fra inflationsmålet, fx hvis inflationen påvirkes af midlertidige faktorer, som det var tilfældet i 1999. I praksis var pengepolitikken baseret på en vurdering af den underliggende inflation, UNIDX, som viste et gennemsnit på 1,5 pct. i 1999.

Den korte rente faldt i begyndelsen af 1999, da Sveriges Riksbank to gange sænkede repo-renten – med i alt 50 basispoint – til 2,9 pct. i marts 1999. Repo-renten blev hævet med 35 basispoint den 11. november 1999 og med 50 basispoint til 3,75 pct. den 4. februar 2000, da inflationsudsigterne for de næste 1-2 år skønnes at være en smule højere end inflationsmålet. De korte renter steg yderligere mod årets slutning. Det korte rentespænd over for euroområdet indsnævredes en anelse i løbet af 1999 og var 50 basispoint ultimo februar 2000. I 1999 og de første to måneder af 2000 apprecierede den svenske krone med ca. 10 pct. over for euroen efter en depreciering af omtrent samme omfang i 2. halvår 1998. Apprecieringen kunne hovedsagelig tilskrives de forbedrede vækstudsigter for den svenske økonomi.

Den lange rente steg med 1,6 procentpoint i løbet af 1999 og yderligere til 5,8 pct. ultimo februar 2000. Det 10-årige rentespænd over for euroområdet udvidedes en smule i 1999, hvilket bl.a. afspejler de forbedrede økonomiske udsigter for Sverige i forhold til euroområdet. Ved udgangen af februar 2000 var rentespændet indsnævret til 30 basispoint.

Tabel 8**Makroøkonomiske indikatorer for Sverige***(Ændring i pct. år/år; medmindre andet er anført)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999
								1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.
Realt BNP	-1,8	4,1	3,7	1,1	2,0	3,0	3,8	3,9	3,7	3,8	3,8
<i>Bidrag til vækst i realt BNP: ¹⁾:</i>											
Real indenlandsk efterspørgsel, inkl. lagerbeholdninger	-5,1	2,9	1,9	0,7	0,8	3,5	3,3	3,8	2,1	3,6	3,7
Nettoeksport	3,3	1,2	1,9	0,4	1,3	-0,5	0,5	0,1	1,6	0,2	0,1
HICP	.	.	.	0,8	1,8	1,0	0,6	0,2	0,3	0,7	1,0
Lønsum pr. ansat		4,7	3,0	6,7	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	.	.
Enhedslønøkonomkostninger, hele økonomien	.	-0,1	0,5	5,1	0,4	1,5	2,4	1,7	3,8	.	.
Importpriser	13,3	4,7	6,5	-3,5	1,9	-1,0	2,5	-1,0	2,5	3,6	4,9
Løbende poster plus nye kapitalposter (i pct. af BNP)	-1,7	0,7	2,9	2,6	3,3	3,6	2,0	2,5	1,1	3,3	.
Beskæftigelse i alt	-5,5	-0,9	1,6	-0,6	-1,1	1,4	2,2	2,7	3,0	1,8	1,5
Arbejdsløshedsprocent (i pct. af arbejdsstyrken)	9,1	9,4	8,8	9,6	9,9	8,3	7,0	7,5	7,0	6,9	6,6
Budgetsaldo (i pct. af BNP) ²⁾³⁾	-11,9	-10,9	-6,8	-3,4	-2,0	1,9	1,9	-	-	-	-
Konsolideret bruttogæld (i pct. af BNP) ²⁾	75,8	79,0	77,6	76,0	75,0	72,4	65,5	-	-	-	-
3-måneders rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	8,8	7,7	8,8	6,0	4,4	4,4	3,3	3,3	3,1	3,2	3,7
10-årig rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	8,6	9,7	10,2	8,0	6,6	5,0	5,0	4,2	4,5	5,5	5,7
Valutakurs i forhold til ECU eller euro ⁴⁾⁵⁾	9,11	9,16	9,33	8,52	8,66	8,91	8,81	8,98	8,90	8,71	8,65

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

Anm.: Nationalregnskaber er i henhold til ENS95.

1) Procentpoint.

2) I overensstemmelse med definitionen for Maastricht-traktaten.

3) Offentligt overskud (+) eller underskud (-).

4) Periodens gennemsnit.

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

Storbritannien

I 1999 var væksten i realt BNP i Storbritannien 2 pct. i 1999 i forhold 2,2 pct. i 1998. Efter nedgangen sidst i 1998 steg væksten igen i løbet af 1999 på grund af øget indenlandsk efterspørgsel, og især et øget forbrug, hvilket afspejler den betydelige stigning i reallønnen, lavere rentebetalinger på realkreditlån og en stigning i priserne på aktiver (især huspriserne). Selv om væksten i eksportmængden forbedredes midt på året, lå den imidlertid betydelig under væksten i importmængden, hvilket kunne tilskrives det stærke pund, afdæmpet vækst på visse eksportmarkeder samt den hurtige stigning i den indenlandske efterspørgsel. Således bidrog nettoeksporten fortsat negativt til BNP-væksten for året som helhed. Uanset

den noget langsommere produktionsvækst faldt arbejdsløsheden yderligere i 1999. I 1999 faldt den gennemsnitlige arbejdsløshedsprocent til 6,2 pct. i forhold til 6,3 pct. i 1998.

Inflationen var fortsat afdæmpet og prisstigningstakten, målt ved nettoprisindekset, eksklusiv rentebetalinger på realkreditlån (RPIX), var 2,3 pct. i 1999 i forhold til 2,7 pct. i 1998. Den gennemsnitlige inflation målt ved HICP var i 1999 1,4 pct., dvs. 0,3 procentpoint højere end årsgennemsnittet for euroområdet, sammenlignet med 1,6 pct. i 1998. Ultimo 1999 og primo 2000 lå HICP-inflationen imidlertid et godt stykke under gennemsnittet for euroområdet. Adskillige faktorer kan have bidraget til at bremse prisudviklingen, såsom styrkelsen af pundet, øget konkurrence i detailsektoren og det yderli-

Tabel 9**Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien***(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1.kvt.	1999 2.kvt.	1999 3.kvt.	1999 4.kvt.
Realt BNP	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,0	1,4	1,6	2,1	2,9
<i>Bidrag til vækst i realt BNP: ¹⁾</i>											
Real indenlandsk efterspørgsel, inkl. lagerbeholdninger	1,9	3,3	1,8	3,0	3,7	4,1	3,5	4,0	3,2	2,8	4,0
Nettoeksport	0,1	0,9	1,0	-0,5	-0,3	-2,1	-1,6	-2,7	-1,7	-0,9	-1,3
HICP	2,5	2,0	2,6	2,5	1,8	1,6	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2
Lønsum pr. ansat	3,6	3,4	2,0	3,2	4,6	5,4	.	4,9	4,6	4,8	.
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	0,1	-0,5	1,4	1,7	2,9	3,8	.	4,2	4,0	3,4	.
Importpriser	8,6	3,1	6,1	0,3	-6,7	-6,3	-2,6	-3,8	-3,2	-2,3	-1,1
Løbende poster plus nye kapitalposter (i pct. af BNP)	-0,2	-0,0	-0,0	0,0	0,1	-0,0	.	-0,2	-0,1	-0,1	.
Beskæftigelse i alt	-1,2	0,8	1,1	1,0	1,8	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1
Arbejdsløshedsprocent (i pct. af arbejdsstyrken)	10,5	9,8	8,8	8,3	7,3	6,3	6,2	6,3	6,0	5,9	5,9
Budgetsaldo (i pct. af BNP) ²⁾³⁾	-8,0	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,3	1,2	-	-	-	-
Konsolideret bruttogæld (i pct. af BNP) ²⁾	45,5	48,7	52,1	52,6	50,8	48,4	46,0	-	-	-	-
3-måneders rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	5,9	5,5	6,7	6,0	6,8	7,3	5,4	5,5	5,2	5,2	5,9
10-årig rente (i pct. p.a.) ⁴⁾	7,5	8,2	8,3	7,9	7,1	5,6	5,0	4,4	4,8	5,4	5,5
Valutakurs i forhold til ECU eller euro ⁴⁾⁵⁾	0,78	0,78	0,83	0,81	0,69	0,68	0,66	0,69	0,66	0,65	0,64

*Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale data og ECBs beregninger.**Anm.: Nationalregnskaber er i henhold til ENS95.**1) Procentpoint.**2) I overensstemmelse med definitionen for Maastricht-traktaten.**3) Offentligt overskud (+) eller underskud (-).**4) Periodens gennemsnit.**5) Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.*

gere pres fra myndighederne for at sænke priserne på offentlige værkers ydelser. Mens den samlede inflation fortsat var afdæmpet, steg huspriserne hurtigere som følge af historisk lave realkreditrenter og forbedrede økonomiske forhold og udsigter.

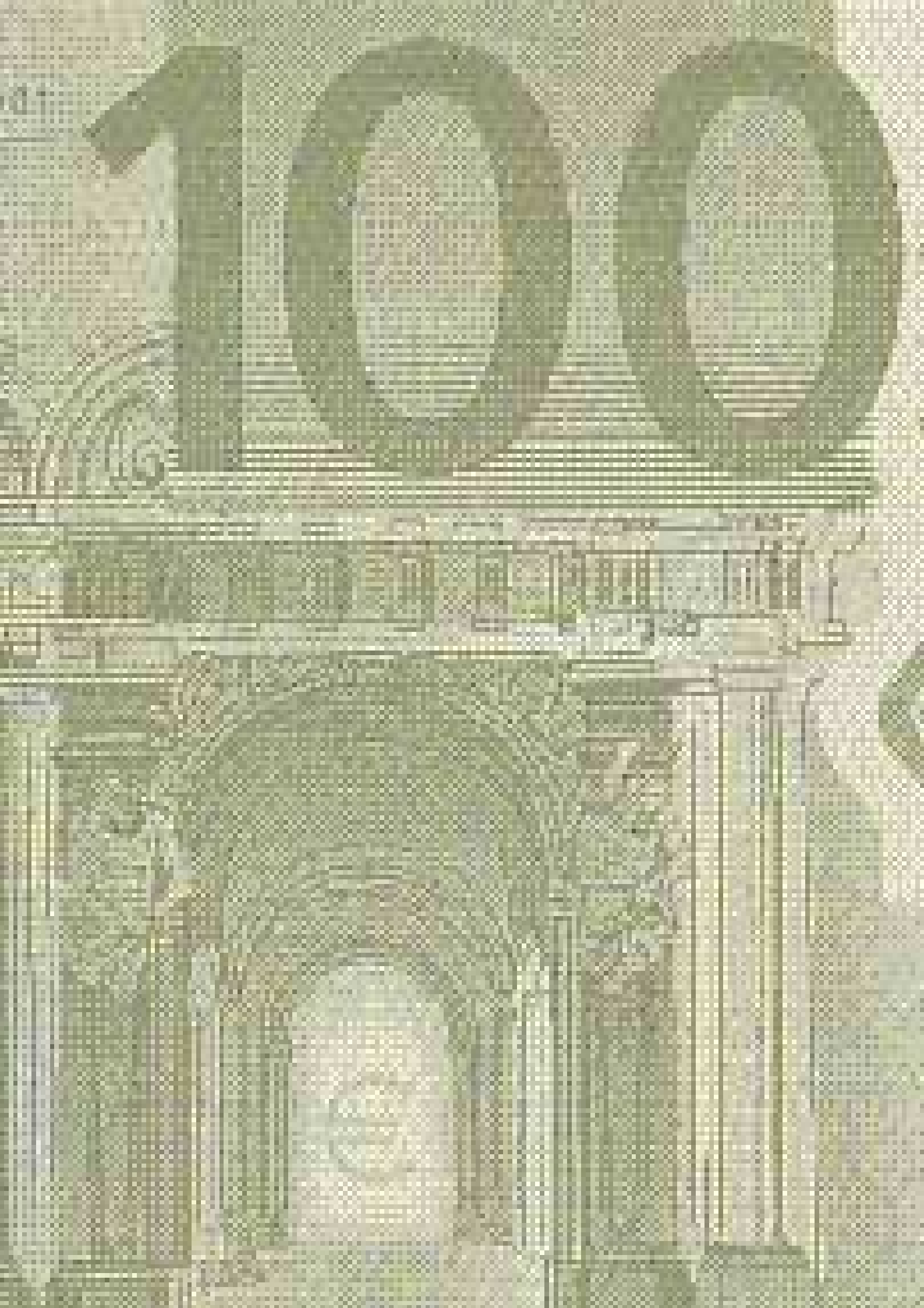
I 1999 viste den offentlige sektors budgetsaldo et overskud på 1,2 pct. af BNP i forhold til 0,3 pct. i 1998. De offentlige udgifter faldt til 39,9 pct. af BNP fra 40,3 pct. af BNP i 1998, mens indtægterne steg en smule til 40,6 pct. af BNP fra 40,5 pct. af BNP. Den offentlige gælds andel af BNP faldt til 46 pct. i 1999 fra 48,4 pct. i 1998.

I 1999 var den britiske regerings pengepolitiske målsætning for Bank of England fortsat at overholde inflationsmålet på 2,5 pct. målt

ved RPIX. Primo 1999 var Bank of Englands reporente 6,25 pct., men den blev efterhånden sænket til 5 pct. i juni, hvilket afspejler en svækket økonomi først på året og de mulige konsekvenser heraf for den fremtidige inflation. Fra den 8. september 1999 til den 10. februar 2000 blev de officielle renter imidlertid hævet af fire omgange (med 25 basispoint hver gang) til 6 pct. Det afspejler forventninger om en stigende inflation i fremtiden som følge af en stærk global efterspørgsel, et øget indenlandsk forbrug (herunder effekten af boligmarkedet) og et fortsat stramt arbejdsmarked. Den korte markedsrente faldt med ca. 1 procentpoint til 5,1 pct. i de første 8 måneder af 1999 før den igen steg til 6,2 pct. sidst i februar 2000. Rentespændet over for euroområdet lå på 260 basispoint ultimo februar 2000.

Det britiske pund steg betydeligt over for euroen i 1999. Denne appreciering kan delvis afspejle konjunkturforskelle mellem Storbritanniens og euroområdet økonomi i de senere år. Desuden blev pundet sandsynligvis støttet af den stærke amerikanske dollar, hvilket skyldes den tætte historiske relation mellem dollaren og pundet og den stærke amerikanske økonomi.

Den lange rente steg med ca. 1 procentpoint i løbet af 1999 og lå på 5,4 pct. ultimo februar 2000. Det 10-årige rentespænd over for sammenlignelige renter i euroområdet forsvandt ultimo februar 2000, mens det var 50 basispoint primo 1999.



Kapitel IV

Det europæiske/internationale samarbejde og Eurosystemet

I Europæiske spørgsmål

I.1 Bilaterale forbindelser

ECB oprettede i løbet af 1999 nære forbindelser med centralbankerne i nabolandene uden for EU. Eurosystemet er meget interesseret i den økonomiske udvikling i disse lande, især med hensyn til bæredygtig økonomisk vækst og stabilitetsorienterede politikker, ikke mindst som følge af euroens voksende rolle som ankervaluta for penge- og valutakurspolitikken. En løbende dialog og samarbejde med de pengepolitiske myndigheder i disse lande er derfor af afgørende betydning.

Eurosystemet fokuserede på tre grupper af lande i Europa:

- For det første de *tiltrædelseslande*, der forbereder sig på optagelse i den Europæiske Union (Bulgarien, Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn). Selv om Tyrkiet opnåede status som tiltrædelsesland på Rådets topmøde i Helsinki den 10. og 11. december 1999, er de betingelser, som skal opfyldes inden forhandlingerne indledes, endnu ikke opfyldt.
- For det andet de *lande, som udgør Den Europæiske Frihandelssammenslutning (EFTA)* (Island, Liechtenstein, Norge og Schweiz), og som allerede udviser en høj grad af økonomisk og institutionel integration med EU (som fastlagt ved Aftalen om Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EØS) og andre aftaler).
- For det tredje *regioner og territorier på det vestlige Balkan*, især Kosovo og Montenegro, hvor det internationale samfund efter krisen i Kosovo i 1999 gjorde en indsats for at bringe fred og stabilitet til området og for at genopbygge økonomien.

Tiltrædelseslandene

Eurosystemet har en stærk interesse i udsigten til nye EU-medlemslande, deres efterfølgende deltagelse i den nye valutakursmekanisme (ERM2) samt deres endelige indførelse af euroen, når alle betingelserne er opfyldt. En vedvarende dialog mellem Eurosystemet og centralbankerne i tiltrædelseslandene anses i den forbindelse centralt med henblik på landenes fremtidige integration i ESCB og endeligt selve Eurosystemet.

De officielt anerkendte tiltrædelseslande har allerede en særlig status og tætte forbindelser med EU. I løbet af 1999 indledte EU og seks tiltrædelseslande (Cypern, Estland, Polen, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn) forhandlinger om „ØMU-kapitlet“, dvs. gennemførelsen af bestemmelserne i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og deraf afledte EU-retsakter vedrørende Den Økonomiske og Monetære Union. EU gjorde det klart, at Unionen ikke agtede at give tiltrædelseslandene en særlig dispensationsstatus („opting-out“). Tiltrædelseslandene anmodede til gengæld ikke om særlige overgangsordninger. De indledende forhandlingsrunder om ØMU-kapitlet er derfor afsluttet. Forhandlingerne med yderligere seks tiltrædelseslande (Bulgarien, Letland, Litauen, Malta, Rumænien og Slovakiet) blev indledt i februar 2000. Den helt nøjagtige tidsplan for tiltrædelsen af EU er endnu ikke fastlagt, selv om Det Europæiske Råd på topmødet i Helsinki i december 1999 vedtog, at „EU bør være klar til at modtage nye medlemsstater fra udgangen af 2002, så snart de har vist, at de er i stand til at påtage sig de forpligtelser, der følger med et medlemskab, og forhandlingsprocessen er afsluttet med et positivt resultat“.

Eurosystemet er ikke direkte part i forhandlingsprocessen. Det er dog nødvendigt med en vis tilknytning til den overordnede tiltrædelsesproces, især med henblik på spørgsmål, der ligger inden for Eurosystemets egne eller delte kompetenceområder, nemlig penge-

politik, forvaltning af valutareserver, valutakurspolitik, betalingssystemer, indsamling af visse statistiske data og finansiell stabilitet.

Hvad angår spørgsmål, der specielt vedrører Eurosystemet, kan tiltrædelsesprocessen opdeles i fire trin, som bør overvejes separat.

For det første må ansøgerlandene *før tiltrædelsen af EU* føre en uafhængig penge- og valutakurspolitik. Eurosystemet overvåger disse politikker og udviklingen i tiltrædelseslandene nøje, ikke mindst i lyset af deres fremtidige EU-medlemskab. Ansøgerlandene skal sikre, at fællesskabsret (som nu også kaldes „*acquis de l'Union*“) relateret til ØMU omsættes til national lovgivning og gennemføres effektivt før tiltrædelsen.

Ansøgerlandene er i førtiltrædelsesfasen forpligtede til at opfylde de tiltrædelseskriterier, der blev fastlagt på Det Europæiske Råds møde i København i 1993. Landene skal bl.a. have „en velfungerende markedsøkonomi og kunne klare sig i den frie konkurrence og de frie markeds kræfter i Unionen“ og „skal kunne påtage sig de forpligtelser, som medlemskabet medfører, herunder tilslutte sig målet om (...) Den Økonomiske og Monetære Union“.

Overholdelse af ovennævnte „Københavnskriterier“ forudsætter, at tiltrædelseslandene indfører adskillige strukturelle reformer og afslutter overgangen fra planøkonomier til velfungerende markedsøkonomier. Derved fremmes *real konvergens*, som er nødvendig for at forbedre landenes levestandard og integrere deres økonomier yderligere i EU. Selv om opfyldelse af Maastricht-kriterierne *for nominel konvergens* ikke er obligatorisk for tiltrædelse, omfatter „at tilslutte sig målet“ om ØMU også viljen til at stræbe efter gradvise fremskridt inden for nominel konvergens og gennemførelse af en stabilitetsorienteret penge- og finanspolitik. Kort sagt indgår både real og *nominel konvergens* i den samme strategi for at opnå bæredygtig, ikke-inflationær økonomisk vækst, og vær derfor efterstræbes parallelt.

For det andet indtræder de nye medlemslande i Den Økonomiske og Monetære Union ved *tiltrædelse af EU*, men med særlig status som „dispensationslande“. Det betyder i praksis, at de, i overensstemmelse med formuleringen i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, skal behandle deres valutakurspolitik som et spørgsmål af fælles interesse (artikel 124) og betragte deres økonomiske politikker som et spørgsmål af fælles interesse (artikel 99). De indfører dog ikke euroen med det samme, så ansvaret for landenes pengepolitik vil fortsat være de respektive centralbankers. Institutionelt set bliver centralbankerne i de nye EU-lande medlemmer af ESCB. Som centralbankerne i henholdsvis Danmark, Grækenland, Sverige og Storbritannien er de repræsenteret i ECBs Generelle Råd, men ikke i Styrelsesrådet, som er ECBs øverste beslutende organ. Centralbankerne skal bl.a. bidrage til ESCBs statistiske ramme og sikre konsolidering af deres regnskaber, når de er kommet med i euroområdet (ECBs Generelle Råds øvrige opgaver er beskrevet i afsnit 2.3 i kapitel XI).

For det tredje forventes de nye medlemslande *efter at de er kommet ind i EU* (om end ikke nødvendigvis ved tiltrædelsen) at indtræde i ERM2, som knytter de ikke-deltagende medlemslandes valutaer (på nuværende tidspunkt den danske krone og græske drakme) til euroen. Hvad angår betingelserne for deltagelse i ERM2, bør det være muligt at tage landespecifikke forhold i betragtning, da ERM2 er et fleksibelt system.

Endelig vil de nye medlemslande kunne deltage fuldt ud i euroområdet. Medlemskabet er betinget af en undersøgelse af de enkelte landes konvergenssituation, som udføres mindst hvert andet år eller på anmodning af landene. Når de opfylder de nødvendige betingelser som fastlagt i Maastricht-traktaten, indfører de euroen.

Udviklingen mod indførelsen af euroen er ikke nødvendigvis ens i alle tiltrædelseslandene. Det bør på baggrund af landenes forskellige udgangspunkter og stadier i den

økonomiske overgangsproces være muligt at anvende forskellige fremgangsmåder, uden at det går ud over princippet om lige behandling. Kriterierne for nominel konvergens bør gennemføres på en sådan måde, at landene gives klare referencer, som er nødvendige for at bringe deres økonomier i overensstemmelse med standarderne og de endelige mål i ØMUen.

Eurosystemet er indstillet på at rådgive disse lande i deres arbejde med passende strukturelle reformer og stabilitetsorienterede politikker i overensstemmelse med tiltrædelses- og konvergenskriterierne. Eurosystemet vil også gerne yde tiltrædelseslandene teknisk bistand inden for sit kompetenceområde. Faktisk yder adskillige nationale centralbanker (NCBer) i euroområdet allerede teknisk bistand til centralbankerne i tiltrædelseslandene inden for en lang række områder, og det vil de fortsætte med. Der kan forventes en stigning i anmodningerne om teknisk bistand fra tiltrædelseslandene efter deres forberedende arbejde med henblik på integration i ESCB og senere Eurosystemet. Eurosystemet udvikler derfor passende samordnede procedurer til opfyldelse af denne øgede efterspørgsel og sørger samtidig for, at alle tiltrædelseslandene modtager den nødvendige støtte. Eurosystemets ressourcer og ekspertise vil i den forbindelse blive udnyttet fuldt ud, samtidig med at der vedtages konsekvente fremgangsmåder og strategier.

Helsinki-seminaret om tiltrædelsesprocessen

Der blev den 10.-12. november 1999 afholdt et seminar i Helsinki på højt plan om tiltrædelsesprocessen for at indlede en dialog med de pengepolitiske myndigheder i tiltrædelseslandene. Eurosystemet og centralbankcheferne og deres stedfortrædere i Bulgarien, Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet og Slovenien, Tjekkiet og Ungarn deltog i seminaret, som var organiseret af ECB og Suomen Pankki, den finske centralbank, i fællesskab.

Formålet med seminaret var at gennemgå centralbankspørgsmål i forbindelse med tiltrædelsesprocessen for at kortlægge de primære problemområder og fremme samarbejdet mellem Eurosystemet og centralbankerne i tiltrædelseslandene.

De udbytterige og omfattende drøftelser dækkede en lang række spørgsmål fra vedtagelsen af ØMU-relateret fællesskabsret til tiltrædelseslandenes valutakursstrategier og kravene om velfungerende banksystemer og finansmarkeder.

Tilsvarende seminarer afholdes i de følgende år, næste gang i Wien i 2000.

ECBs seminarer med centralbankerne i tiltrædelseslandene

Efter seminaret i Helsinki har ECB afholdt en række specialiserede multilaterale arrangementer som led i en struktureret politik om multilaterale kontakter både på politisk plan (dvs. centralbankchefer og stedfortrædere) og på ekspertplan, hvad angår alle relevante ECB-forretningsområder.

Disse multilaterale arrangementer blev suppleret af bilaterale besøg af centralbankdelegationer fra tiltrædelseslandene hos ECB med mere detaljeret udveksling af synspunkter på ledelses- og personaleplan, især med henblik på disse centralbankers fremtidige indtræden i ESCB. ECB agter at intensivere både sit multilaterale og bilaterale samarbejde med centralbankerne i tiltrædelseslandene.

Forbindelser med centralbankerne i EFTA-landene

ECB videreførte i 1999 traditionen med at holde kontakt med centralbankerne i Island, Norge og Schweiz, hvilket indebærer møder med centralbankcheferne to gange om året. På disse møder gennemgås en lang række spørgsmål af fælles interesse.

ECB indgik også en swapaftale med Norges Bank, som trådte i kraft den 1. januar 1999 for en periode på 12 måneder. Denne aftale erstattede tilsvarende bilaterale swapaftaler mellem Norges Bank og NCBERne i euroområdet. Efter anmodning fra Norges Bank besluttede Styrelsesrådet i december 1999 at forny swapaftalen for år 2000 til et beløb på €1.500 millioner.

Den monetære udvikling på det vestlige Balkan

Som led i sit stabiliseringsarbejde efter konflikten udpegede United Nations Interim Administration Mission in Kosovo (UNMIK) D-marken som den „valuta, der skal bruges til betalinger til en offentlig myndighed“ og liberaliserede denominationen af kontrakter og andre frivillige transaktioner i „enhver udenlandsk valuta, der i vid udstrækning accepteres i Kosovo-området“. I praksis blev D-marken allerede anvendt i Kosovo som det vigtigste betalingsmiddel i kontanttransaktioner og som værdiopbevaringsmiddel, før den nye lovgivning trådte i kraft.

Den 2. november 1999 meddelte regeringen i Montenegro, at „D-marken, ud over den jugoslaviske dinar, indføres som betalingsmiddel i Montenegro“. I Montenegro, som i Kosovo, har D-marksedler traditionelt spillet en vigtig rolle som værdiopbevaringsmiddel og betalingsmiddel.

Både hvad angår Kosovo og Montenegro, bør enhver henvisning i lovgivningen til D-mark læses som euro. De respektive myndigheder traf disse afgørelser ensidigt og uden følger for Eurosystemet, hverken i form af juridiske forpligtelser eller politiske begrænsninger.

1.2 Koordinering af nationale økonomiske politikker i Den Europæiske Union

Via sin deltagelse i en række EU-fora (fx Det Økonomiske og Finansielle Udvalg og Det Økonomiske og Politiske Udvalg) blev ECB

involveret i drøftelser om rammerne for et sammenhængende koordineringsarbejde.

Baggrunden for koordineringen af de økonomiske politikker i ØMU

Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) indebærer, som fastlagt i traktaten, en fælles pengepolitik i euroområdet. Derfor blev ESCB oprettet. Den økonomiske del af ØMUen gav dog ikke anledning til en fælles økonomisk politik. Traktaten kræver snarere, at medlemslandene „betragter deres økonomiske politikker som et spørgsmål af fælles interesse“ (artikel 99). For at udmønte dette princip i praksis foreskriver bestemmelserne i traktaten fælles politiske retningslinjer (de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker) og multilateral overvågning. Under forberedelserne til indførelsen af euroen bestræbte medlemslandene sig på at udbygge traktatens rammer ved at udvikle nye koordineringsprocedurer (fx stabilitets- og vækstpagten) og videreudvikle de eksisterende.

Selv om oprettelsen af Det Europæiske Fællesskabs indre marked allerede havde skabt en hidtil uset grad af økonomisk integration mellem EU-landene, bevirker indførelsen af euroen, at de nationale politikere beskæftiger sig mere direkte og umiddelbart med den økonomiske udvikling i eurolandene. Et lands beslutninger i den økonomiske politik kan „smitte af“ på andre eurolande, især via det fælles finansmarked i euroområdet og markedsdeltagernes ændrede opfattelse. En mindre stram finanspolitik i ét land kan fx udløse et opadrettet pres på de lange renter, som til gengæld ændrer den økonomiske situation i euroområdet som helhed.

Argumenterne for en tættere koordinering af de økonomiske politikker synes ved første øjekast klare. I det omfang forskellige aktører har ansvaret for de indbyrdes forbundne økonomiske politikker, kan koordineringen bidrage til at mindske en negativ afsmitning, skabe et gruppepres, lette udvekslingen af

bedste praksis og derved skabe positive velfærdsvirkninger. En forudsætning for at kunne høste fordelene ved en koordinering af de økonomiske politikker er dog, at koordineringen har en passende form og støtter snarere end strider mod de „koordinerende“ markeds kræfter. Under den nuværende ØMU-struktur varierer koordineringsprocedurerne fra strenge regelbaserede fremgangsmåder (fx stabilitets- og vækstpakten) til mere skønmæssige eller mindre formelle fremgangsmåder med fokus på den politiske dialog (fx „Cardiff-processen“ til overvågning af strukturreformer).

Eurosystemets rolle i EUs ramme for økonomiske politikker

Eurosystemets rolle er fastlagt ved traktatens bestemmelser om dets status og aktiviteter, især dets uafhængighed og hovedmål, nemlig at fastholde prisstabilitet. Som følge heraf kan Eurosystemet ikke indgå nogen form for aftale om et bestemt „policy mix“, da dette kan forpligte Eurosystemet til at føre en pengepolitik, som strider mod hovedmålet om prisstabilitet.

Den klare adskillelse af de politiske ansvarsområder mellem de monetære myndigheder og regeringerne er rodfæstet i overbevisningen om – bekræftet af årtiers praktiske erfaring og omfattende økonomiske forskning – at det i høj grad fremmer opnåelse af prisstabilitet på en troværdig og holdbar måde, hvis de ansvarlige for pengepolitikken forpligtes til at fastholde prisstabilitet som hovedmål. På den måde yder pengepolitikken det bedst mulige bidrag til de overordnede økonomiske målsætninger for Den Europæiske Union og dens borgere.

Da koordinering af de økonomiske politikker hovedsagelig er et spørgsmål om samarbejde mellem medlemslandene, er ECBs bidrag til den overordnede koordineringsproces en dialog med de kompetente europæiske organer, især Ministerrådet og Euro-III-gruppen, hvor der udveksles synspunkter og informationer. De politiske aktørers særlige

rettigheder og uafhængighed respekteres i denne dialog.

Instrumenter og fora for koordinering af politikkerne

De økonomiske politikker i EU koordineres i en årlig cyklus, som er centreret om de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker. Disse retningslinjer, som Det Europæiske Råd godkender hvert år, sætter kursen for den overordnede udførelse af de økonomiske politikker og angiver særlige henstillinger til de enkelte medlemslande. De overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker er udgangspunktet for alle eksisterende koordineringsprocesser, som forenes i en fælles overordnet struktur samt indrettes efter en fælles tidsplan. Der gælder særlige koordineringsprocesser for budgetpolitikken (inden for rammerne af stabilitets- og vækstpakten), beskæftigelsespolitikken („Luxembourg-processen“) og de strukturelle reformpolitikker („Cardiff-processen“) – hver med sit karakteristiske regelsæt og sine koordineringsfora. Desuden iværksatte den europæiske beskæftigelsespagt den makroøkonomiske dialog, som beskrives nærmere i afsnit 1.3 nedenfor.

I overensstemmelse med konklusionerne på Det Europæiske Råds møde i Luxembourg i 1997 er det vigtigste forum for koordineringen af de økonomiske politikker Ministerrådet for økonomi- og finansministrene (ECOFIN), som især vedtager den henstilling, der fastlægger de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, og fremsætter udtalelser om stabilitets- og konvergensprogrammerne. I overensstemmelse med bestemmelserne i traktaten (artikel 113), skal formanden for ECB inviteres til at deltage i Rådets møder, når det behandler spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver. Medlemmer af ECBs Direktion er på løbende basis til stede ved Rådets møder, hvor de deltager i udveksling af synspunkter vedrørende overordnede økonomiske spørgsmål i en bredere sammenhæng. Endvidere giver de uformelle møder i

ECOFIN-rådet og Euro-11-gruppen – hvor ECB kan blive og har været inviteret – mulighed for en fri udveksling af synspunkter og fungerer dermed som forum for en åben dialog mellem ministrene og ECB.

1.3 Den makroøkonomiske dialog

Det Europæiske Råd tog på mødet i Köln den 3. og 4. juni 1999 initiativ til at indgå en europæisk beskæftigelsespagt, der sigter mod en bæredygtig reduktion af arbejdsløsheden. Den europæiske beskæftigelsespagt bygger på tre „søjler“, som alle betragtes som langsigtede processer, der skal udvikles efterhånden og i lyset af skiftende omstændigheder. De tre søjler består af to tidligere initiativer, nemlig Luxembourg- og Cardiff-processen (se ovenfor) og en ny tredje søjle, Köln-processen, der samler medlemslandene, Europa-Kommissionen, de pengepolitiske myndigheder og arbejdsmarkedets parter på EU-plan i en regelmæssig makroøkonomisk dialog.

ECB deltog i de første møder om den makroøkonomiske dialog på både teknisk og politisk niveau (henholdsvis den 29. oktober og den 8. november 1999) og vil fortsat deltage i fremtidige møder.

Omfang og formål

I forbindelse med det forberedende arbejde til udformningen af den europæiske beskæftigelsespagt var der enighed om, at den makroøkonomiske dialog ikke skulle føre til oprettelsen af nye institutioner eller tunge procedurer. Ikke desto mindre skulle der oprettes et forum, hvor de forskellige politiske beslutningstagere kunne holdes orienteret om udviklingen inden for andre relevante politikområder. Regelmæssig udveksling af synspunkter blandt de vigtigste politiske beslutningstagere blev desuden anset for et vigtigt værktøj til at fremme den gensidige forståelse vedrørende hensigtsmæssige betingelser for en stærk, ikke-inflationær vækst og bæredygtig reduktion af arbejdsløsheden.

Det Europæiske Råds resolution om den europæiske beskæftigelsespagt angiver klart, at de overordnede retningslinjer skal forblive „det centrale instrument i den økonomiske og politiske koordinering i EU“. Desuden beskrives passende retningslinjer for de forskellige makroøkonomiske politikker i samme resolution på følgende måde: „*Finanspolitikken* skal overholde målene i stabilitets- og vækstpagten, hvilket betyder, at det skal sikres, at budgetterne på mellemlang sigt bringes tæt på balance eller i overskud. *Lønningerne* må holdes på en bæredygtig vej med en lønudvikling, som er forenelig med prisstabilitet og jobskabelse. *Pengepolitikens* vigtigste prioritet er at opretholde prisstabilitet. I den forbindelse er det afgørende, at pengepolitikken understøttes af en finanspolitik og en lønudvikling af den type, der er beskrevet ovenfor.“

Principper for ECBs deltagelse

ECB gav fra starten udtryk for sin vilje til at deltage i en makroøkonomisk dialog for at udveksle oplysninger og synspunkter med de ansvarlige for finanspolitikken, de strukturelle politikker og lønforhandlingerne. Det var ikke desto mindre nødvendigt at sikre, at dette ikke strider mod ECBs uafhængighed som fastlagt i traktatens artikel 108 (tidligere artikel 107), i henhold til hvilken ECB ikke må søge eller modtage instrukser fra fællesskabsinstitutioner eller -organer under udøvelsen af sine beføjelser og gennemførelsen af sine opgaver og pligter. Det Europæiske Råd anerkendte i overensstemmelse hermed behovet for at respektere ECBs samt alle deltageres uafhængighed i Rådets resolution om den europæiske beskæftigelsespagt.

ECBs rolle i dialogen

ECB har angivet, hvordan den bedst kan bidrage til den makroøkonomiske dialog. For det første kan ECB give en omfattende vurdering af de økonomiske udsigter og på den baggrund forklare ræsonnementet bag sine pengepolitiske beslutninger. For det andet giver den makroøkonomiske dialog ECB

mulighed for at redegøre for sine synspunkter vedrørende væsentlige udfordringer i den økonomiske politik i fremtiden og den hensigtsmæssige retning for makroøkon-

omiske og strukturelle politikker med henblik på at nå det endelige mål om varig vækst og høj beskæftigelse i et miljø med prisstabilitet.

2 Internationale spørgsmål

Indførelsen af euroen medfører en overførsel af vigtig centralbankkompetence fra nationalt plan til fællesskabsplan. Med undtagelse af valutakurspolitikken, hvor ECOFIN-rådet og Eurosystemet deler ansvaret, og politikker for banktilsyn, som Eurosystemet bidrager til, er pengepolitiske og dermed beslægtede centralbankopgaver (fx forvaltning af officielle reserver) udelukkende Eurosystemets kompetence. Hvad angår spørgsmål om de opgaver, der udelukkende varetages af Eurosystemet, tilfalder den internationale repræsentation alene Eurosystemet, sædvanligvis gennem ECB, mens deltagelsen fra NCBerne i euroområdet varierer afhængig af de pågældende institutioner eller fora.

Passende ordninger i forbindelse med Eurosystemets internationale repræsentation af euroområdet skal tage to særlige elementer i betragtning. Det første vedrører de forskellige eurolandes medlemskab af forskellige fora (fx G7 eller G10), hvilket også afspejles på centralbankniveau. Det andet kommer af, at de mellemstatslige institutioner, fx Den Internationale Valutafond (IMF) eller Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD), grundlæggende bygger på princippet om landemedlemskab.

På baggrund heraf blev der i 1998 og begyndelsen af 1999 gennemført ordninger til etablering af arbejdsforbindelser mellem ECB og de relevante internationale institutioner og fora. De nye ordninger blev iværksat i 1999, nogle af dem i forbindelse med ændringer af de institutionelle rammer for det multilaterale samarbejde (se afsnit 2.1). ECB er også begyndt at udvikle bilaterale forbindelser med centralbanker uden for Den Europæiske Union (se afsnit 2.2). I den sammenhæng fokuserede ECB på to emner i 1999: At styrke det

internationale monetære og finansielle systems arkitektur (se afsnit 2.3) samt euroens internationale rolle (se afsnit 2.4).

2.1 ECB i det multilaterale samarbejde

Den Internationale Valutafond (IMF)

ECB deltager i IMF's aktiviteter med observatørstatus, både i Den Internationale Monetære og Finansielle Komité (IMFC, tidligere Interimskomiteen) og i IMF's bestyrelse.

IMF's repræsentantskab besluttede den 30. september 1999 at omdanne Interimskomiteen til IMFC. Den nye komité har i forhold til sin forgænger fået permanent status, hvilket afspejles i, at de forberedende møder organiseres på stedfortræderplan. Bortset fra disse ændringer berører oprettelsen af IMFC stort set ikke de nuværende institutionelle rammer i IMF, hvor repræsentantskabet er det højeste besluttende organ, mens bestyrelsen varetager det daglige arbejde. IMFC rådgiver og rapporterer, som sin forgænger, til repræsentantskabet om tilsyn med styring og tilpasning af det internationale monetære og finansielle system. Der deltager flere observatører i IMFC's møder, herunder formanden for ECB.

Formanden for ECB udnævnte den 8. februar 1999 en permanent repræsentant for ECB i Washington, D.C. med observatørstatus i IMF, som gør det muligt for ECB at være repræsenteret i IMF's bestyrelse.

I henhold til sit mandat (se boks 6) repræsenterede ECBs observatør bl.a. Eurosystemet på mødet i IMF's bestyrelse den 26. marts 1999, hvor den første IMF-rapport, „Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro

Area“, blev drøftet. IMF offentliggjorde den 23. april 1999 en note til informering af offentligheden (PIN), som indeholdt en orientering om IMF's bestyrelses vurdering af de økonomiske politikker i euroområdet. I forbindelse med den næste høringscyklus i 2000 skal Eurosystemet deltage i pilotprojektet om frivillig udgivelse af IMF-rapporter om penge- og valutapolitikker i euroområdet. Dette pilotprojekt er et vigtigt element i IMF's løbende bestræbelser på at forbedre sin gennemskuelighed, hvilket støttes fuldt ud af Eurosystemet.

G7-gruppens finansministre og centralbankchefer samt relaterede grupper (FSF, G20)

Formanden for ECB og EU-formandskabet repræsenterede euroområdet på tre møder mellem G7-gruppens finansministre og centralbankchefer i 1999.

Formanden for ECB repræsenterede Eurosystemet i forbindelse med gennemgangen af spørgsmål vedrørende valutakurser og multilateral overvågning. Centralbankcheferne i G7-landene i euroområdet (Tyskland, Frankrig, Italien) deltog i G7-møderne vedrørende vurdering af fremskridtene mod en styrkelse af den internationale finansielle arkitektur. G7-landenes finansministre forelagde på baggrund af drøftelserne en rapport til det økonomiske topmøde i Köln (den 18. juni 1999) om „Strengthening the International Financial Architecture“.

Forum for finansiell stabilitet (FSF)

På mødet i Bonn i februar 1999 godkendte G7-landenes finansministre og centralbankchefer Tietmeyer-rapportens henstilling om at oprette et forum for finansiell stabilitet – FSF. Formålet er at vurdere sårbare punkter i det internationale finansielle system, identificere og overvåge de handlinger, der er nødvendige for at gøre noget ved disse sårbare punkter, og forbedre koordineringen og udvekslingen af oplysninger mellem de forskellige myndig-

heder, der er ansvarlige for finansiell stabilitet. FSF består af de nationale myndigheder, der er ansvarlige for finansiell stabilitet i G7-landene (dvs. finansministre, centralbanker og finanstilsynsorganer). Adskillige internationale institutioner og grupper, der beskæftiger sig med finansiell stabilitet – organer, der sætter standarder, eller som er involveret i kontrol og tilsyn med finansielle systemer – er medlem af FSF (fx BIS, IMF, Verdensbanken, OECD). ECB deltager i FSF som observatør.

På mødet den 15. september 1999 udvidede FSF medlemskabet med fire lande uden for G7, der repræsenterer store finanscentre (Holland, Singapore, Australien og Hongkong).

FSF holdt to møder i 1999. Efter mødet i april blev der nedsat tre arbejdsgrupper, der skulle analysere spørgsmål af relevans for systemisk stabilitet, nemlig en arbejdsgruppe om henholdsvis højt gearede institutioner, kapitalbevægelser og offshore finanscentre. Grupperne udarbejdede foreløbige rapporter til medlemmerne af FSF, som blev forelagt på mødet i september 1999 (se yderligere oplysninger i afsnit 2.3). På dette møde enedes FSF også om at oprette en ekspertgruppe om gennemførelse af standarder og en undersøgelsesgruppe om indskydergarantiordninger.

G20

På mødet i september meddelte G7-gruppen, at der ville blive oprettet en såkaldt G20-gruppe. Det nye forum blev skabt som en udvidelse af den uformelle dialog mellem økonomier med systemisk betydning vedrørende nøglespørgsmål om økonomisk politik og finanspolitik. Både EU-formandskabet og formanden for ECB deltager i det nye forum tillige med ministre og centralbankchefer fra G7-landene og følgende lande: Argentina, Australien, Brasilien, Indien, Indonesien, Kina, Mexico, Rusland, Saudi-Arabien, Sydafrika, Sydkorea og Tyrkiet. For at få et effektivt samarbejde med IMF og Verdensbanken er formanden for Verdensbanken, den

Boks 6

ECBs permanente repræsentation i Washington, D.C. – funktion og aktiviteter

IMFs bestyrelse besluttede den 21. december 1998 at give ECB observatørstatus. Det betyder, at ECBs observatør har en stående invitation til at repræsentere Eurosystemet på IMFs bestyrelsesmøder, hvor der drøftes spørgsmål, som er relevante for euroområdet penge- og valutakurspolitik. Det omfatter:

- Møder som led i overvågningsprocessen med myndighederne i euroområdet, dvs. overvågning i henhold til artikel IV af eurorådets fælles penge- og valutakurspolitik og af de enkelte eurolandes politik.
- Euroens rolle i det internationale monetære system.
- IMFs multilaterale overvågningsproces (de verdensøkonomiske udsigter, internationale kapitalmarkeder, udviklingen i verdensøkonomien og på verdensmarkederne).

ECBs repræsentant inviteres desuden til at deltage i enkelte møder om sager, som ECB og IMF finder at være af gensidig interesse for udøvelsen af deres mandater. ECB har på den baggrund etableret en permanent repræsentation i Washington, D.C.

ECBs repræsentants aktiviteter som observatør omfatter deltagelse i IMFs bestyrelsesmøder om emner, der henhører under ovennævnte områder, samt at optræde som primært forbindelsesled mellem IMF og ECB om andre spørgsmål af fælles interesse. Repræsentanten ledsager også IMFs delegationer på deres møder i ECB i forbindelse med IMFs overvågning i henhold til artikel IV af eurorådets fælles penge- og valutakurspolitik. Som medlem af ECBs delegation til IMFs årsmøder og Den Internationale Monetære og Finansielle Komité's møder i foråret assisterer repræsentanten desuden formanden for ECB, der deltager i disse møder som observatør.

ECBs repræsentation i Washington, D.C., er løbende i kontakt med de amerikanske myndigheder, især det amerikanske centralbanksystem. Repræsentationen indsamler derudover information om udviklingen i USA og oplyser interesserede parter om emner, der vedrører euroområdet. Som en del af disse opgaver holder repræsentanten kontakt med finansmarkedet, den akademiske verden og forskningsinstitutioner i USA.

administrerende direktør for IMF og formændene for IMFC og Udviklingskomiteen blevet inviteret til at deltage som selvskrevne medlemmer af gruppen.

På G20-gruppens første møde, der blev afholdt i Berlin den 15.-16. december 1999 under ledelse af den canadiske finansminister, Paul Martin, drøftede ministrene og centralbankcheferne den nye gruppes rolle og målsætninger. De enedes om, at G20-gruppen udgør et nyttigt forum for uformelle drøftelser, mens Bretton Woods-institutionerne, især IMF, fortsat bør være de besluttende organer i forbindelse med internationale monetære og finansielle spørgsmål. De identificerede desuden de hovedspørgsmål, der skal

tages fat på, både på indenlandsk og internationalt plan, for at reducere makroøkonomisk og finansiell sårbarhed. I denne sammenhæng blev behovet for at tilpasse valutakurssystemer, således at de er i overensstemmelse med indenlandske, makroøkonomiske og strukturelle politikker, understreget. En forbedret overordnet forvaltning af den offentlige og private sektors udenlandske aktiver og passiver blev ligeledes anset for medvirkende til at mindske følsomheden over for stød. G20-gruppen forpligtede sig endvidere til at udvise lederskab i gennemførelsen af kodekser og standarder (se afsnit 2.3). G20-gruppens ministre og centralbankchefer afholder det næste møde i Canada i efteråret 2000.

G10-ministrene og -centralbankcheferne

Formanden for ECB deltog i to møder mellem finansministrene og centralbankcheferne i G10-landene (Belgien, Canada, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Schweiz, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA). Der blev hovedsagelig sat fokus på forebyggelse og håndtering af internationale finanskriser samt den private sektors involvering i denne forbindelse (se afsnit 2.3). G10-ministrene og -centralbankcheferne enedes på mødet den 26. september 1999 om at påbegynde arbejdet med den løbende konsolidering af den finansielle sektor.

G10-centralbankcheferne og fora i forbindelse med Den Internationale Betalingsbank (BIS)

BIS spiller en vigtig rolle i fremme af samarbejdet mellem centralbankerne, især gennem møder for G10-centralbankcheferne, hvor også formanden for ECB og centralbankcheferne fra fem NCB'er i euroområdet (Belgien, Frankrig, Tyskland, Italien og Holland) deltager. G10-centralbankcheferne overvåger regelmæssigt (syv gange om året) den monetære og økonomiske udvikling samt vigtige tendenser på de internationale kapitalmarkeder. G10-centralbankcheferne vejleder også komiteerne i G10-regi, som beskæftiger sig med spørgsmål af relevans for centralbankerne. ECBs repræsentanter deltager i Basel-komiteen for banktilsyn (Basel-komiteen), komiteen for det globale finansielle system (CGFS), komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS), komiteen for guld og udenlandsk valuta, regelmæssige møder mellem statistikere, økonomer, interne revisorer og databank eksperter i centralbankerne samt i alle de grupper, der er oprettet af disse komiteer.

ECB blev den 9. december 1999 aktionær i BIS, idet banken overtog 3.000 aktier i BIS' tredje kapitaltranche sammen med centralbankerne i Argentina, Indonesien, Malaysia og Thailand.

Organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling (OECD)

Med protokol nr. 1 til OECD-konventionen som retsgrundlag bekræftede generalsekretæren for OECD i februar 1999, at ECB kunne deltage i arbejdet i OECDs relevante komiteer og arbejdsgrupper som separat medlem af De Europæiske Fællesskabers delegation sammen med Europa-Kommissionen. ECB deltog i følgende komiteers og arbejdsgruppers møder: Komiteen for økonomisk politik og dens arbejdsgrupper (arbejdsgruppe 1 og 3 og arbejdsgruppen vedrørende kortfristede økonomiske udsigter), de monetære eksperter møde, komiteen for gennemgang af økonomi og udvikling (EDRC) samt komiteen for finansmarkeder (FMC). I forbindelse med den regelmæssige gennemgang af landene i komiteen for gennemgang af økonomi og udvikling tilpasser OECD sin gennemgang af euroområdet efter de nye institutionelle rammer. Eurolandene har i princippet tilsluttet sig at supplere gennemgangen af de enkelte eurolande med en regelmæssig gennemgang i EDRC-regi af udviklingen og politikkerne i euroområdet. Da de praktiske foranstaltninger stadig mangler at blive udarbejdet, blev der i 1999 afholdt et uformelt seminar for at gennemgå den fælles penge- og valutakurspolitik i euroområdet.

2.2 Udvikling af bilaterale forbindelser mellem ECB og lande uden for Den Europæiske Union

I løbet af sit første år har ECB oprettet omfattende bilaterale kontakter og arbejdsforbindelser med centralbanker og andre institutioner i lande uden for Den Europæiske Union.

I 1999 besøgte direktionsmedlemmerne bl.a. adskillige lande i Asien, hvor man gennemgik spørgsmål af fælles interesse og betydningen for det asiatiske område af euroens indførelse.

Direktionen tog imod en række officielle delegationer fra lande uden for EU hos ECB i

Frankfurt. I den forbindelse afholdt ECB et møde mellem finansministre fra Asien og Europa (ASEM) den 15.-16. januar 1999. Adskillige repræsentanter på højt plan fra de latinamerikanske lande besøgte ligeledes ECB i løbet af året.

2.3 Det internationale monetære og finansielle systems arkitektur

I overensstemmelse med arrangementer i forbindelse med sin internationale repræsentation af Eurosystemet har ECB taget del i nye initiativer og hidtidige fremskridt mod at styrke det internationale monetære og finansielle systems arkitektur. Siden krisen i Mexico i 1994-95 og efter de finansielle kriser, der påvirkede de østasiatiske økonomier i 1997-98, er det internationale samfund begyndt at arbejde på at fremme et mere stabilt globalt kapitalmarked. På basis af væsentligt forbedrede udsigter for verdensøkonomien blev der i 1999 gjort yderligere fremskridt for at gennemføre allerede aftalte foranstaltninger, og der blev aftalt nye initiativer.

Gennemskuelighed, kodekser og standarder

De mest synlige fremskridt er sket inden for fremme af gennemskuelighed og ansvarlighed over for den offentlige og private sektor. Initiativer på dette område skal forbedre omfanget og kvaliteten af oplysninger til støtte for bedre privat og offentlig beslutningstagning, hvilket igen fremmer den finansielle stabilitet. Ud over en forbedring af dataindsamlingen i både den offentlige og private sektor har det internationale samfund gjort en aktiv indsats for at fremme udviklingen og udbredelsen af adfærdskodekser og standarder på forskellige områder.

Hvad angår gennemskuelighed i forbindelse med data, er der taget adskillige initiativer vedrørende beslutningsprocessen i de internationale institutioner. Information er nu tilgængelig, på frivillig basis, om landes

IMF-støttede programmer (hensigtserklæringer, politiske rammeerklæringer og i fremtiden dokumenter om strategier til nedbringelse af fattigdom, som skal fungere som basisdokumenter for den nyoprettede PRGF-facilitet til nedbringelse af fattigdom og fremme af vækst) samt om overvågning i henhold til artikel IV (informationsmeddelelser til offentligheden om resultater af IMFs bestyrelsesmøder). IMFs bestyrelse iværksatte i april 1999 et pilotprojekt for at fremme gennemskueligheden yderligere gennem frivillig offentliggørelse af artikel IV-rapporter.

For at fremlægge omfattende, troværdige og ensartede data om den offentlige sektors udenlandske reserveaktiver og -passiver har IMF og G10-centralbankerne aftalt en datastandard for publicering af statistik om internationale reserver og likviditet i udenlandsk valuta i henhold til IMFs særlige datastandard (SDDS). Overholdelse i henhold til SDDS sker på frivillig basis, og de fleste G10-lande har planer om eller er allerede begyndt at rapportere på det nye grundlag.

Det er også vigtigt at forbedre gennemskueligheden i forbindelse med den private sektor. Flere arbejdsgrupper i BIS-regi (se afsnit 2.1 ovenfor) har udarbejdet en række initiativer på dette område. For at forbedre kvaliteten af BIS' konsoliderede internationale bankstatistik har CGFS besluttet at øge indberetningsfrekvensen fra halvårligt til kvartalsvis med virkning fra januar 2000. Kreditengagementer over for de endelige modparter offentliggøres også nu, ud over kreditengagementer over for de umiddelbare modparter. Under flere gruppers fælles ledelse (BCBS, CGFS, FSF, den internationale forsikringstilsynsorganisation (IAIS), den Internationale Komité for Regnskabsstandarder (IASC) og den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO)) er der taget adskillige initiativer for at udbygge oplysningskravene til de enkelte institutioner på finansmarkedet.

Hvad angår udvikling og udbredelse af standarder og adfærdskodekser, er den største udfordring en lang række udviklingslandes og

nye vækstøkonomiers gennemførelse heraf. Det forventes, at yderligere fremskridt på dette område bidrager betydeligt til forebyggelse af kriser ved at forbedre de institutionelle rammer for beslutningsprocessen i den offentlige sektor samt øge informationen til markedsdeltagerne med henblik på deres egen risikovurdering. Det internationale finansielle samfund er på nuværende tidspunkt ved at vurdere, hvordan de enkelte landes overholdelse af internationalt aftalte adfærdskodekser og standarder kontrolleres mest effektivt.

I forbindelse med et pilotprojekt har IMF sammen med de relevante myndigheder i de berørte lande iværksat en række forsøgsrapporter om overholdelse af standarder og kodekser (ROSCer). Disse rapporter vurderer medlemslandenes overholdelse af visse internationalt anerkendte standarder med størst fokus på de områder, som direkte vedrører IMF.

Efter IMF's vedtagelse i november 1998 af en adfærdskodeks for gennemsækelighed i finanspolitikken (efterfølgende ændret i april 1999) blev en adfærdskodeks for gennemsækelighed i penge- og tilsynspolitikken vedtaget på IMF's årsmøde i september 1999. Eurosystemet har sammen med BIS og en repræsentativ gruppe af centralbanker og andre eksperter været aktivt involveret i udformningen af kodeksen. Der arbejdes også på at udarbejde støttedokumentation til kodeksen. Det forventes, at overholdelsen af adfærdskodeksen for gennemsækelighed i penge- og tilsynspolitikken vil blive overvåget i de ovennævnte ROSC'er. Dette afspejles allerede i nogle af de forsøgsrapporter, som IMF har udarbejdet hidtil, og som findes på IMF's websted. Eksperter fra Eurosystemet har deltaget i denne overvågning.

Endelig er der iværksat forskellige initiativer for at fremme udviklingen og gennemførelsen af standarder, som er relevante for de finansielle systemers funktion. Der er etableret en arbejdsgruppe i FSF-regi om gennemførelse af standarder for at undersøge, hvordan man kan fremme gennemførelsen af internationale

standarder og adfærdskodekser, der er relevante for styrkelsen af de finansielle systemer. På området bankstandarder offentliggjorde Basel-komiteen i juni 1999 et forslag til nye rammer for dens kapitaldækning, som består af tre søjler: Minimumskrav vedrørende kapitaldækning (en udvikling og udvidelse af aftalen af 1988), en tilsynsførende og intern gennemgang af en institutions kapitaldækning samt effektiv udnyttelse af markedsdisciplin. Basel-komiteen efterlyste kommentarer fra alle interesserede parter inden marts 2000 med henblik på at fremsætte mere detaljerede forslag senere på året.

Styrkelse af stabiliteten i finanssektoren

Forskellige institutioner og fora, fx IMF, Verdensbanken og Basel-komiteen, arbejder på at forbedre de finansielle systemers funktion samt de lovgivnings- og kontrolmæssige rammer.

Det nye forum, FSF, forventes at øge udvekslingen af oplysninger og det internationale samarbejde mellem de kompetente nationale og internationale organer inden for tilsyn med finansmarkederne, især på tværs af sektorerne. To af arbejdsgrupperne under FSF forventes desuden at udarbejde politikhenstillinger, der skal reducere risiciene i forbindelse med ikke-regulerede eller dårligt regulerede segmenter af de finansielle systemer, især højt gearede institutioner og offshore-finanscentre.

Selv om Basel-komiteen ikke udfører en egentlig vurdering af landenes overholdelse af komiteens hovedprincipper for effektivt banktilsyn (vedtaget i 1997), offentliggjorde komiteen i oktober 1999 et dokument for at opstille metoder til en vurdering af overholdelsen heraf. Dette dokument skal bidrage til IMF's og Verdensbankens overvågning af finanssektoren. Komiteen for samarbejde i finanssektoren (FSLC) vil koordinere programmer i IMF/Verdensbankregi for overvågning og vurdering af finanssektoren, hvorved medlemmernes finansielle systemers styrke og svage punkter skal vurderes. IMF og

Verdensbanken har iværksat et program for vurdering af finanssektoren (FSAP), hvor fælles grupper med deltagelse af eksperter fra nationale tilsynsmyndigheder vurderer de nationale finanssektors svage punkter, til at begynde med i en række udvalgte lande. På grundlag af disse tiltag og på forsøgsbasis har IMF udarbejdet vurderinger af stabiliteten i finanssektoren (FSSA'er) som baggrundsdokumentation for artikel IV-høringer.

Valutakursordninger og liberalisering af kapitalposterne

Et andet vigtigt område, som løbende analyseres og drøftes, er hensigtsmæssige valutakursordninger, da bestræbelserne på fastholdelse af ikke-bæredygtige valutakursordninger spillede en stor rolle i forbindelse med de seneste finanskriser. Som det er blevet understreget i de seneste drøftelser i IMF og andre fora, varierer den optimale valutakursordning fra land til land. Desuden kan den optimale valutakursordning for et land med tiden ændre sig afhængigt af landets makroøkonomiske og finansielle udvikling. Eurosystemet mener, at IMF's overvågning skal fokusere på, at der skal være overensstemmelse mellem et givent lands valgte valutakursordning og dets makroøkonomiske og strukturelle politik samt dets vigtigste eksterne handelsmæssige og finansielle forbindelser.

Det er ligeledes nødvendigt at liberalisere kapitalposterne yderligere. Selv om der er enighed om, at liberalisering kan medføre store fordele for et land, er håndteringen og rækkefølgen af liberaliseringen ømtålelige spørgsmål. Her er det af afgørende betydning at have sunde makroøkonomiske rammer, herunder en konsekvent penge- og valutakurspolitik, og en stærk finansiel infrastruktur. Fordelene og risiciene ved kontrol med kapitalindstrømning og -udstrømning, herunder en skattebaseret kontrol med indstrømning, er stadig under overvejelse. FSF's arbejdsgruppe om kapitalbevægelser overvejer inden for et beslægtet område en række politikhenstillinger i låntager- og kreditorlande, som med tiden kan reducere kapitalbevægelsernes

volatilitet og risiciene på kort sigt for de finansielle systemer i forbindelse med forholdsmæssig stor udlandsgæld. En nøje forvaltning af den offentlige og private sektors udlandsgæld og mere generelt af de nationale betalingsbalancer spiller en vigtig rolle i denne sammenhæng.

Krisestyring og involvering af den private sektor

Ud over en betydelig stigning i IMF's finansielle ressourcer for at kunne håndtere kriserne i de senere år (herunder fordoblingen af ressourcer, som der kan trækkes på under den tidligere GAB-facilitet (General Arrangement to Borrow) og den nye NAB-facilitet (New Arrangement to Borrow) fra SDR 17 milliarder til SDR 34 milliarder i 1998 og forøgelsen af IMF's kvoter i 1999 med SDR 66 milliarder), har IMF også udviklet nye instrumenter til håndtering af finansielle kriser. IMF's bestyrelse godkendte i april 1999 Contingent Credit Line-faciliteten (CCL), som gør det muligt at yde kortfristet finansiering til lande med en sund økonomisk politik, hvis udlandsstilling trues af smitte fra internationale finanskriser. For at understøtte tilpasningsforanstaltningerne under gældsforhandlinger, har IMF's bestyrelse på ny bekræftet sin politik om fra sag til sag at låne til lande i betalingsstandsning på deres offentlige gæld (vedtaget i 1989). Der er også enighed om, at IMF i princippet kan udvide denne politik til tilfælde af betalingsstandsning på ikke-offentlig gæld.

Der er brug for yderligere fremskridt inden for det komplekse, men vigtige område med at involvere den private sektor i at forebygge og afhjælpe kriser. De seneste finanskriser har fremhævet de forstyrrende virkninger af ændringer i stemningen på markedet. Der er allerede taget visse skridt, fra planlagte til frivillige foranstaltninger (fx oprettelse af kanaler til regelmæssig kommunikation mellem gældslandene og deres private kreditorer og oprettelse af et kreditberedskab fra den private sektor) til mere obligatoriske ordninger (fx anmodede Paris-klubben et land om at søge tilsvarende behandling hos sine

obligationskreditorer). Både IMF's Interimskomiteé og G10-ministrene og -centralbankcheferne støttede rammerne, som er udarbejdet i G7-finansministrenes rapport til det økonomiske topmøde i Köln (den 18. juni 1999).

2.4 Euroens internationale rolle

Indførelsen af euroen den 1. januar 1999 var en stor begivenhed med vigtige implikationer ikke kun i, men også uden for euroområdet. Euroen er den næstmest anvendte valuta internationalt set, både som følge af arven fra de tidligere nationale valutaer, der blev erstattet af euroen, og som følge af euroområdets økonomiske betydning i verdensøkonomien. Udviklingen af euroen som international valuta bliver hovedsagelig en markedsdrevet proces. Især vil private aktørers brug af euroen som investerings- og finansieringsvaluta samt betalingsvaluta spille en fremtrædende rolle. De private aktørers beslutninger påvirkes i stor udstrækning af graden af integration, likviditet og diversifikation på finansmarkederne i euroområdet og af de grænseoverskridende forbindelser i euroområdet. Desuden påvirkes euroens internationale rolle af de økonomiske forhold i euroområdet, således at alle økonomiske politikker bidrager til at holde valutaen sund og stabil.

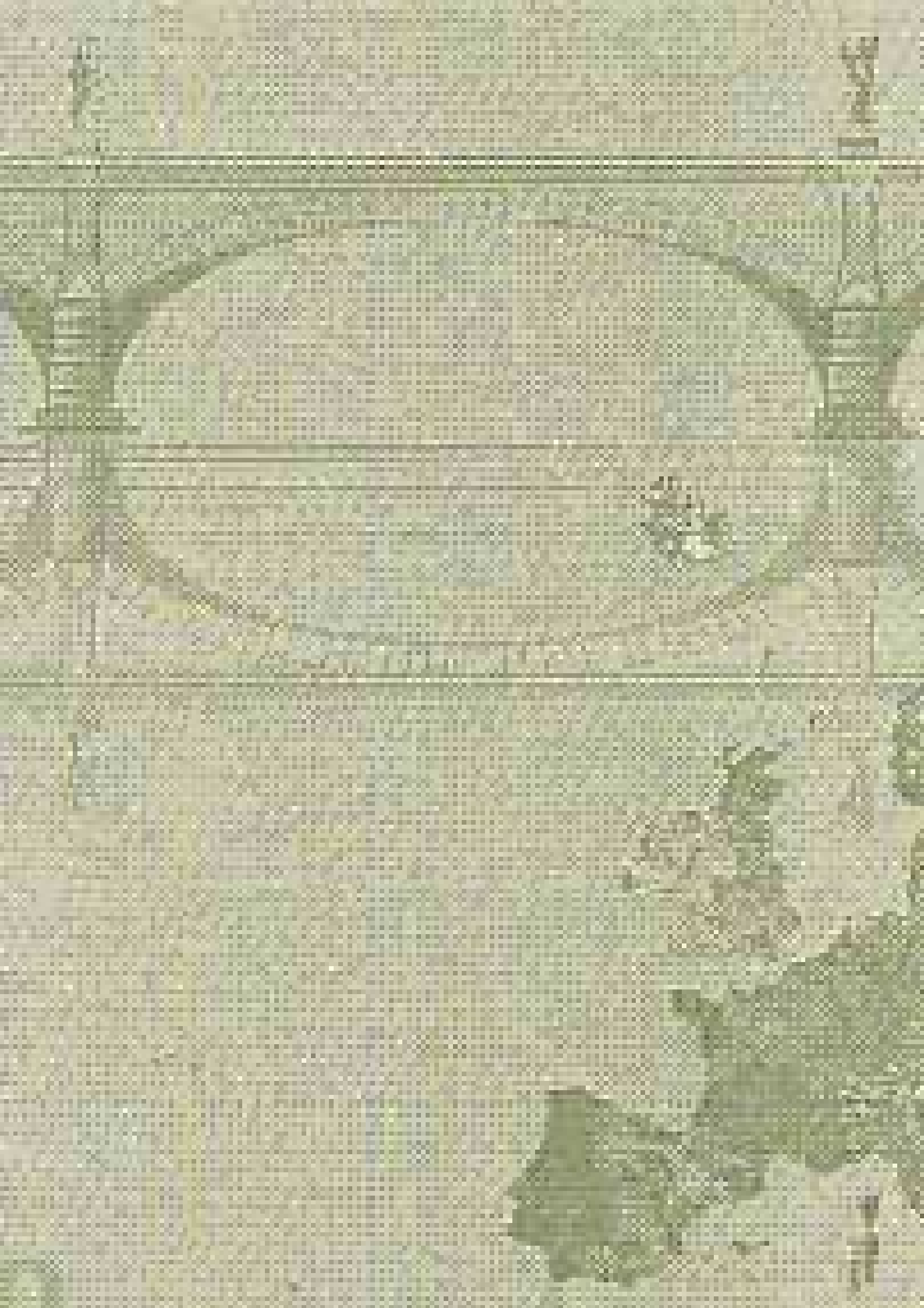
Da internationaliseringen af euroen ikke er et politisk mål i sig selv, vil Eurosystemet hverken fremme eller hindre dette. Eurosystemets pengepolitiske mål om prisstabilitet vil fortsat være en vigtig faktor i forbindelse med investorerne's tillid til euroen. Omvendt er Eurosystemet klar over konsekvenserne af

euroens internationalisering for pengepolitikken. Disse må ikke forringe Eurosystemets evne til at fastholde prisstabilitet.

Euroområdet – med karakteristika, der minder om de to andre store økonomiske områder, USA og Japan, både hvad angår størrelse og en lav grad af handelsmæssig åbenhed – og den forventede stigning i euroens internationale anvendelse har også konsekvenser for det internationale samarbejde.

Som følge af euroområdets økonomiske vægt i verden (mere end en femtedel, hvad angår BNP) forventes euroområdet generelt at spille en vigtig rolle i den internationale samarbejdsproces. Færre deltagere globalt set og mere afbalancerede forbindelser mellem disse bør i princippet fremme det internationale samarbejde, samtidig med at hver deltager bliver mere bevidst om sit ansvar. Denne proces ledsages af en regelmæssig udveksling af synspunkter og samråd mellem de store økonomiske områder.

Ud over tilstrækkelige repræsentationsordninger (med deltagelse af ECB, se afsnit 2.1) forudsætter en mere effektiv international samarbejdsproces og en mindre risiko for politisk inkonsekvens, at euroområdet så vidt muligt indtager en fælles holdning. Derved styrkes euroområdets internationale indflydelse svarende til dets økonomiske betydning. Desuden begrænser det Eurosystemets risiko for at blive presset til at træffe upassende kortsigtede politiske foranstaltninger, der kan underminere den indenlandske stabilitet på langt sigt og derved stabiliteten over for udlandet.



Kapitel V

Betalings- og værdipapirafviklingssystemer

I Opsyn med systemerne for store betalinger

Systemer for store betalinger i euro

Den 4. januar 1999 påbegyndtes operationer i euro i fem betalingssystemer for store betalinger samt TARGET. Alle fem overholder standarderne for sikkerhed som fastlagt i GIO-landenes rapport fra 1999 om „Interbank Netting Schemes“ (Lamfalussy-standarderne). Det drejer sig om euro-clearingsystemet (Euro I) i Clearing Company-regi under Euro Banking Association (EBA), Euro Access Frankfurt (EAF) i Tyskland, Système Net Protégé (SNP) i Frankrig, Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI) i Spanien og Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) i Finland. SNP blev i april 1999 opgraderet og omdannet til et nyt „hybridsystem“ under navnet Paris Net Settlement (PNS). Det nye system omfatter, på samme måde som EAF, elementer fra både netto- og bruttoafviklingssystemer.

I overensstemmelse med Eurosystemets fælles opsynspolitik er NCBERne ansvarlige for opsyn med systemerne i de enkelte lande, hvorimod ECB er ansvarlig for opsyn med Euro I. ECB førte inden for disse rammer især opsyn med de daglige afviklinger i Euro I og fulgte nøje den mere generelle udvikling i EBA. Sidstnævnte indebar bl.a. en stigning i antallet af clearingbanker fra 62 (januar 1999) til 72 (december 1999). Ud over den opsynsmæssige rolle spillede ECB en dobbeltrolle i forbindelse med Euro I, nemlig som udbyder af afviklingsydelse og som depot for en likviditetspulje, der er etableret for at sikre

rettidig afvikling i tilfælde af en deltagers manglende betaling.

Som en del af deres løbende opsynsfunktioner indsamlede og gennemgik ECB og NCBERne regelmæssigt relevante statistiske data vedrørende de vigtigste systemer for store betalinger i euro. Disse data giver værdifulde oplysninger om de forskellige systemers gnidningsløse funktion og udvikling.

Continuous Linked Settlement (CLS)

En gruppe af store valutahandelsbanker oprettede i 1997 Continuous Linked Settlement Services Ltd. (CLSS) i London. CLSS' målsætning er at tilbyde samtidig afvikling i flere valutaer af begge sider af en valuta-handel. Valutaafviklingsrisikoen elimineres således stort set gennem indførelsen af en betaling mod betaling-mekanisme (PVP-mekanisme). Systemet skal ledes af Continuous Linked Settlement Bank (CLSB) i New York, et helejet datterselskab af CLSS. CLSB starter efter planen i 2001. Da det er intentionen, at euroen skal være en af de første valutaer, som CLSB afvikler i, er Eurosystemet involveret i opsynet med systemet. Eurosystemet fokuserede i 1999 især på en vurdering af CLSBs indvirkning på likviditeten i systemerne for store betalinger i euroområdet og stod for et møde med de banker i euroområdet, der er involveret i projektet, for at udveksle synspunkter om dette spørgsmål.

2 Opsyn med detailbetalingssystemerne

Grænseoverskridende detailbetalingsydelse

Det indre markeds gnidningsløse funktion og borgernes og virksomhedernes fulde udnyttelse af dets fordele forudsætter effektive grænseoverskridende detailbetalingsydelse. Serviceniveauet inden for grænseoverskri-

dende detailbetalinger er dog stadig utilfredsstillende, både hvad angår udførelseshastigheden og de afgifter, kunderne pålægges. Gennemførelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/5/EF af 27. januar 1997 om grænseoverskridende pengeoverførsler forventes at forbedre bankernes praksis.

Gennemførelsen af direktivet er dog ikke tilstrækkelig. Da det er et retligt instrument, er det ikke nok til effektivt at gøre noget ved mangler i infrastruktur og standardisering, som på nuværende tidspunkt giver store omkostninger. ECB offentliggjorde i september 1999 på denne baggrund rapporten „Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem’s view“, hvor den nuværende situation blev analyseret og Eurosystemets politiske linje defineret.

Efter en drøftelse af de forskellige muligheder fandt Eurosystemet, at der ikke er grobund for en driftsmæssig involvering på nuværende tidspunkt. Eurosystemet agter snarere at virke som katalysator for ændringer og indlede regelmæssige drøftelser med bank- og betalingsservice-sektoren for at fremme aftaler i euroområdet, der forbedrer miljøet for grænseoverskridende detailoverførsler, især inden for standardisering. For at få gang i drøftelserne og give et klart signal til markederne har Eurosystemet defineret en række målsætninger, som sektoren skal opfylde ved indførelsen af eurosedler og -mønter. Disse målsætninger skal tilskynde sektoren til at foretage både de nødvendige investeringer for at bringe effektivitetsniveauet for grænseoverskridende detailbetalinger tættere på de indenlandske betalingssystemers og tilstræbe en balance mellem det, brugerne forventer, og det, sektoren kan levere på kort sigt.

Et tegn på, at markederne er begyndt at tage fat på problemet, er EBAs initiativ vedrørende mindre betalinger (LVP), der sigter mod at udvikle en service til behandling af grænseoverskridende detailbetalinger i euro. LVP baseres til at begynde med på de tekniske muligheder i Euro 1, og systemet træder efter planen i kraft i 2. halvår 2000.

Elektroniske penge

Selv om elektroniske penge stadig er på de indledende stadier, og væksten har været meget begrænset indtil nu, kan man ikke udelukke muligheden for eksponentiel vækst. Elektroniske penge kan derfor få stor betydning for pengepolitikken i fremtiden. Endvidere skal en række yderligere reguleringsmæssige overvejelser tages i betragtning, fx betalingssystemernes sikkerhed og effektivitet, tillid til betalingsmidlerne, beskyttelse af kunder og forretningsdrivende, finansmarkedernes stabilitet, beskyttelse mod strafbart misbrug og lige vilkår for alle markedsdeltagerne. Det er derfor nødvendigt at opstille klare regler for udstedelse af elektroniske penge.

Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råd er ved at udarbejde direktiver om adgang til at optage og udøve virksomhed som elektronisk pengeinstitut og om en ændring af Rådets direktiv 77/780/EØF af 12. december 1977 om samordning af lovgivningen om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut. ECB har bidraget aktivt til dette arbejde i overensstemmelse med den politiske linje defineret i „Report on electronic money“ (august 1998) og fremlagde sin officielle holdning til de ovennævnte direktivforslag i januar 1999. ECB fremhævede bl.a., at banken går stærkt ind for at klassificere alle udstedere af elektroniske penge som kreditinstitutter samt at pålægge dem et krav om indløselighed. Selv om direktivforslagene tager mange af Eurosystemets bekymringer i betragtning, skal disse vigtige spørgsmål, som endnu ikke er løst, drøftes yderligere med Europa-Parlamentet, der har fået forelagt direktivforslagene til andenbehandling i henhold til proceduren med fælles beslutningstagning.

3 Andre aktiviteter inden for betalingsystemer

ECB offentliggjorde i februar 1999 et tillæg med data fra 1997 til sin „Blue Book“, som er en beskrivelse af betalings- og værdipapirafviklingssystemerne i EU-landene. ECB offentliggjorde desuden i august 1999 rapporten „Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union“ med omfattende oplysninger om de vigtigste betalings- og værdipapirafviklingssy-

stemer i tiltrædelseslandene. Denne rapport blev udarbejdet i samarbejde med centralbankerne i Bulgarien, Cypern, Estland, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. Den er en markant milepæl for det øgede samarbejde om betalingsystemer med centralbankerne i disse lande.

4 Politik for værdipapirafviklingssystemer

Vurdering af værdipapirafviklingssystemerne inden for EU og disses links

Siden offentliggørelsen af rapporten „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“ og den første vurdering af værdipapirafviklingssystemerne (SSSer) i EU i 1998 er SSSernes overholdelse af standarderne i høj grad blevet bedre som følge af en stor indsats fra SSSerne. Derfor er betingelserne for SSSernes anvendelse som følge heraf i mange tilfælde reduceret. Vurderingen af SSSerne blev ajourført i maj 1999, hvor det fremgik, at fem SSSer i euroområdet nu kan anvendes uden betingelser i forhold til en vurdering ved starten af tredje fase af ØMUen. Yderligere ti SSSer har forbedret overholdelsen betydeligt. SSSernes egnethed gennemgås med jævne mellemrum for at tage højde for nye udviklingstendenser.

Nogle af SSSerne i EU har oprettet forbindelser, såkaldte links, mellem sig med henblik på grænseoverskridende overførsel af værdipapirer generelt. Før disse links kan udnyttes i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer og ESCBs intradag kreditoperationer, skal de vurderes i forhold til standarderne for anvendelse af SSSer i EU. Efter vurderingerne i 1999 fandt Styrelsesrådet, at en række links mellem SSSerne kunne godkendes til grænseoverskridende overførsel af sikkerhed i Eurosystemets pengepolitiske operationer og ESCBs intradag

kreditoperationer. Efter første omgang vurderinger blev 26 links i maj anset for at overholde ECBs standarder. Efter anden omgang vurderinger i oktober fandt Styrelsesrådet, at yderligere 21 links kunne godkendes. Flere lande tilbyder således nu markedsalternativer for grænseoverskridende sikkerhedsstilling som supplement til Eurosystemets korrespondentcentralbankmodel (CCBM). Links kan på nuværende tidspunkt godkendes til at blive anvendt uden betaling (FOP), da der endnu ikke findes nogen DVP-ordning (delivery versus payment) for grænseoverskridende overførsler. Styrelsesrådet vurderede og godkendte yderligere links i februar 2000.

Grænseoverskridende overførsel af værdipapirer

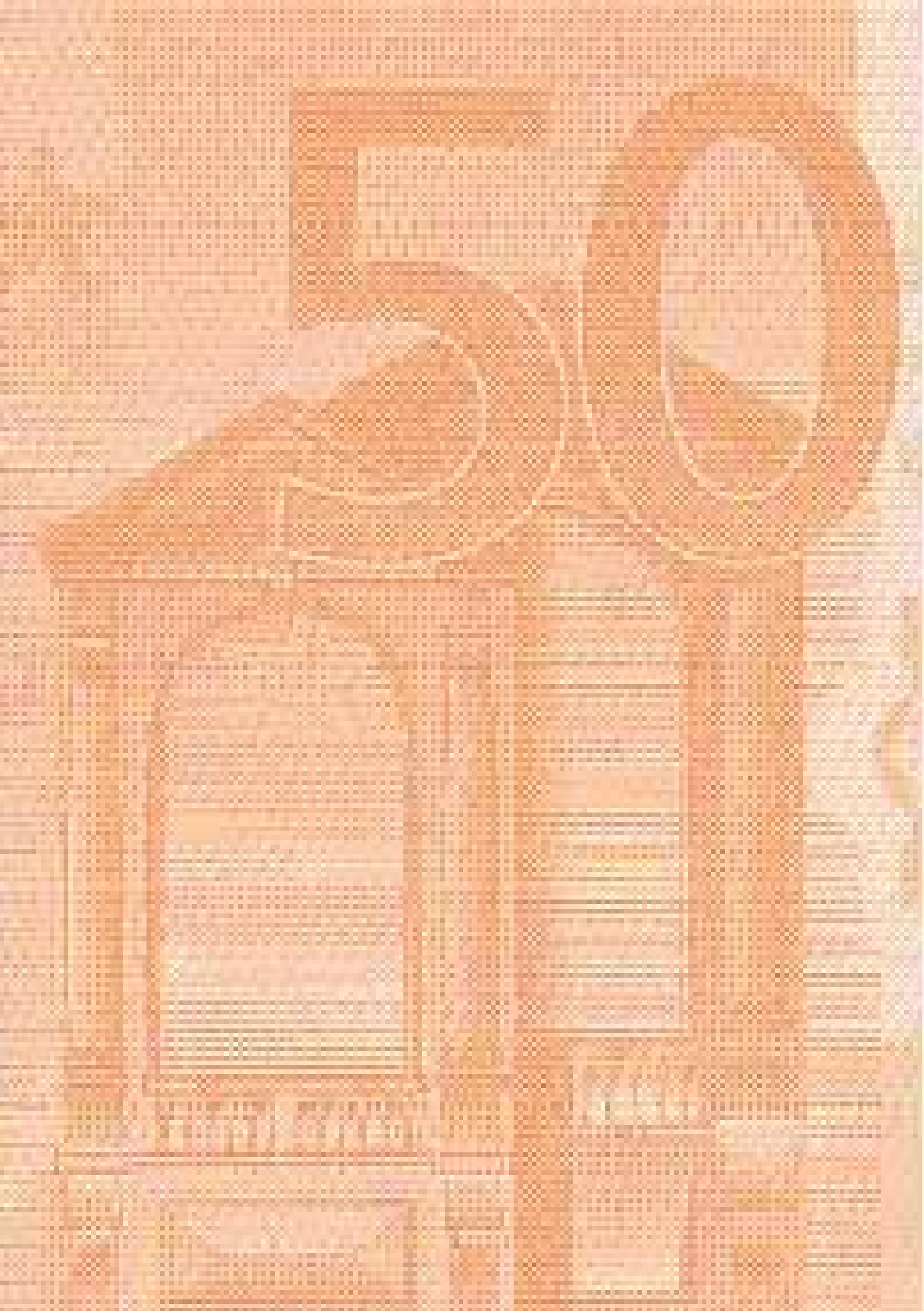
CCBM blev oprettet som en foreløbig løsning til at lette grænseoverskridende sikkerhedsstilling i Eurosystemets pengepolitiske operationer og ESCBs intradag kreditoperationer, indtil den private sektor udvikler mere omfattende løsninger til grænseoverskridende anvendelse af værdipapirer generelt. Grænseoverskridende overførsel af værdipapirer generelt er efterhånden blevet et vigtigt spørgsmål for det private marked, der forsøger at udvikle ikke blot links, men også yderligere markeds løsninger for at lette grænseoverskridende overførsel. Markedsdeltagerne i euroområdet har tendens til at gå ind for en mere effektiv og

integreret infrastruktur for værdipapirafvikling. Der gennemføres adskillige indbyrdes konkurrerende projekter; Eurosystemet forholder sig imidlertid i den henseende neutralt. Eurosystemet vil forsøge at sikre, at alle foreslåede alternativer yder et vist niveau af sikkerhed, som er i overensstemmelse med standarderne for sikkerhedsstilling i Eurosystemets pengepolitiske operationer og ESCBs intradag kreditoperationer.

Infrastrukturelle barrierer for integration af markedet for genkøbsforretninger i euroområdet

Eurosystemet er særdeles interesseret i velfungerende finansmarkeder i euroområdet, især med henblik på at sikre den pengepoli-

tiske transmissionsmekanisme. Eurosystemets undersøgelser i denne sammenhæng har vist, at det sikrede pengemarked ikke er integreret i euroområdet som helhed i modsætning til det usikrede pengemarked. Et af de analyserede spørgsmål vedrørte de nuværende infrastrukturelle barrierer for integration, især inden for værdipapirafvikling. De eventuelle hindringer for yderligere integration på dette område udgøres af manglen på grænseoverskridende afviklingsprocedurer baseret på levering mod betaling (DVP) og de forskellige retlige rammer, der er skræddersyet til de indenlandske markeders behov. Det står klart, at Eurosystemet skal bidrage til at øge bevidstheden om disse problemer. Initiativer til at finde løsninger skal dog først og fremmest komme fra markedet.



Kapitel VI

Finansiell stabilitet og banktilsyn

I De institutionelle rammer for finansiel stabilitet

De institutionelle rammer for finansiel stabilitet i EU og i euroområdet er baseret på national kompetence og internationalt samarbejde. Forskellige nationale strukturer og praksis bidrager således til opfyldelse af målsætningerne om finansiel stabilitet inden for de harmoniserede lovgivningsrammer i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (traktaten) og EF-direktiverne.

Traktaten beskriver de instrumenter, der i tredje fase af Den økonomiske og Monetære Union (ØMU) er nødvendige for at samordne området for den fælles pengepolitik (dvs. euroområdet) med området for de nationale tilsynspolitikker (indenlandske institutioner). For det første skal Eurosystemet „bidrage til en smidig gennemførelse af de kompetente myndigheders politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet“ (artikel 105, stk. 5, i traktaten). For det andet tildeles ECB en rådgivende funktion i relation til fællesskabslovgivningen (artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 25, stk. 1, i ESCB-statutten). Dette afspejler, at Eurosystemet, som centralbank for euroområdet, har interesse i at fastholde stabiliteten i det finansielle system.

Banktilsynskomiteen, som består af højtstående repræsentanter fra centralbankerne og banktilsynsmyndighederne, er Eurosystemets primære støtteorgan i forbindelse med udførelsen af ovennævnte opgaver. Selv om artikel 105, stk. 5, i traktaten kun gælder for eurolandene, omfatter samarbejdet i Banktilsynskomiteen alle centralbanker og tilsynsmyndigheder i de 15 EU-lande. Samtidig kan Banktilsynskomiteen fungere som høringsforum for EUs banktilsyn i forbindelse med spørgsmål, som ikke vedrører Eurosystemets tilsynsopgaver. Denne dobbeltfunktion betyder, at NCberne og tilsynsmyndighederne kan samarbejde på tværs af landegrænserne, hvis det bliver nødvendigt. De eksisterende systemer kan beskrives ved at se på samordningsmekanismerne (i) i Eurosystemet, (ii) mellem tilsynene og Eurosystemet og (iii) blandt tilsynsmyndighederne.

Samordningsmekanismerne er især vigtige i Eurosystemet. Det gælder bl.a. *likviditetsberedskabet* (ELA), som er den støtte, centralbanker yder under usædvanlige omstændigheder og på individuel basis til midlertidigt illikvide institutter og markeder. Det skal indledningsvis understreges, at der ikke bør lægges for megen vægt på ELAs betydning. Støtte fra centralbanker skal ikke betragtes som et vigtigt middel til at sikre finansiel stabilitet, da det indebærer et „moral hazard“-problem. Forebyggende foranstaltninger til etablering af en forsvarlig risikostyring i de finansielle institutioner og effektiv lovgivning og tilsyn for at opfylde dette mål er det første modtræk mod alt for risikovillig adfærd og finansielle problemer. Desuden har ELA i de sidste årtier været anvendt meget sjældent i industrilandene, mens andre dele af sikkerhedsnettet har fået stigende betydning inden for håndtering af kriser. Hvis der skulle opstå en finansiel krise, er der dog allerede etableret mekanismer til håndtering heraf. Hovedprincippet er, at den kompetente NCB tager beslutningen vedrørende tilførsel af støtte gennem ELA til et institut inden for dens jurisdiktion og påtager sig ansvaret og omkostningerne i forbindelse hermed. Mekanismer til sikring af tilstrækkelig information er allerede etableret, så en eventuel likviditets-effekt kan kontrolleres i overensstemmelse med den hensigtsmæssige politiske linje i den fælles pengepolitik. Aftalen om ELA gælder internt i Eurosystemet og påvirker således ikke de eksisterende ordninger mellem centralbanker og tilsyn på nationalt niveau eller bilateralt og multilateralt samarbejde mellem tilsyn samt mellem sidstnævnte og Eurosystemet. For at disse ordninger kan fungere problemfrit kræves det dog, at der hurtigt og effektivt kan gennemføres samordningsmekanismer for at håndtere de grænseoverskridende følger af eventuelle finanskriser og forhindre afsmitning.

Hvad angår *samarbejdet mellem Eurosystemet og tilsynsmyndigheder* i EU-landene, er Banktilsynskomiteen det primære forum for relevante spørgsmål. Banktilsynskomiteen hjælper Euro-

systemet i forbindelse med spørgsmål om banktilsyn og finansiell stabilitet, hvilket indebærer undersøgelse af spørgsmål af makroprudentiel karakter, gennemgang af udviklingen i bank- og finanssektoren og fremme af en problemfri udveksling af oplysninger mellem Eurosystemet og banktilsyns- og andre tilsynsmyndigheder. Formålet er at skabe den nødvendige samordning mellem centralbanker og banktilsyn. Banktilsynskomiteen skal især fungere som en kanal for formidling til tilsynsmyndighederne af nyttige oplysninger om kreditinstitutter, som ECB og NCBerne kommer i besiddelse af under udførelsen af deres grundlæggende opgaver inden for pengepolitik og betalings- og værdipapirafviklingssystemer. Samtidig giver dette mulighed for styring af informationsformidlingen den modsatte vej fra tilsynsmyndighederne til Eurosystemet. Da omfattende problemer i banksystemet kan have systemiske implikationer, er tilsynene især parate til at underrette Eurosystemet herom med det samme. I princippet kan Banktilsynskomiteen behandle alle relevante spørgsmål, eftersom det såkaldte post-BCCI-direktiv på fællesskabsniveau har fjernet de juridiske hindringer for formidling af fortrolige oplysninger mellem tilsynene og centralbankerne, herunder ECB og Eurosystemet. Gennem eksisterende systemer på nationalt niveau kanaliseres oplysningerne mellem tilsynene og Eurosystemet som regel via de respektive NCBer.

Samarbejdet mellem de nationale myndigheder inden for banktilsyn er baseret på både bilaterale og multilaterale ordninger. Det bilaterale samarbejde mellem hjem- og værtslandets myndigheder er blevet styrket betydeligt i alle finansielle sektorer. Netværket af aftalememoranda i Det Europæiske Økonomiske

Samarbejdsområde (EØS) vedrørende banksektoren er udtryk for bestræbelserne på at forbedre udvekslingen af oplysninger og lette tilsynet med grænseoverskridende aktiviteter. Disse aftalememoranda omhandler typisk praktiske foranstaltninger vedrørende etableringsprocedurer, hvilket letter grænseoverskridende undersøgelse af filialer og forbedrer udvekslingen af oplysninger om datterselskaber. Gennem forskellige udvalg er der desuden etableret et multilateralt samarbejde inden for banktilsyn i de forskellige finansielle sektorer. I banksektoren er der ud over Banktilsynskomiteen også en Kontaktgruppe, som har eksisteret siden 1972. Den fungerer som forum for det multilaterale samarbejde og udvekslingen af oplysninger på EØS-niveau i forbindelse med spørgsmål om gennemførelsen af banklovgivning og tilsynspraksis, herunder enkeltsager. I værdipapirsektoren etablerede man i 1997 Forum of European Securities Commissions (FESCO) for at fremme det multilaterale samarbejde mellem værdipapirkommissioner på EØS-niveau. Konferencen om forsikringstilsynsmyndighederne udfylder den samme funktion i forsikringssektoren.

Alt i alt er integrationen af bank- og finanssektoren i EU kommet i stand gennem tillid til de institutionelle rammer baseret på national kompetence og samarbejde. Den fælles pengepolitik og den stigende integration i bank- og finanssektoren i euroområdet har øget betydningen af samarbejdet mellem tilsynsmyndighederne og Eurosystemet og tilsynene imellem. De nødvendige mekanismer til forbedring af informationsudveksling og gennemførelse af politiske tiltag med henblik på håndtering af truslerne mod finansiell stabilitet er således allerede etableret.

2 Strukturelle ændringer i EUs bank- og finanssektor

Overvågning af de strukturelle ændringer i euroområdet og EUs bank- og finanssektor spiller en vigtig rolle både for Eurosystemet som centralbank for euroområdet og for de nationale tilsynspolitikker. Siden euroens indførelse er ændringerne tiltaget, hvilket har medført en omstrukturering af den finansielle servicesektor. Banktilsynskomiteen har nøje undersøgt den påvirkning, som euroens indførelse kan have haft på bankerne i EU.¹

En vigtig drivkraft bag udviklingen er informations- og kommunikationsteknologien², som for det første bidrager til at reducere omkostningerne i forbindelse med indsamling, lagring, behandling og overførsel af oplysninger ved at erstatte papirbaserede og arbejdskrævende metoder med automatiserede processer. For det andet ændres kundernes adgang til bankydelser og -produkter hovedsagelig ved automatisering, dvs. bankvirksomhed via telefon, pc og netbank. Begge dele indebærer ændrede konkurrenceforhold inden for bankvirksomhed, påvirker handlefriheden på markedet for bankydelser og udvider deltagerkredsen. De finansielle institutioner reagerer forskelligt på denne og andre tendenser i markedsstrukturen, og styrker på samme tid tendenserne yderligere. De store banker tilpasser sig det nye marked gennem nye aktiviteter og/eller geografisk ekspansion. Det er nødvendigt for fortsat at kunne dække engrosmarkedet. Denne tilpasning har medført en stigning i fusioner og opkøb blandt de større finansielle institutioner i Europa. Der er imidlertid kun gennemført få grænseoverskridende fusioner og opkøb.

I de små banker skyldes ændringerne forskellige markedsdynamiske faktorer. De faste omkostninger i forbindelse med investeringer i informations- og kommunikationsteknologi har gjort det endnu vigtigere at opnå stor-driftsfordele. Et betydeligt antal mindre banker i Europa har været involveret i indenlandske fusioner og opkøb. I nogle EU-lande har sparekasser og andelskasser yderligere intensiveret det gensidige samarbejde inden

for deres områder via særlige samarbejdsaftaler eller via joint ventures med henblik på forvaltning af aktiver og clearing af værdipapirer. Der har dog indtil nu kun været ubetydelige indskrænkninger i den europæiske banksektors kapacitet, målt som antal filialer og ansatte. Rationalisering af virksomhedsstrukturen og en væsentligt forøget effektivitet bliver dog generelt først synlig med en vis tidsforskydning.

Bankerne, såvel store som små, indfører desuden strategier til at imødegå processen vedrørende disintermediation, hvilket indebærer en stigning i udbuddet af finansielle ydelser ved direkte markedsformidling eller gennem finansielle institutioner, som ikke er banker. Bankerne udvider deres forvaltning af aktiver for at bremse disintermediation af traditionelle bankprodukter. Dette illustreres hovedsagelig af: (i) øget involvering i værdipapirhandel, (ii) depotfunktioner og især (iii) etablering af datterselskaber med henblik på forvaltning af investeringsfonde. Virkningen viser sig især i bankernes resultatopgørelse i form af et skift fra renteindtægter til ikke-renteindtægter. Banktilsynskomiteens analyse³ viser, at ikke-renteindtægter har været den mest dynamiske komponent i bankernes indtægtsstruktur i EU i de seneste år, og at dens relative betydning (i pct. af det samlede resultat af primær drift) øges konstant. Uanset de stigende omkostninger i forbindelse med udviklingen af utraditionelle aktiviteter har stigningen i ikke-renteindtægter i de seneste år tilsyneladende også haft en positiv indvirkning på EU-bankernes rentabilitet, hvilket stort set kompenserer for faldet i avancer på traditionelle bankaktiviteter. Fordelingen af ikke-renteindtægter i EUs banksystemer er ret heterogen. Gebyrer og provision er den vigtigste delkomponent, som udgør ca. 60 pct. af de samlede ikke-renteindtægter.

1 „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“, ECB, februar 1999.

2 „The effects of technology on the EU banking systems“, ECB, juli 1999.

3 „EU banks' income structure“, ECB, april 2000.

Sammenfattende har omstruktureringen af bank- og finanssektoren hovedsagelig fundet sted inden for landegrænserne, og betydningen af grænseoverskridende aktiviteter er stadig begrænset, især i forbindelse med detailbankydelse. Der er dog en fælles tendens i euroområdet og EU-landene. Den

hurtige etablering af et fælles pengemarked og den øgede integrering af kapitalmarkederne efter euroens indførelse forklarer, hvorfor finansielle formidlere og markeder i stigende grad er udsatte over for stød uden for nationale grænser.

3 Makro-prudentiel analyse

Banktilsynskomiteen er begyndt at analysere bank- og finanssektorens stabilitet på EU-/euroområdet på basis af et i fællesskab aftalt datamateriale. Det kaldes en makro-prudentiel analyse. Derudover er andre internationale organisationer i øjeblikket ved at udvikle sådanne analyser for at øge forståelsen af årsagerne til den seneste tids omfattende finansielle turbulens. En nøglekomponent i dette arbejde er udvikling af pålidelige datakilder til forståelse af de finansielle systemers sårbarhed i både de industrialiserede lande og udviklingslandene.

Rammerne for en makro-prudentiel analyse afhænger af en række indikatorer, som er baseret på aggregerede banksektordata fra centralbanker og tilsyn, samt på data vedrørende de makroøkonomiske og finansielle omgivelser, som har betydning for en vurdering af banksektorens stabilitet. Disse indikatorer skal afsløre stigende risikoeksponering i banksektoren, eventuel uro som følge af faktorer uden for banksektoren samt de afsmitningskanaler, hvorigennem problemer i ét institut kan sprede sig til andre institutter. Metoderne omfatter system- og almindelig analyse på grundlag af kvantitative indikatorer samt fortolkningsmæssige input, som bygger på de oplysninger og den indsigt, der er opnået gennem tilsynsprocessen. Banktilsynskomiteens makro-prudentielle analyse fokuserer på EU's/euroområdets banksektor. Analysen er en integreret del af andre aktiviteter i Eurosystemet såsom tilsyn med beta-

lings- og værdipapirafviklingssystemer, overvågning af penge- og kapitalmarkeder, som har betydning for udførelsen af pengepolitikken, og overvågning af de internationale finansmarkeder. En analyse af disse forskellige aktiviteter vil øge Eurosystemets muligheder for at bidrage til finansiell stabilitet.

I 1999 blev der udført ad hoc-undersøgelser inden for to områder: EU-bankernes kreditrisiko over for nye vækstøkonomier og udviklingslande og den eventuelle indvirkning på banksektorens stabilitet af ændringer i priserne på aktiver. Konklusionen om førstnævnte var, at EU's banksektor yderligere har styrket sin position som den største gruppe internationale långivere til nye vækstøkonomier og udviklingslande. Da eksponeringen over for de lande, der er forbundet med størst risiko, imidlertid har været forholdsvis begrænset, og bankerne i betydeligt omfang har afdækket risiciene, samt den generelt forbedrede økonomiske situation i disse lande, blev vurderingen af risiciene for EU's banksystemer mere positiv i løbet af 1999. Hvad angår sidstnævnte, tyder den langvarige stigning i de fleste aktiekurser i EU og den hurtige stigning i boligpriserne i visse EU-lande på et behov for øget opmærksomhed fra de nationale tilsynsmyndigheders side. I den forbindelse har enkelte nationale myndigheder iværksat særlige foranstaltninger med henblik på at øge opmærksomheden om risici og sikre, at bankerne ikke har uforholdsmæssig stor eksponering.⁴

⁴ „Asset prices and banking stability“, ECB, april 2000.

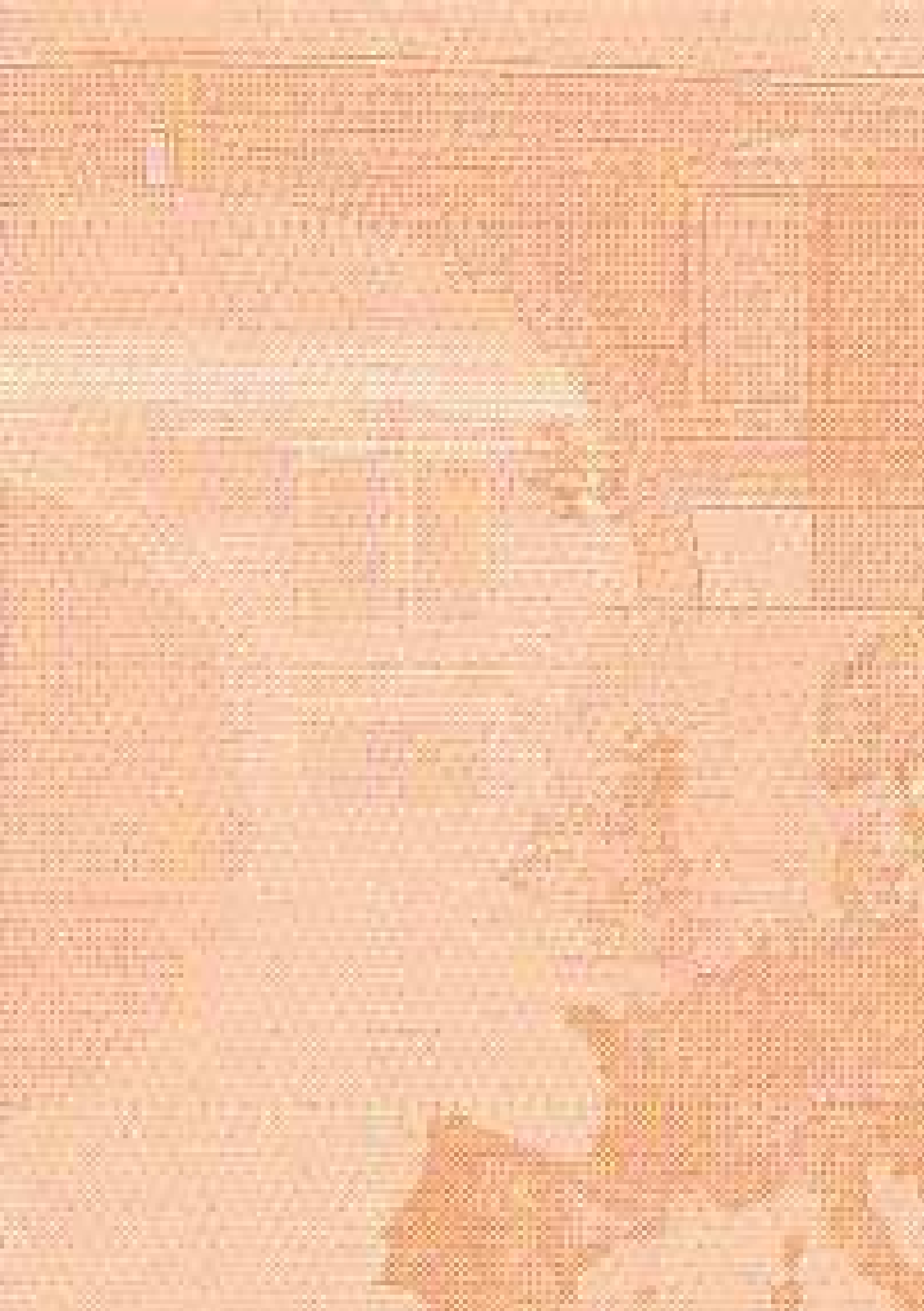
4 Risikovurderingssystemer og kreditregistre

Gennemførelsen af forebyggende foranstaltninger på nationalt niveau fremmes både via indsamling af oplysninger om markedsudviklingen og truslerne mod stabiliteten i bank- og finanssektoren og via samarbejde om og udveksling af oplysninger i forbindelse med tilsynspraksis. Hertil anvendes normalt risikovurderingssystemer.

Tilsynenes risikovurderingssystemer omfatter alle de formaliserede og organiserede systemer og operationer, der benyttes af banktilsynene, for på et tidligt tidspunkt at finde frem til kreditinstitutter med en høj eller stigende risikoeksponering eller svage kontrolfunktioner. Uanset deres nationale orientering – idet de er tilpasset de særlige karakteristika og behov i de nationale banksystemer – har risikovurderingssystemerne i EU mange lighedstræk. Banktilsynskomiteen har inden for dette område især udført analyser af fungerende systemer eller systemer, som er under udvikling hos banktilsynsmyndighederne og NCBERne i adskillige medlemslande. Kontakterne rækker nu ud over EUs grænser, da der også blev gennemført en analyse af systemerne i Canadian Deposit Insurance Corporation og Federal Reserve i USA, som derefter blev forelagt EUs tilsynsmyndigheder og NCBERne i Banktilsynskomiteen.

Selv om kreditregistre hovedsagelig skal fungere som støtte i forbindelse med de finansielle institutioners styring af deres kreditrisiko, kan de også anvendes som et tilsynsværktøj. Der er desuden sket en intensivering af udvekslingen af oplysninger mellem de nationale myndigheder i forbindelse med fungerende centrale kreditregistre. På trods af, at lovgivningen i visse EU-lande i øjeblikket ikke tillader grænseoverskridende udveksling af oplysninger mellem centrale kreditregistre med henblik på anvendelse i banker, er Banktilsynskomiteen allerede ved at undersøge de tekniske og driftsmæssige problemer i forbindelse med en eventuel liberalisering af dette område. Set i lyset af erfaringerne fra de seneste kriser har diskussionen om en omstrukturering af det internationale finansielle systems arkitektur understreget behovet for et udvidet samarbejde i forbindelse med overvågning af grænseoverskridende systemiske risici⁵. En undersøgelse af de positive og negative aspekter af etableringen af internationale kreditregistre er foretaget. Det undersøges i øjeblikket, hvorvidt det er muligt at etablere et kreditregister for euroområdet.

⁵ Se desuden kapitel IV.



Kapitel VII

Produktion af eurosedler og forberedelse af overgangen til euroen

I Fremstilling af eurosedler

Eurosedlerne og deres individuelle komponenter fremstilles i forskellige europæiske lande af NC Berne og af private og offentlige selskaber. Produktionen af eurosedler startede i juli 1999 efter en vellykket trykning af pilotserier. Inden årets udgang var trykningen i gang i 9 af de 11 trykkerier, som fremstiller eurosedler. Den senere produktionsstart i nogle trykkerier skyldes enten mængden af eurosedler, som de skal trykke, eller kravene i forbindelse med produktion af nationale pengesedler.

I øjeblikket trykkes først de seddelværdier, der skal fremstilles i de største mængder. Pr. 1. januar 2002 vil der være trykt omkring 13 milliarder eurosedler til de 11 deltagerlande:

9 milliarder sedler, der skal erstatte nationale pengesedler, og 4 milliarder sedler som logistiske lagre (se tabel 10). Disse pengesedler har en samlet nominel værdi på ca. €600 milliarder. Skønnene over antallet af eurosedler, som skal trykkes inden indførelsen, justeres årligt, så der tages højde for eventuelle ændringer i efterspørgslen.

Sikkerhedsprocedurerne i forbindelse med fremstilling og transport af pengesedler og individuelle komponenter er blevet gennemgået og konsolideret. Der er udarbejdet et sæt obligatoriske regler, som skal garantere et fælles mindste sikkerhedsniveau på alle produktionsstederne.

2 Eurosedlernes og -mønternes kvalitet

Pengesedlernes kvalitet

Fremstilling af pengesedler af samme kvalitet på 11 trykkerier – på grundlag af råmaterialer fra forskellige leverandører – er en krævende opgave. Det er af afgørende betydning, at sedlerne ser ens ud og behandles ens i seddelsorteringsmaskiner og automater, der modtager sedler, og således følger optimal praksis i forbindelse med fremstilling af nationale pengesedler. Til dette formål er der etableret veldefinerede inspektions- og kvalitetskontrolprocedurer.

Alle trykkerier, der fremstiller eurosedler, har indført et fælles kvalitetssikringssystem baseret på ISO-standarder¹. Dette fælles system fokuserer på kvaliteten af den enkelte pengeseddel. Der er defineret detaljerede procedurer for inspektion og tests med henblik på evaluering af kravenes opfyldelse. Disse procedurer blev afprøvet under fremstillingen af pilotserierne.

ECB vurderer indførelsen og anvendelsen af kvalitetssikringssystemet på grundlag af detaljerede månedsrapporter fra trykkerierne og revision på produktionsstederne.

Mønternes kvalitet

Euromønterne fremstilles af 14 forskellige møntudstedende institutioner i 10 lande. I juni 1999 blev EUs finansministre, de møntudstedende institutioner og ECB enige om et detaljeret kvalitetssikringssystem, der skulle sikre euromønternes høje og ensartede kvalitet. Hver møntudstedende institution er ansvarlig for sine egne mønters kvalitet i henhold til et sæt fælles regler. ECB fungerer som uafhængig kontrollør og bedømmer de månedlige kvalitetsrapporter om de fremstillede mønter og aflægger besøg hos de møntudstedende institutioner. Hvis der skulle opstå problemer i forbindelse med mønternes kvalitet, ville ECB øjeblikkeligt alarmere finansministrene.

¹ ISO 9002:1994.

3 Beskyttelse af eurosedlerne og -mønterne mod forfalskning

Efter ECBs Styrelsesråds beslutning om at etablere en database, der skal indeholde tekniske og statistiske oplysninger om forfalskede eurosedler og -mønter, er der sket fremskridt i planlægningen af systemet til overvågning af forfalskning (CMS), der omfatter selve databasen, de redskaber, som kræves for at kunne udnytte den, og forbindelserne til de forskellige brugere. Brugernes behov er defineret og vil danne grundlag for det videre arbejde. CMS' tekniske opbygning er fastlagt i hovedtræk, og det indledende arbejde i forbindelse med udviklingen af den funktionelle analyse er påbegyndt.

I november 1999 offentliggjorde ECB „Report on the legal protection of banknotes in the EU Member States“. Rapporten bygger på omhyggelige undersøgelser og vurderinger af

de forskellige aspekter af retsreglerne vedrørende beskyttelse af eurosedlerne. Disse omfatter forfalskning, beskyttelse af ophavsret, antikopieringsanordninger, vedtagelse og offentliggørelse af eurosedlernes design, udskiftning af beskadigede og slidte eurosedler, tilbagetrækning af eurosedler, udstedelse af pengesedler af andre end ECB og NCBERne og udstedelse af pengesedler, der ikke er lovlige betalingsmidler.

Kontakten med Europol, Interpol og Europa-Kommissionen er enten etableret eller styrket med henblik på at oprette relevante kommunikations- og samarbejdsordninger, der vil spille en afgørende rolle, når det drejer sig om at sikre effektiv oplysning i forbindelse med forebyggelse og bekæmpelse af forfalskning.

4 EURO 2002-kampagnen

Styrelsesrådet har nedsat en global kommunikationsgruppe til at bidrage til en informationskampagne, der skal bane vejen for indførelsen af eurosedler og -mønter den 1. januar 2002. De nationale centralbanker vil være kommunikationsgruppens hovedsamarbejdspartner på nationalt plan.

EURO 2002-kampagnens vigtigste mål er:

- At uddanne offentligheden og navnlig de forskellige målgrupper i, hvordan de kan genkende ægte eurosedler,
- at uddanne ekspedienter i butikker og kasserere i banker i, hvordan de hurtigt og effektivt kan undersøge eurosedlerne og opdage eventuelle forfalskninger,

- at sikre, at eurosedlerne og -mønterne får en positiv modtagelse, og
- gradvis at forberede offentligheden som helhed på indførelsen af eurosedler og -mønter ved gentagne gange at gøre opmærksom på deres design.

I denne forbindelse omfatter „offentligheden“ ikke blot den fastboende befolkning i euroområdet, men også indbyggerne i andre lande, hvor eurosedlerne sættes i omløb, samt besøgende i euroområdet. Kampagnen koordineres med Europa-Kommissionen og euroområdets medlemslande samt Grækenland.

5 Overgangen til eurosedler og -mønter i 2002

Overgangens rammer

Med henblik på en vellykket og problemfri overgang skal logistikken ved overgangen til eurosedler og -mønter i 2002 fastlægges så tidligt, at alle interessenter i god tid kan påbegynde de nødvendige forberedelser. I 2. halvår 1999 blev der ført omfattende drøftelser blandt alle interessenter, og ministrene i ECOFIN-rådet fastlagde i tæt samarbejde med NCBerne og i overensstemmelse med ECBs synspunkter følgende hovedtræk for overgangen til eurosedler og -mønter:

- Medlemslandene vil gøre deres yderste for at sikre, at størstedelen af kontantforretningerne kan foretages i euro i tidsrummet inden for fjorten dage efter den 1. januar 2002.
- Medlemslandene regner med, at den periode, hvor der både er gamle og nye sedler og mønter i omløb, vil vare mellem fire uger og to måneder. Medlemslandene kan lette omvekslingen af gamle sedler og mønter efter denne periode.
- For at kunne sende en tilstrækkelig mængde sedler og mønter i omløb i de første dage af januar 2002 vil det være hensigtsmæssigt, at finansielle institutioner og forskellige andre grupper, navnlig pengetransportfirmaer og detailhandlende, får leveret sedler og mønter et stykke tid før den 1. januar 2002. Medlemslandene minder om, at en sådan forudgående levering ikke må føre til, at eurosedler og -mønter bringes i omløb før den 1. januar 2002.
- For at borgerne kan blive mere fortrolige med de nye mønter og for at lette overgangen er medlemslandene enige om, at begrænsede mængder mønter på anmodning kan stilles til rådighed for offentligheden, navnlig for sårbare befolkningsgrupper, men ikke før anden halvdel af december 2001.

Disse rammer giver medlemslandene mulighed for at gennemføre overgangen til eurosedler og -mønter på en måde, som er tilpasset forholdene i det enkelte land.

Udsendelse af eurosedler og -mønter på forhånd

Behovet for at sende eurosedler og -mønter ud til bankerne inden 1. januar 2002 – og i princippet gennem disse til visse andre målgrupper – og hvor lang tid i forvejen dette skal ske afhænger i høj grad af, hvordan overgangen gennemføres i det enkelte land, og af den logistiske infrastruktur i landet. Som hovedregel skal udsendelse på forhånd gennemføres „så sent som muligt og så tidligt som nødvendigt“. I overensstemmelse hermed har Styrelsesrådet vedtaget princippet for harmoniserede tidligste leveringsdatoer for forsyning af relevante målgrupper med eurosedler og -mønter inden 1. januar 2002. Hver NCB kan frit operere inden for den maksimale udsendelsestid med henblik på at opfylde det nationale behov for udsendelse på forhånd.

Med hensyn til de forskellige målgrupper anerkender alle deltagerlande behovet for at forsyne bankerne med både eurosedler og -mønter inden 1. januar 2002. Det er en forudsætning for en hurtig og problemfri overgang. Desuden er der enighed om behovet for at forsyne detailsektoren eller dele deraf med euromønter via bankerne inden 1. januar 2002. Dette skyldes, at mønter i modsætning til sedler generelt sættes i omløb af detailsektoren og ikke af bankerne. Med andre ord skal detailsektoren fra første dag, hvor eurosedlerne og -mønterne er i omløb, ligge inde med en tilstrækkelig mængde euromønter, som de kan give som byttepenge for de pengesedler, som forbrugere har hævet i kontantautomaterne eller i banken. Udsendelse på forhånd skal, som nævnt ovenfor, bidrage til at opfylde det vigtige krav om, at overgangen skal ske inden for et relativt kort tidsrum.

I overensstemmelse med ECOFIN-rådets fælles erklæring overvejer adskillige medlemslande at udsende mønter til borgerne i anden halvdel af december 2001. Med hensyn til eurosedler mener Styrelsesrådet, at muligheden for på forhånd at sende eurosedler ud til offentligheden er udelukket i henhold til artikel 10 og 11 i Rådets forordning (EF) nr. 974/98 om indførelse af euroen, da det ville have samme virkning som at sætte dem i omløb.

Tilpasning af kontantautomater, pengesorteringsmaskiner og automater, der modtager penge

Det kan forventes, at et betydeligt antal eurosedler distribueres via kontantautomater eller indbetales via automater, der modtager penge. Desuden vil forbrugerne fra begyndelsen være interesseret i at kunne benytte eurosedler og -mønter til betaling for varer og tjenesteydelser, som kan fås i alle former for automater. Endelig skal banker og penge-

transportfirmaer bruge tælle- og sorteringsudstyr, som kan behandle eurosedlerne og -mønterne pålideligt og sikkert, så snart de er i omløb.

Det bør derfor være klart, at tilpasning af de relevante maskiner og automater er af afgørende betydning med henblik på at sikre en problemfri indførelse af eurosedlerne og -mønterne i år 2002.

Drøftelser med den relevante branche og dens organisationer herom begyndte for nogle år siden. Disse drøftelser drejede sig hovedsagelig om tidlig fastlæggelse af eurosedlernes og -mønternes tekniske specifikationer, ikke mindst med henblik på udvikling og afprøvning af de nødvendige sensorer og andre anordninger.

Den relevante branche vil få mulighed for at afprøve sensorer og andet udstyr på eurosedlerne i år 2000 på et centralt sted, som ECB stiller til rådighed, og i 2001 i henhold til en decentraliseret ordning.²

6 Sedler og mønter i omløb inden 2002

Den 1. januar 1999 blev de nationale valutaenheder underenheder af euroen. Der vil dog ikke blive udstedt eurosedler og -mønter før den 1. januar 2002. I mellemtiden udgøres seddelomløbet i euroområdet kun af nationale pengesedler. ECB giver tilladelse til udstedelse af nationale pengesedler og mønter. For at sikre substitutionsmulighed mellem de nationale valutaenheder i overgangsperioden er omvekslingen af pengesedler denomineret i de nationale valutaenheder i euroområdet underlagt artikel 52 i ESCB-statutten, der har følgende ordlyd:

„Efter den uigenkaldelige fastlåsning af vekselkurserne træffer Styrelsesrådet de nødvendige foranstaltninger med henblik på at sikre, at pengesedler udstedt i valutaer med uigenkaldeligt fastlåste vekselkurser

omveksles af NCBERne til deres respektive pariværdier.“

På denne baggrund har Styrelsesrådet besluttet, at NCBERne mindst et sted inden for deres territorium enten selv eller ved en udnævnt repræsentant skal sikre, at andre deltagerlandes pengesedler kan omveksles til nationale pengesedler og mønter eller på anmodning indsættes på en konto i den institution, der udfører omvekslingen, hvis den nationale lovgivning tillader det. I begge tilfælde skal omvekslingen ske til de respektive pariværdier. NCBERne kan begrænse antallet og/eller den samlede værdi af pengesedler, som

² Med hensyn til euromønterne har branchen mulighed for at gennemføre test på testcentre etableret af medlemslandene til samme formål.

accepteres til en given transaktion eller på en given dag.

I overensstemmelse hermed har ca. 500 NCB-filialer i hele euroområdet foretaget omveksling af pengesedler fra andre euro-lande. Set ud fra et praktisk synspunkt har omvekslingen i medfør af artikel 52 fungeret problemfrit i alle deltagende medlemslande i 1999.

NCBerne kan desuden repatriere pengesedler fra andre deltagerlande, udnævne en repræsentant til at sørge for repatrieringen på deres vegne eller gøre brug af eksisterende kommercielle kanaler for repatriering.

I alt er 115,7 millioner pengesedler til en værdi af €6,2 milliarder repatrieret til deres respektive udstederlande. De højeste beløb (i værdi) var i italienske lire (€1,7 milliarder),

hollandske gylden (€1,1 milliarder) og østrigske schilling (€0,8 milliarder).

Tabel 10

Mængden af eurosedler, der skal fremstilles inden 1. januar 2002

(Estimer for 1999 i millioner pengesedler)

Belgien	530
Tyskland	4.030
Spanien	1.925
Frankrig	2.585
Irland	180
Italien	1.950
Luxembourg	45
Holland	605
Østrig	520
Portugal	450
Finland	170
EU-11 I ALT	12.990



Kapitel VIII

Udarbejdelse af de statistiske rammer

ECBs statistiske arbejde udføres i tæt samarbejde med NCBERne, der indsamler data fra indberettere, og fokuserer hovedsagelig på udarbejdelse og udvikling af statistik for euroområdet til støtte for Eurosystemets fælles pengepolitik som krævet i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (traktaten).

Penge- og bankstatistik, renter og værdipapirudstedelser

ECB offentliggjorde de første data vedrørende den konsoliderede balance for sektoren af monetære finansielle institutioner (MFIer), og den heraf afledte monetære statistik, i december 1998. Siden da er disse data blevet offentliggjort månedligt senest en måned efter indberetningsdatoen. Statistikken er blevet udviklet yderligere i løbet af 1999. I marts 1999 (data for februar) blev væksten i pengemængdemålene for første gang beregnet ud fra strømme, dvs. efter justering for omklassifikationer, værdiændringer og andre ændringer, der ikke skyldes transaktioner. Vækstraterne var tidligere beregnet ud fra udestående beløb. Samtidig blev den offentliggjorte konsoliderede MFI-balance udvidet til også at omfatte strømme. Fra offentliggørelsen af den monetære statistik for maj 1999 sidst i juni har de tre pengemængdemål (M1, M2 og M3) været tilgængelige i midlertidig sæsonkorrigeret form. Balancedataene anvendes også til at beregne de reservekrav, kreditinstitutterne skal opfylde.

MFIerne indberetter mere detaljerede oplysninger kvartalsvis om deres aktiviteter fordelt efter sektor, valuta og løbetid, med yderligere oplysninger om lånetypen. Et udsnit af de kvartalsvise data blev for første gang offentliggjort i ECB Månedsoversigt for april 1999. De er siden blevet udbygget og indeholder nu også historiske data.

Listen over MFIer opdateres hver måned og offentliggøres på ECBs websted. Kravet er

konsekvent anvendelse af samme definition på en MFI i hele euroområdet (og Den Europæiske Union).

ECB offentliggjorde for første gang data om obligationsudstedelser i november 1999. Disse data vedrører nye udstedelser, indfrielse og nettoudstedelser fra resider i euroområdet i euro og andre valutaer, og udstedelser denomineret i euro fra resider uden for euroområdet samt udestående beløb.

ECB har tilsvarende siden starten af 1999 offentliggjort en række pengemarkedsrenter og statsobligationsrenter for euroområdet samt forskellige rentesatser, som repræsenterer MFIernes indlåns- og udlånsrenter i deres detailforretninger. Detailbankmarkederne er relativt forskellige inden for euroområdet. Disse renter beregnes på basis af data, som endnu ikke er fuldt sammenlignelige i euroområdet, og resultaterne bør hovedsagelig anvendes til at analysere den tidsmæssige udvikling snarere end niveauerne for detailrenterne.

Der blev i 1999 påbegyndt arbejde med at forbedre sammenligneligheden af statistikken for detailrenter. Det vil tage nogen tid og bør følge den sandsynligvis voksende integration af finansmarkederne i euroområdet. En tilsvarende forbedring af værdipapirstatistikken er også nødvendig. Supplerende oplysninger, som ikke kan udledes af MFI-balancerne, fx oplysninger om ihændehavere af markedsbaserede fordringer udstedt af MFIerne, skal udvikles yderligere. Det har været nødvendigt at revidere den monetære statistik og værdipapirstatistikken i de fleste måneder, selv om hyppigheden heraf, ud fra erfaringen med mere veletablerede MFI-balancestatistikker, vil aftage, efterhånden som systemerne falder på plads. Endelig er man ved at udvikle statistik for andre (ikke-monetære) finansielle institutioner, især investeringsforeninger, og for afledte finansielle instrumenter.

Betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for resten af verden (herunder reserver) samt effektive valutakurser

De første samlede betalingsbalancetal på månedsbasis for euroområdet for de vigtigste poster blev offentliggjort i april 1999 med data i ECU tilbage til begyndelsen af 1998. De første, mere detaljerede kvartalstal blev offentliggjort i september. Data for euroområdets kapitalbalance over for resten af verden vedrørende ultimo 1997 og ultimo 1998 blev første gang offentliggjort i ECB Månedsoversigt for december 1999.

Begreberne og definitionerne for opgørelse af betalingsbalancen og kapitalbalancen over for resten af verden (lande uden for Den Monetære Union) er generelt i overensstemmelse med IMF's 5. betalingsbalancemanual (oktober 1993), selv om visse afvigelser i den månedlige statistik accepteres med henblik på overholdelse af stramme tidsfrister. Medlemslandene har gjort store bestræbelser på at harmonisere de første offentliggjorte data. Visse medlemslandes revideringer indikerer dog, at der stadig er et stykke vej igen, og bestræbelserne på at forbedre kvaliteten af dataene fortsætter i 2000. ECB spiller en aktiv rolle, i samarbejde med Europa-Kommissionen (Eurostat), NCB'er og statistiske institutioner, i forbindelse med analyse af afvigelserne i betalingsbalancestatistikken.

Porteføljeinvesteringer og „andre investeringer“ repræsenterer den største udfordring i opgørelsen af betalingsbalance og kapitalbalance over for lande uden for Den Monetære Union. Et stort problem, som indvirker på hele den finansielle statistik, er indsamling af oplysninger over transaktionerne i omsættelige værdipapirer, herunder den nødvendige fordeling.

Eurosystemets internationale valutareserver er siden april blevet offentliggjort sammen med betalingsbalancestatistikken. Disse data omfatter Eurosystemets tilgodehavender i udenlandsk valuta over for residerter uden for euroområdet, guld, særlige trækingsret-

tigheder og reservestillinger i IMF. Tilgodehavender i udenlandsk valuta over for residerter i euroområdet – fx indskud i en anden valuta end euro i banker i et medlemsland – offentliggøres separat, men er ikke inkluderet i de internationale valutareserver. Der er gjort forberedelser til at offentliggøre Eurosystemets internationale valutareserver i henhold til IMF's og BIS' fastlagte standarder fra marts 2000.

I de første måneder af tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) anvendte ECB et mål for den effektive eurokurs udarbejdet af BIS. ECB har siden oktober 1999 offentliggjort sit eget indeks, beregnet som et geometrisk vægtet gennemsnit af de bilaterale eurokurser over for valutaerne i 13 lande, under iagttagelse af den bilaterale handel med og konkurrence i tredjelande. Det månedlige „reale“ indeks er justeret for forbrugerprisændringer i euroområdet og konkurrerende lande.

Finansielle sektorkonti

ECB udvikler finansielle sektorkonti, som viser de finansielle transaktioner og beholdninger, der skal supplere analyser af monetære og økonomiske forhold.

De primære kilder til disse data er den konsoliderede balance for MFI-sektoren i euroområdet, betalingsbalancestatistikken, værdipapirstatistikken, finansiell statistik for den offentlige sektor i eurolandene og nationale finansielle sektorkonti, som krævet i henhold til det europæiske nationalregnskabs-system 1995 (ENS95), som udgør et vigtigt harmoniseringsredskab.

ECB offentliggør på nuværende tidspunkt årlige data om opsparing, investering og finansiering i de private ikke-finansielle sektorer i euroområdet ud fra nationale kapitalkonti og finansielle konti. Hensigten er at udarbejde sådanne data på basis af de ovenfor nævnte kvartalsvise statistikker for hele euroområdet og udnytte nationale finansielle sektorkonti bedst muligt.

Økonomisk statistik

I henhold til traktaten er ESCBs hovedmål at fastholde prisstabilitet. Til dette formål anvendes det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet. Herudover benytter ECB også en lang række økonomiske data med henblik på en bredt funderet vurdering af prisudviklingen og udviklingen i risiciene for prisstabiliteten i euroområdet. ECB har derfor stor interesse i, at der foreligger tilgængelige statistikker af høj kvalitet vedrørende priser og omkostninger, nationalregnskaber, arbejdsmarkedet og økonomiske indikatorer generelt. Kvalitative undersøgelser bruges også. Frekvenser og hurtig udgivelse er vigtige faktorer, for så vidt angår statistikernes anvendelse ved understøttelse af pengepolitikken.

Der er sket yderligere fremskridt med hensyn til HICP. Indekset omfatter nu sundheds-, uddannelses- og sociale sikringssektorer, selv om der ikke foreligger historiske data for disse poster. Behandlingen af udgifter i forbindelse med ejerboliger er endnu ikke afklaret.

Europa-Kommissionen (Eurostat) udarbejder tre kvartalsvise BNP-estimer for euroområdet, efter henholdsvis 70, 100 og 120 dage. Estimering er nødvendig, da ikke alle eurolandene på nuværende tidspunkt udarbejder kvartalsregnskaber. Indførelsen af ENS95 viste sig at være vanskeligere end forventet. Der mangler stadig indikatorer, især i arbejdsmarkedsstatistikken, for en del lande. Derfor er det umuligt at udarbejde aggregater for euroområdet svarende til nationalregnskaberne. Manglen på data for beskæftigelse og arbejdskraftsomkostninger for euroområdet påvirker også afledte indikatorer, som fx enhedsløn-omkostningerne.

Europa-Kommissionen offentliggør aggregater for euroområdet for flere kortfristede indikatorer, specielt for industriproduktion og producentpriser. De fleste indikatorer omfatter ikke alle eurolande og bygger i et vist omfang på skøn. Rettidig udarbejdelse af data forbedredes i 1999. På grund af dispensationer vil det tage nogle år før Rådets

forordning om konjunkturstatistik (1998) er implementeret fuldt ud. ECB anvender de konjunkturbarometre og forbrugertillidsindikatorer, som Europa-Kommissionen udarbejder månedligt.

Samarbejde med Europa-Kommissionen

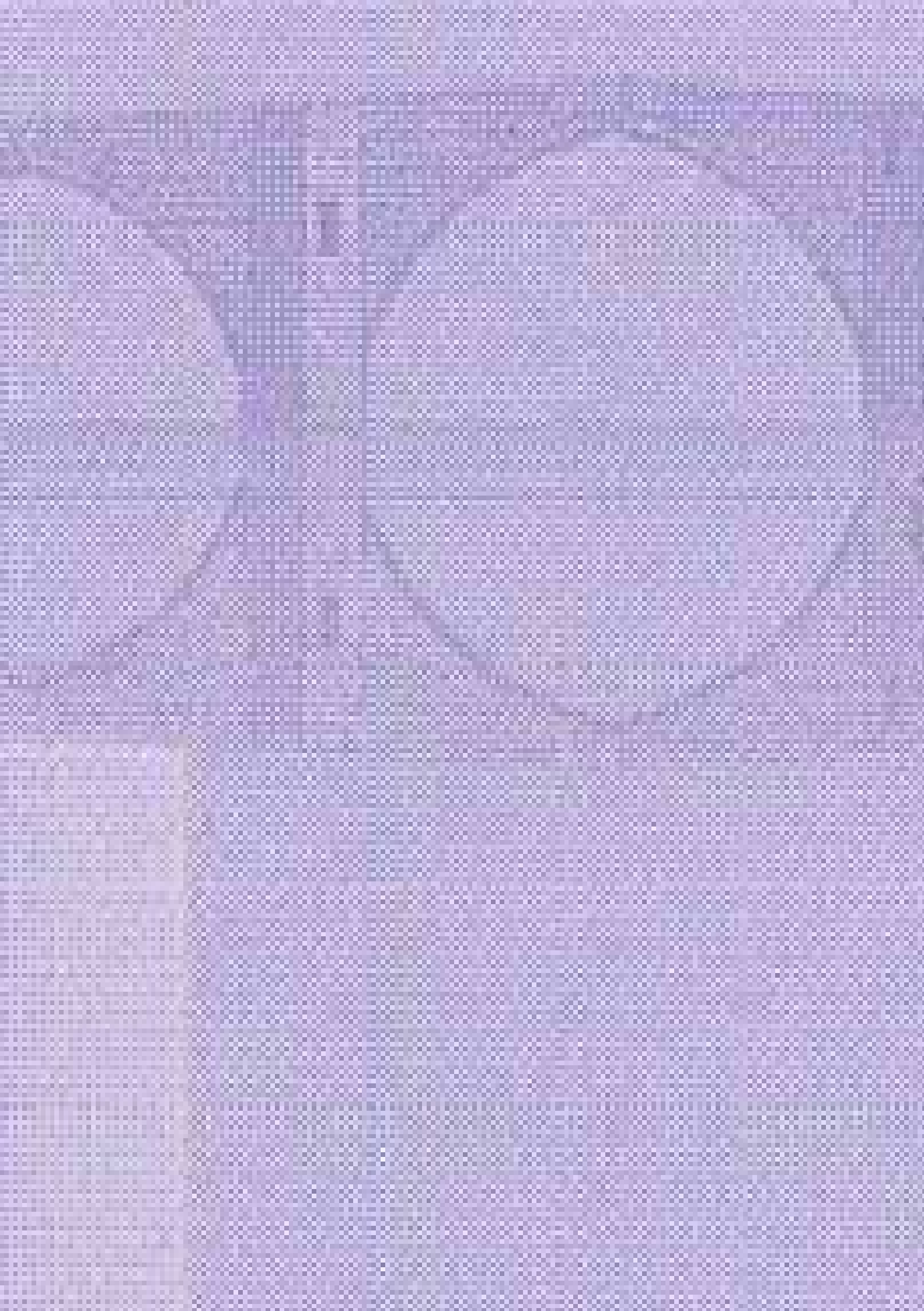
ECB har på europæisk niveau ansvaret for penge- og bankstatistikken, mens ECB og Europa-Kommissionen (Eurostat) deler ansvaret for betalingsbalancestatistikken, statistikken over kapitalbalancen over for resten af verden (lande uden for Den Monetære Union) og finansielle konti. Europa-Kommissionen har ansvaret for pris-, omkostnings- og anden økonomisk statistik. Denne ansvarsfordeling fungerede fint i 1999.

Samarbejde med internationale institutioner

I overensstemmelse med ESCB-statutens artikel 5, stk. 1, samarbejder ECB også tæt med internationale organisationer i forbindelse med statistiske spørgsmål. I 1999 var der et særligt tæt samarbejde vedrørende statistik for områderne betalingsbalance, internationale valutareserver og værdipapirudstedelser (hvor data om eurodenominerede udstedelser fra residenter uden for euroområdet kommer fra BIS) samt oplysninger om euroens internationale anvendelse. Dette samarbejde involverede hovedsageligt BIS og IMF.

Statistik vedrørende ikke-deltagende medlemslande

Alle EU-landene blev kraftigt opfordret til statistisk at forberede sig på deltagelse i tredje fase af ØMU. ECB modtager i praksis et næsten fuldstændigt sæt af data fra de ikke-deltagende medlemslande. Dataene anvendes til at overvåge den økonomiske og finansielle udvikling i landene. Integration af disse data i aggregaterne for euroområdet vil kræve intensivt arbejde i perioden forud for en eventuel udvidelse af euroområdet.



Kapitel IX

Andre opgaver og aktiviteter

I Rådgivende funktioner

Artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i ESCB-statutten kræver, at ECB høres af EU-Rådet eller af de ansvarlige nationale myndigheder om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.

Betingelserne og rækkevidden for høringer om lovforslag fra nationale myndigheder er fastlagt i Rådets beslutning 98/415/EF af 29. juni 1998.

Endvidere kan de nationale myndigheder på frivillig basis høre ECB vedrørende udkast til lovgivning om gennemførelse af EF-direktiver,

der falder inden for ECBs kompetenceområder.

Der blev i alt indledt 22 høringer i 1999, hvoraf tre vedrørte forslag til fællesskabslovgivning, og 19 vedrørte udkast til nationale retsfor skrifter, der falder inden for ECBs kompetenceområder. Det er færre end i 1998 (64 høringer), da lovgivningen om NCB-statterne og om euroens indførelse blev vedtaget før januar 1999.

Nedenstående boks viser de høringer, der blev indledt i 1999.

Boks 7

Høringsprocedurer i 1999

Nr.	Forslagsstiller	Emne
1	Spanien	Gennemførelse af direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer („direktivet om endelig afregning“)
2	Italien	Ændring af lovgivning om euroens indførelse
3	Italien	Fremstilling og udstedelse af mønter
4	Grækenland	Dematerialisering af den græske centralbanks aktier
5	Østrig	Banktilsynsmyndighed
6	Europa-Kommissionen	Detaljerede regler om gennemførelse af Rådets forordning (EF) nr. 2494/95, hvad angår minimumsstandarder for behandling af forsikring i det harmoniserede forbrugerprisindeks ¹
7	Østrig	Gennemførelse af direktiv 97/5/EF af 27. januar 1997 om grænseoverskridende pengeoverførsler og af direktivet om endelig afregning
8	Europa-Kommissionen	Ændring af Kommissionens forordning (EF) nr. 2214/96 om delindekser under det harmoniserede forbrugerprisindeks ²
9	Sverige	Gennemførelse af direktivet om endelig afregning
10	Tyskland	Tredje lov om euroens indførelse
11	EU-Rådet	Detaljerede regler om gennemførelse af Rådets forordning (EF) nr. 2494/95, hvad angår minimumsstandarder for behandling af produkter fra sundheds-, uddannelses- og socialsektoren i det harmoniserede forbrugerprisindeks ³
12	Irland	Lovforslag om ophavsret og beslægtede rettigheder

¹ EFT C 252 af 3.9.1999, s. 4.

² EFT C 285 af 7.10.1999, s. 14.

³ EFT C 324 af 12.11.1999, s. 11.

13	Holland	Beskyttelse af kreditinstitutter og andre finansielle institutioner mod forpligtelser som følge af lukningen af betalings- og værdipapirafviklingssystemerne den 31. december 1999
14	Portugal	Udkast til lov, der bemyndiger den portugisiske centralbank, Banco de Portugal, til i) at fremstille og trykke papirpenge og andre værdipapirer, ii) sætte sedler i omløb og iii) udvikle tjenester i forbindelse med udførelsen af disse aktiviteter
15	Portugal	i) Rammelovgivning for kreditinstitutter og finansielle selskaber vedrørende indskydergarantifonden og ii) indskydergarantifondens virksomhed
16	Spanien	Bestemmelser om henlæggelse af den spanske centralbanks, Banco de España's, overskud i statskassen
17	Luxembourg	Kontraktlige forpligtelser i den finansielle sektor, der skal indfries den 31. december 1999
18	Grækenland	Ændringer i statuten for den græske centralbank
19	Luxembourg	Gennemførelse af direktivet om endelig afregning
20	Frankrig	Statut for IEDOM (Institut d'émission des départements d'outre-mer) og IEDOMs rolle
21	Frankrig	Statut for IEDOM og IEDOMs rolle
22	Luxembourg	Betalingsbalancestatistik

2 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang

I henhold til artikel 237d (tidligere artikel 180d) i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (traktaten) er det ECBs opgave at overvåge, at EUs 15 NCBer overholder bestemmelserne i traktatens artikel 101 og 102 (tidligere henholdsvis artikel 104 og 104a) og de tilhørende rådsforordninger (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 101 forbydes ECB og NCBerne at give regeringer og fællesskabsinstitutioner eller -organer mulighed for at foretage overtræk eller at yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 102 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer og fællesskabsinstitutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Fra starten af anden fase af ØMU var denne overvågning Det Europæiske Monetære Instituts ansvar. Fra 1. juni 1998 fortsatte ECB med at overvåge NCBernes overholdelse af deres

forpligtelser. Parallelt hermed overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

Eurosystemet anser det for meget vigtigt, at ovenstående traktatbestemmelser og de tilhørende rådsforordninger overholdes i alle situationer. Monetær finansiering for regeringer og offentlige institutioner samt enhver form for privilegeret adgang til finansielle institutioner ville skabe inflationsforventninger og dermed i væsentlig grad skade den fælles pengepolitik's troværdighed. Det kunne desuden mindske eurolandenes incitament til at gennemføre den nødvendige budgetkonsolidering, hvis regeringerne på denne nemme måde kunne opfylde deres finansieringsbehov.

ECB overvåger også NCBernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre

medlemslande. I henhold til Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 bør køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 101. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

Alt i alt bekræfter de oplysninger, som ECB har modtaget fra NCBerne, at bestemmelserne i traktatens artikel 101 og 102 og de tilhørende rådsforordninger generelt er blevet overholdt i regnskabsperioden. Der er konstateret enkelte fejl og tekniske problemer i forbindelse med overgangen til nye ordninger. De er af mindre betydning, og der er iværksat korrigerende tiltag.

3 Overgangen til år 2000

ESCB lagde i 1999 mange kræfter og ressourcer i at sikre en problemfri overgang til år 2000. Da år 2000-problemet havde sine rødder i computerteknologien, var størstedelen af arbejdet i starten rettet mod år 2000-sikring af IT-systemer med særlig fokus på de systemer, der var nødvendige for at gennemføre pengepolitikken, samt TARGET.

Test og udbedring

Der blev udarbejdet en fuldstændig oversigt over ECBs og de enkelte NCBers software og hardware. Hvor det var nødvendigt, blev systemerne opgraderet, og år 2000-sikrede programversioner blev installeret. ECB og de enkelte NCBer var hver især ansvarlige for at udføre en række tests i deres interne systemer for at sikre, at systemerne kunne genkende datoer i år 2000 korrekt. Ud over de interne systemtests udførte ECB indledende tests af ESCB-systemerne, i det omfang det var muligt i et lukket miljø hos ECB. På denne måde blev alle enkelte komponenter i systemerne for hele Eurosystemet år 2000-testet i de første måneder af 1999.

Derefter blev der udført en række bilaterale tests mellem ECB og alle NCBerne i euroområdet samt med andre NCBer uden for euroområdet, der valgte at deltage. Disse tests blev udført i et simuleret år 2000-miljø, men med ESCBs produktionsinfrastruktur, for at teste applikationernes fortsatte funktionsdygtighed. Under disse tests blev der kun fundet meget få år 2000-relaterede problemer. I de få

tilfælde, hvor der konstateredes manglende år 2000-parathed, blev dette straks afhjulpet uden problemer, og i sensommeren 1999 blev alle ECBs og ESCBs vigtigste systemer fundet år 2000-sikrede.

Som en del af ESCBs aktiviteter i forbindelse med år 2000-sikring har TARGET været igennem en intensiv testperiode. Disse tests var baseret på en procedure, som man havde stor succes med, lige inden TARGET blev taget i brug den 4. januar 1999. Da de individuelle tests af de nationale komponenter og forbindelserne til S.W.I.F.T.s FIN-tjeneste var afsluttet med succes, blev der udført tests på tværs af systemerne. Her blev alle NCBernes og ECBs systemer testet en hel TARGET-bankdag i et simuleret år 2000-miljø. I denne fase var en række kreditinstitutter involveret i testen af de enkelte nationale RTGS-systemer. TARGETs år 2000-parathed blev endelig bevist lørdag den 25. september 1999. Flere hundrede kreditinstitutter demonstrerede deres evne til at afsende og modtage grænseoverskridende betalinger i TARGET under en generalprøve, der varede en hel bankdag og foregik i et simuleret år 2000-miljø. I flere lande har man desuden testet de indenlandske betalingssystemer i samarbejde med tredjepart.

Samtidig blev der udført tests af korrespondentcentralbankmodellen, som er et system til mobilisering af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse til pengepolitiske operationer og betalingssystemer. Testen afslørede ingen problemer.

Som del af sin kontrolfunktion overvågede ESCB også andre betalingssystemer for store betalinger og de vigtigste detailbetalingssystemer i EU, især de systemer, der afvikler deres positioner ved dagens slutning i TARGET. Ved at indføre år 2000-strategien for TARGET som standard blev der etableret indberetningsprocedurer, hvor de enkelte lande skulle bekræfte, at de for alle betalingssystemer havde gennemført interne tests inden udgangen af april 1999 og multilaterale tests inden udgangen af juli 1999.

Da tests og udbedring var gennemført, fastfros ECB alle systemer i perioden mellem 1. oktober 1999 og 1. marts 2000 for at fastholde år 2000-parathed i systemerne.

Andre forebyggende foranstaltninger

For at begrænse transaktionerne den 31. december 1999 og give pengeinstitutterne mulighed for at afvikle aktiviteter i forbindelse med årets afslutning og sørge for backup af relevante systemer inden overgangen til år 2000 offentliggjorde ECB den 31. marts 1999 sin beslutning om at lukke TARGET den 31. december 1999. I overensstemmelse med denne foranstaltning bidrog ECB også til at fremme lovinitiativer i EU-landene ved at foreslå et kommuniké godkendt af finansministrene den 17. april 1999. I kommunikéet anførtes, at medlemslandene ved passende foranstaltninger skulle sikre som på en normal helligdag, at de kontraktforpligtelser, der påhvilede kreditinstitutter eller andre aktører på finansmarkederne, som minimum transaktioner i euro, hverken kunne forfalde eller håndhæves den 31. december 1999.

Ud over de omfattende interne aktiviteter i forbindelse med år 2000-sikring analyserede ECB de eventuelle konsekvenser af overgangen til år 2000 for euroområdet. En af konklusionerne var, at de monetære og økonomiske konsekvenser af overgangen til år 2000 sandsynligvis ikke ville få indflydelse på ECBs pengepolitiske strategi på mellemlangt sigt. ECB mente ikke, at det var nødven-

digt for befolkningen at hæve flere kontanter end normalt ved årsskiftet. Ikke desto mindre sørgede NCBERne for tilstrækkelige beholdninger af pengesedler, såfremt der af forsigtighedsgrunde skulle opstå ekstraordinær efterspørgsel.

Endvidere vurderede ECB omhyggeligt, om de operationelle rammer for Eurosystemets pengepolitik var parate til overgangen til år 2000. Eurosystemet meddelte i august 1999, at der ikke var behov for at indføre systemændringer i Eurosystemets operationelle rammer som følge af overgangen til år 2000. Eurosystemets operationelle rammer var fra starten udformet med henblik på at sikre maksimal fleksibilitet i gennemførelsen af pengepolitikken, og giver således mulighed for teknisk tilpasning. I Eurosystemets operationelle rammer ligger der allerede en indbygget mekanisme, som skal imødekomme enhver likviditetsefterspørgsel fra markedsdeltagerne. Set i lyset af ovenstående blev der kun indført en mindre teknisk ændring den 23. september 1999, nemlig at der ikke ville blive iværksat nye primære markedsoperationer i den første uge af 2000, og at ingen primære markedsoperationer ville udløbe i den uge. Derfor blev løbetiden for de sidste to primære markedsoperationer i 1999 forlænget til tre uger. En yderligere foranstaltning, der skulle bidrage til en problemfri overgang til år 2000 på pengemarkederne, var forhøjelsen af tildelingsbeløbet for langfristede markedsoperationer fra det hidtidige niveau på €15 milliarder til €25 milliarder for de sidste tre langfristede markedsoperationer i 1999.

Desuden blev eksisterende juridiske kontrakter med ECB gennemgået og om nødvendigt opdateret for at sikre deres gyldighed i enhver år 2000-situation.

Ikke desto mindre ønskede ECB ikke at ignorere, at uventede problemer eventuelt kunne påvirke systemernes funktion. Som forebyggende foranstaltning gennemgik ECB derfor beredskabsprocedurerne for overgangen til euro for at sikre, at de kunne bruges, såfremt der skulle opstå problemer i forbindelse med

overgangen til år 2000. ECB udarbejdede også nødprocedurer, så personalet kunne gennemføre vigtige aktiviteter fra et andet sted. Heldigvis gik ESCBs systemer ind i år 2000 uden problemer, og der blev ikke behov for beredskabs- og nødprocedurerne.

Kommunikationssystem

ESCBs forskellige komiteer afsatte mange ressourcer til år 2000-forberedelserne i løbet af 1999. For at sikre en overordnet konsekvens i år 2000-forberedelserne i ESCB besluttede Styrelsesrådet at etablere en Year 2000 Co-ordination Committee i ESCB bestående af år 2000-koordinatorer fra alle NCBer. Denne komité var ansvarlig for koordineringen mellem ESCBs institutioner samt koordineringen mellem ESCB og de internationale organer, som var direkte involveret i år 2000-spørgsmål. Komiteens vigtigste opgaver var at undersøge, hvorvidt beredskabsforanstaltningerne og procedurerne til aktivering af sådanne foranstaltninger var velegnede og gennemførlige, samt at definere de milepæle for ESCB, som skulle nås før, under og efter overgangen til år 2000.

ESCBs Year 2000 Co-ordination Committee udgjorde kernen i et effektivt kommunikationssystem mellem ECB og NCBerne, som blev etableret specielt med henblik på at overvåge udviklingen i overgangsperioden til år 2000. Gennem regelmæssig udveksling af informationer vedrørende ESCBs interne systemer og infrastruktur samt euroområdet finansmarkeder bevarede komiteen hele tiden overblikket over ESCB-systemernes status og var i stand til at opdage potentielle problemer på et meget tidligt tidspunkt. ECB og NCBerne udvekslede også informationer med Joint Year 2000 Council koordineret af Den Internationale Betalingsbank i bestræbelserne på at medvirke til at reducere de år 2000-relaterede risici på verdensplan uden for Eurosystemet. Det viste sig at være meget effektivt.

Mange af ECBs og NCBernes medarbejdere var på arbejde i den weekend, hvor overgangen til år 2000 fandt sted, for at sikre, at uforudsete problemer kunne løses hurtigt og effektivt. De grundige forberedelser, der blev truffet i 1999, var ikke forgæves, eftersom både aktiviteterne i overgangsweekenden og på den første arbejdsdag, den 3. januar 2000, kunne gennemføres uden problemer.

4 Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner

I henhold til traktatens artikel 120 og artikel 11 i Rådets forordning (EØF) nr. 1969/88 af 24. juni 1988 forvaltede ECB fortsat de låneoptagelses- og långivningstransaktioner, som Fællesskabet har indgået under mekanismen for mellemfristet finansiel støtte.

I 1999 modtog ECB de skyldige rentebeløb på udestående lån fra det sidste låntagerland (Italien) og betalte dem til Fællesskabets kreditorer. Fællesskabets samlede udestående lån til Italien pr. 31. december 1998 var €2.483 millioner. Dette tal var uændret pr. 31. december 1999.



Kapitel X

Information og oplysningspligt

I ECBs informationspolitik og kommunikationsredskaber

I.1 Kommunikationspolitikens mål

ECB søger ved hjælp af en lang række kommunikationsredskaber at holde offentligheden orienteret om sine mål og opgaver og om baggrunden for sine handlinger. På denne måde bidrager ECB til at nå målene for Eurosystemets kommunikationspolitik, der går ud på at øge forståelsen af pengepolitikken og dermed fremme offentlighedens accept af Eurosystemets politik i og uden for euroområdet. Et andet af kommunikationspolitikens mål er at øge kendskabet til og forståelsen af ESCBs virkemåde.

ECB har forpligtet sig til principperne åbenhed, gennemsækelighed og oplysningspligt. Med dette for øje orienterer ECB indgående forskellige målgrupper om sin vurdering af udviklingen inden for euroområdet økonomi og på de finansielle markeder. Informationsformidlingen gennemføres ensartet og ligeligt i de forskellige lande og over for de forskellige medier. NCBerne i ESCB spiller en vigtig rolle, når det drejer sig om at nå målene for ESCBs kommunikationspolitik.

Retningslinjer vedrørende kommunikationspolitikken findes i ESCB-statutten, der fastlægger, at ECB mindst hvert kvartal skal offentliggøre en beretning om ESCBs aktiviteter. ECB skal også fremsende en årsberetning om både disse aktiviteter og pengepolitikken i det foregående og det indeværende år til Europa-Parlamentet, EU-Rådet, Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råd. Endvidere er ECB forpligtet til at offentliggøre en konsolideret oversigt over Eurosystemets finansielle stilling hver uge.

I.2 Kommunikationsredskaber

Faktisk har ECB forpligtet sig til at gå videre end disse krav. ECBs formand og næstformand orienterer om baggrunden for Styrelsesrådets beslutninger på en pressekonference, der afholdes umiddelbart efter Styrelsesrådets første møde hver måned. Den

indledende meddelelse på denne pressekonference offentliggøres samtidig på Internettet på ECBs websted (<http://www.ecb.int>), og den findes også på Eurosystemets NCBers websted. Fordelen ved denne fremgangsmåde er, at Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske situation og de vigtigste overvejelser bag dets beslutninger præsenteres lige efter mødet.

Yderligere oplysninger om Styrelsesrådets syn på den økonomiske situation og udsigterne for prisudviklingen findes i ECB Månedsoversigt, som udkommer en uge efter Styrelsesrådets første møde hver måned på alle 11 officielle EU-sprog.

Hensigten med ECB Månedsoversigt er, at den skal være et værdifuldt redskab for iagttagere af euroområdet fælles pengepolitik, det være sig finansanalytikere, økonomer eller medierepræsentanter. Denne publikation udkommer i et oplag på over 80.000 hver måned. Heri medregnes ikke det antal gange, publikationen besøges på ECBs eller NCBernes websted.

Desuden er ECB ophavsmand til en række arbejdspapirer, hvis formål er at formidle resultaterne af ECBs forskning til den akademiske verden og finansverdenen. Disse publikationer omhandler de spørgsmål, som er af størst betydning for Eurosystemet.

ECB har også udgivet en række rapporter om aktuelle emner beregnet for bestemte faggrupper i den pågældende periode. En udtømmende liste over ECBs publikationer findes i bilaget til denne årsberetning. En udtømmende og systematisk samling af alle de retlige instrumenter, som ECB har udgivet, findes i „Compendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 – maj 1999“, der blev udgivet i oktober 1999.

ECB har udgivet en brochure, der omhandler eurosedler og -mønter. Brochuren er beregnet for offentligheden og kan fås på alle 11 officielle EU-sprog.

I kommunikationen med offentligheden spiller massemedierne, fx aviser, tidsskrifter, radio og tv, en meget vigtig rolle. De europæiske medier har vist stor interesse for Eurosystemets politik og resultaterne af Styrelsesrådets drøftelser. Medlemmerne af Styrelsesrådet har søgt at imødekomme denne interesse ved at give en lang række interviews til forskellige medier. Styrelsesrådets medlemmer har holdt offentlige taler, der ligeledes har givet anledning til talrige artikler i den europæiske og internationale presse.

På ECBs websted findes foruden alle publikationer og pressemeddelelser en lang række taler, som Direktionens medlemmer har holdt. Det indeholder desuden baggrundsinformation samt mange forskellige statistikker om euroområdet økonomi.

Endvidere indeholder ECBs websted links til alle EUs NCBer, hvor en stor del af materialet findes på de respektive sprog. Da Internettet i højere og højere grad anvendes som kommunikationsredskab, er webstedet af stigende betydning for ECBs kommunikati-

onspolitik. Antallet af „besøg“ (hvor en eller flere sider læses fra samme computer i en enkelt session) på ECBs websted bekræfter, at efterspørgslen efter information ad denne vej er betydelig. I 1999 svingede dette tal mellem 20.000 og 40.000 om ugen og toppede i de uger, hvor der blev afholdt pressekonferencer eller offentliggjort vigtige dokumenter.

Internettet har en indbygget forstærkningseffekt, da ECBs dokumenter også distribueres via andre websteder. Denne effekt er umulig at måle, men bør ikke undervurderes.

Forsøgene på at beskrive og forklare Eurosystemets pengepolitik ville ikke være fuldstændige, hvis man ikke nævner den personlige kontakt mellem ECBs personale og opinionsdannere og videreformidlere, fx undervisere og studerende inden for økonomi, virksomhedsledelse og jura, og folk fra andre relevante fagområder. I den forbindelse modtager ECB næsten hver dag året rundt grupper af besøgende. I 1999 var det samlede antal besøgende over 10.000. De besøgende kommer fra hele verden, dog hovedsagelig fra EU-landene.

2 Oplysningspligt

2.1 Centralbankuafhængighed og oplysningspligt i Den Økonomiske og Monetære Union

Centralbankernes uafhængighed som institution giver de pengepolitiske beslutningstagere mulighed for på en holdbar og troværdig måde at fokusere på fastholdelse af prisstabilitet uden at skulle tage hensyn til kortsigtede politiske overvejelser. En lang række teoretiske analyser suppleret med betydelig praktisk erfaring underbygger den holdning, at centralbankernes uafhængighed styrker pengepolitikens udformning og gennemførelse og dermed øger prisstabiliteten. Centralbankerne er derfor uafhængige i en lang række lande i hele verden. Denne model gælder også for Eurosystemets institutionelle opbygning som fastlagt i traktaten. I traktaten

anføres det, at hverken ECB, de 11 NCBer i euroområdet eller medlemmerne af disse besluttende organer under udøvelsen af de beføjelser og gennemførelsen af de opgaver og pligter, som de har fået pålagt, må søge eller modtage instrukser fra fællesskabsinstitutioner eller -organer, fra medlemslandenes regeringer eller fra nogen anden side. Endvidere pålægger traktaten Fællesskabets institutioner og organer samt medlemslandenes regeringer at forpligte sig til at respektere dette princip og til ikke at søge at øve indflydelse på, hvordan medlemmerne af ECBs eller af NCBernes besluttende organer udfører deres opgaver.

For at bevare sin demokratiske berettigelse skal en uafhængig centralbank stå til ansvar. Der skal derfor udarbejdes en ramme, som

giver offentligheden og de kompetente politiske organer mulighed for at overvåge den uafhængige institutions politik og vurdere, hvorvidt den løser de opgaver, som den har fået pålagt, og handler inden for sit ansvarsområde. Det kræver en klar og præcis definition af dens mandat. Mandatet gør det muligt at vurdere institutionernes beslutninger og aktiviteter i forhold til et specifikt benchmark. Hvis mandatet omfatter flere mål, er det vigtigt, at disse mål klart prioriteres. Hvorvidt en opgave er løst eller ej, bedømmes i forhold til de synlige politiske resultater. Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet i euroområdet. Dette hovedmål er det ultimative benchmark for bedømmelsen af Eurosystemets succes. ECB har offentliggjort en kvantitativ definition af prisstabilitet, som fastlægger en præcis målestok for vurderingen af Eurosystemets resultater, og dermed gør det lettere at håndhæve oplysningspligten.

2.2 Europa-Parlamentets rolle i forbindelse med ECBs oplysningspligt

Traktaten indeholder flere muligheder for praktisk gennemførelse af ECBs oplysningspligt. Som beskrevet ovenfor er ECB underlagt strenge krav om aflæggelse af beretning over for offentligheden og mere specifikt over for Europa-Parlamentet, EU-Rådet, Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råd.

Hvad angår ECBs specifikke oplysningspligt over for Europa-Parlamentet, fastlægges det i traktaten, at formanden for ECB og de øvrige medlemmer af ECBs Direktion på anmodning af Europa-Parlamentet eller på eget initiativ kan høres af Europa-Parlamentets kompetente udvalg. Ifølge Europa-Parlamentets forretningsorden indbydes formanden for ECB mindst fire gange årligt til møder i de kompetente udvalg med henblik på at afgive en redegørelse og besvare spørgsmål.

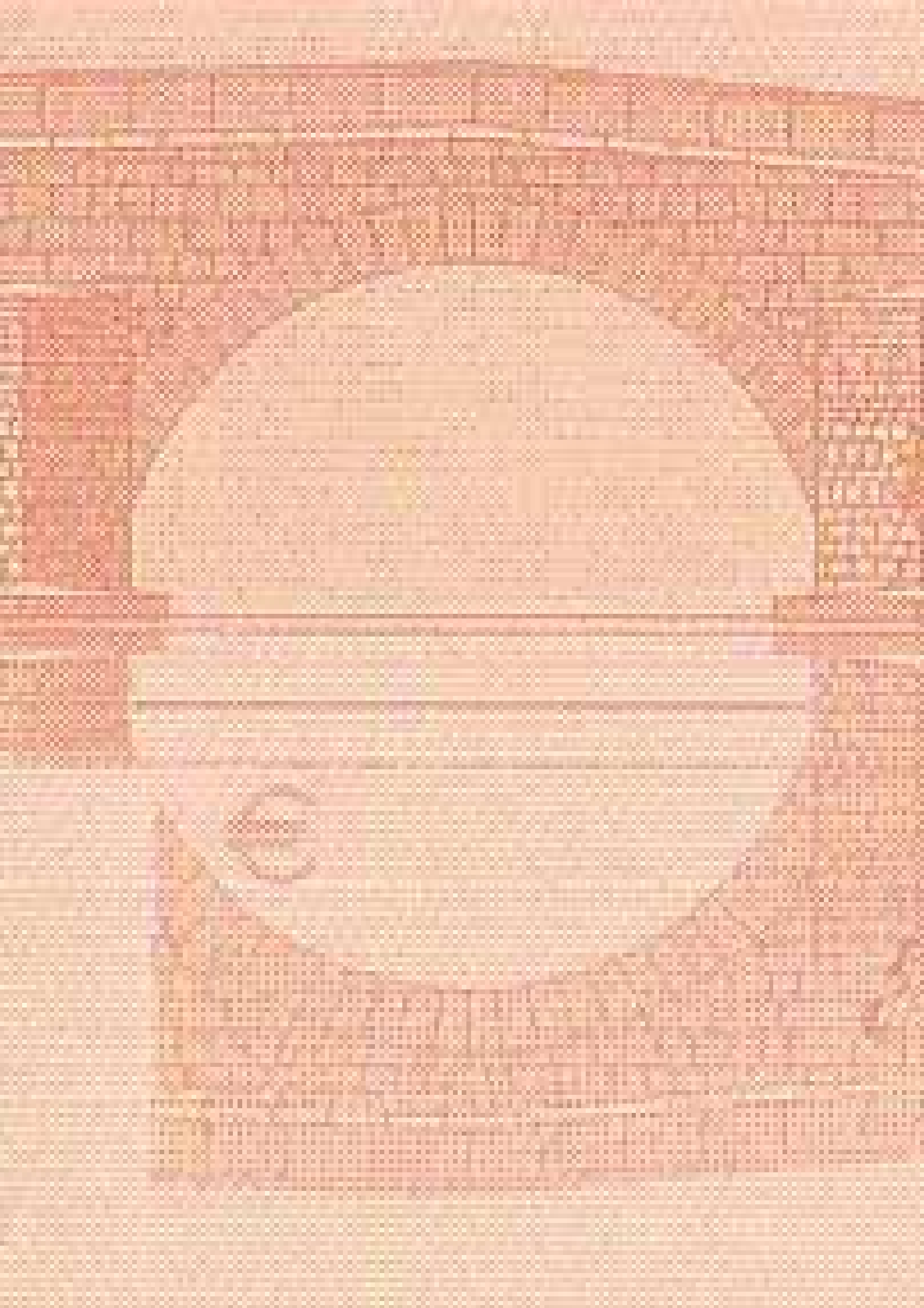
De regelmæssige høringer af ECBs formand i Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål

kan betragtes som en af de væsentligste måder, hvorpå ECB opfylder sin oplysningspligt. I den forbindelse noterede ECB sig Europa-Parlamentets beslutning om at omstrukturere sine interne arbejdsgange og etablere Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål som et selvstændigt udvalg. Under høringerne i Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål har formanden for ECB og andre medlemmer af Direktionen mulighed for at redegøre nærmere for ECBs vurdering af den aktuelle økonomiske og monetære udvikling i lyset af Eurosystemets pengepolitiske strategi, som underbygger ECBs pengepolitiske beslutninger, samt beslutninger inden for andre kompetenceområder.

Et referat af disse høringer offentliggøres på både Europa-Parlamentets og ECBs websted kort tid efter hver høring, så formandens redegørelser og drøftelserne i spørgetiden bliver tilgængelige for offentligheden så hurtigt som muligt. I 1999 blev disse kvartalsvise høringer afholdt den 18. januar, 19. april, 27. september og 29. november.

I traktaten fastlægges desuden, at formanden for ECB skal forelægge en årsberetning om ESCBs aktiviteter og den monetære politik for Europa-Parlamentet, som kan foranstalte en generel drøftelse heraf. I henhold til denne bestemmelse deltog formanden i Europa-Parlamentets plenarmøde den 26. oktober 1999, hvor han forelagde ECBs årsberetning for 1998.

Endvidere indbød Europa-Parlamentet medlemmer af Direktionen og ECBs personale til at deltage i yderligere høringer om en række særlige emner, fx Eurosystemets eksterne repræsentation, udarbejdelse af eurosedler og statistiske spørgsmål. Disse høringer udgør et supplerende forum, hvor ECB kan præsentere sine synspunkter og orientere om baggrunden for sine holdninger. Der er tillige etableret et tæt samarbejde mellem ECB og Europa-Parlamentet, som også medfører, at medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål lejlighedsvis besøger ECB.



Kapitel XI

De institutionelle rammer for Det Europæiske System af Centralbanker

I Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker



Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) består af Den Europæiske Centralbank (ECB) og alle 15 EU-landes nationale centralbanker (NCBer), dvs. også NCBerne i de fire medlemslande, som endnu ikke har indført euroen. For at øge gennemsækeligheden og gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i EU besluttede ECBs Styrelsesråd at indføre navnet „Eurosystemet“. Eurosystemet består af ECB og NCBerne i de medlemslande, der har indført euroen. Så længe der er medlemslande, som endnu ikke har indført euroen, er det nødvendigt at skelne mellem Eurosystemet og ESCB.

ECB har status som juridisk person i folkeretten. Den er Eurosystemets kerne og sikrer, at Eurosystemets opgaver udføres enten ved ECBs egne aktiviteter eller af NCBerne. Ved

beslutning om, hvordan ESCBs opgaver skal udføres, skal ECB anvende decentraliseringsprincippet i henhold til ESCB-statutten.

Hver NCB har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. Trods denne status er NCBerne i euroområdet en integreret del af Eurosystemet. NCBerne udfører således de opgaver, som Eurosystemet er blevet pålagt, i overensstemmelse med ECBs regler. NCBerne bidrager til arbejdet i ESCB bl.a. gennem deres respektive repræsentanters deltagelse i forskellige ESCB-komiteer (se afsnit 4 nedenfor). NCBerne kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er Eurosystem-relaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod Eurosystemets mål og opgaver.

2 ECBs besluttende organer

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs besluttende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Uden at dette berøres, konstitueres Det Generelle Råd som ECBs tredje besluttende organ, hvis og så længe der er medlemslande, som ikke har indført euroen. De besluttende organer opererer i henhold til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (traktaten), ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.¹ Mens beslutninger vedrørende Eurosystemets/ESCBs mål og opgaver træffes centralt, udføres operationerne i euroområdet decentralt af NCBERne i det omfang, det skønnes hensigtsmæssigt og muligt.

2.1 Styrelsesrådet

Styrelsesrådet, som er ECBs øverste besluttende organ, består af alle medlemmerne af Direktionen og cheferne for NCBERne i de medlemslande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- At fastsætte de retningslinjer og træffe de beslutninger, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt ESCB.
- At udforme euroområdets pengepolitik, herunder, hvor dette er hensigtsmæssigt, beslutninger vedrørende pengepolitiske

mellemmål, officielle rentesatser og forsyningen med reserver i Eurosystemet, og at fastsætte de nødvendige retningslinjer for gennemførelsen heraf.

I forbindelse med pengepolitiske beslutninger og andre opgaver i Eurosystemet handler medlemmerne af Styrelsesrådet som personligt udnævnte uafhængige medlemmer og ikke som repræsentanter for deres medlemslande. Dette afspejles i princippet „én person, én stemme“.

I 1999 mødtes Styrelsesrådet normalt hver anden uge i ECB i Frankfurt. To af møderne afholdtes dog som telekonferencer. Desuden besluttede Styrelsesrådet fra og med 2000 at mødes to gange om året i et andet euroland. I 2000 foregår disse to møder hos Banco de España i Madrid og Banque de France i Paris.

¹ Forretningsordenerne er offentliggjort i EF-Tidende, se forretningsorden for Den Europæiske Centralbank, EFT L 125 af 19.5.1999, s. 34; forretningsorden for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EFT L 75 af 20.3.1999, s.36 og L 156 af 23.6.1999, s. 52; Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Direktionen for Den Europæiske Centralbank (ECB/1999/7), EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Med undtagelse af sidstnævnte er de alle nævnt i ECBs første juridiske årbog „Compendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 – maj 1999“, oktober 1999.

Styrelsesrådet



Bageste række (venstre mod højre) Luis Ángel Rojo, Guy Quaden, Tommaso Padoa-Schioppa, Jean-Claude Trichet, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, Yves Mersch, Maurice O'Connell, Vítor Manuel Ribeiro Constâncio, Nout Wellink, Matti Vanhala, Ernst Welteke, Eugenio Domingo Solans.
Forreste række (venstre mod højre) Otmar Issing, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen.

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio
(fra 23. februar 2000)
Eugenio Domingo Solans
Antonio Fazio
Sirkka Härmäläinen
Otmar Issing
Klaus Liebscher
Yves Mersch
Maurice O'Connell
Tommaso Padoa-Schioppa
Guy Quaden (fra 1. marts 1999)

Luis Ángel Rojo
António José Fernandes de Sousa
(indtil 22. februar 2000)
Hans Tietmeyer (indtil 31. august 1999)
Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala
Alfons Verplaetse (indtil 28. februar 1999)

Nout Wellink
Ernst Welteke (fra 1. september 1999)

Formand for ECB
Næstformand for ECB
Direktør for Banco de Portugal

Medlem af ECBs Direktion
Direktør for Banca d'Italia
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion
Direktør for Österreichische Nationalbank
Direktør for Banque centrale du Luxembourg
Direktør for Central Bank of Ireland
Medlem af ECBs Direktion
Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Direktør for Banco de España
Direktør for Banco de Portugal

Direktør for Deutsche Bundesbank
Direktør for Banque de France
Direktør for Suomen Pankki
Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Direktør for De Nederlandsche Bank
Direktør for Deutsche Bundesbank

2.2 Direktionen

Direktionen består af formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandenes regeringer på stats- eller regeringschefniveau. Direktionens primære ansvarsområder er følgende:

- At forberede møderne i Styrelsesrådet.
- At gennemføre pengepolitikken i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelses-

rådet, idet den videregiver de nødvendige instrukser til NCBERne i Eurosystemet.

- At være ansvarlig for ECBs løbende drift.
- At varetage visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Direktionen mødes normalt mindst én gang om ugen for at træffe beslutninger vedrørende bl.a. tildelingen i Eurosystemets primære markedsoperationer.



*Bageste række (venstre mod højre) Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Sirkka Härmäläinen, Eugenio Domingo Solans.
Forreste række Christian Noyer, Willem F. Duisenberg.*

Willem F. Duisenberg

Formand for ECB

Christian Noyer

Næstformand for ECB

Eugenio Domingo Solans

Medlem af ECBs Direktion

Sirkka Härmäläinen

Medlem af ECBs Direktion

Otmar Issing

Medlem af ECBs Direktion

Tommaso Padoa-Schioppa

Medlem af ECBs Direktion

2.3 Det Generelle Råd

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og cheferne for NCBERne i alle 15 medlemslande, dvs. både deltagende og ikke-deltagende medlemslande. Det udfører de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som ECB stadig skal udføre i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, eftersom ikke alle medlemslande har indført euroen. Derfor er Det Generelle Råds primære ansvarsområder at orientere om konvergensudviklingen i de ikke-deltagende medlemslande² og at yde rådgivning i de nødvendige

forberedelser til uigenkaldelig fastlåsning af valutakurserne i disse medlemslande (se kapitel III). Desuden bidrager Det Generelle Råd til bestemte aktiviteter i ESCB, fx rådgivende funktioner (se kapitel IX) og indsamling af statistiske oplysninger (se kapitel VIII). I 1999 mødtes Det Generelle Råd hver tredje måned i Frankfurt.

² Ifølge Protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland og Protokollen om visse bestemmelser vedrørende Danmark, som begge er bilag til traktaten, skal denne orientering kun finde sted for Danmarks og Storbritanniens vedkommende, såfremt de beslutter at indføre euroen.

Det Generelle Råd



*Bageste række (venstre mod højre) Yves Mersch, Urban Bäckström, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Lucas D. Papademos, Klaus Liebscher, Matti Vanhala, Vítor Manuel Ribeiro Constâncio, Luis Ángel Rojo, Ernst Welteke, Edward A.J. George, Guy Quaden.
Forreste række (venstre mod højre) Antonio Fazio, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen.*

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Bodil Nyboe Andersen

Urban Bäckström

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

(fra 23. februar 2000)

Antonio Fazio

Edward A. J. George

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell

Lucas D. Papademos

Guy Quaden (fra 1. marts 1999)

Luis Ángel Rojo

António José Fernandes de Sousa

(indtil 22. februar 2000)

Hans Tietmeyer (indtil 31. august 1999)

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Alfons Verplaetse (indtil 28. februar 1999)

Nout Wellink

Ernst Welteke (fra 1. september 1999)

Formand for ECB

Næstformand for ECB

Direktør for Danmarks Nationalbank

Direktør for Sveriges Riksbank

Direktør for Banco de Portugal

Direktør for Banca d'Italia

Direktør for Bank of England

Direktør for Österreichische Nationalbank

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Direktør for Central Bank of Ireland

Direktør for Bank of Greece

*Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique*

Direktør for Banco de España

Direktør for Banco de Portugal

Direktør for Deutsche Bundesbank

Direktør for Banque de France

Direktør for Suomen Pankki

*Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique*

Direktør for De Nederlandsche Bank

Direktør for Deutsche Bundesbank

3 ECBs organisation

3.1 Ejerforhold

Siden ECBs etablering har kapitalindskydernes økonomiske interesser været beskyttet og overvåget af både eksterne revisorer i henhold til artikel 27, stk. 1, i ESCB-statutten og, hvad angår specifikke spørgsmål, af Revisionsretten i henhold til artikel 27, stk. 2, i samme statut. Desuden har ECB sine egne interne revisions- og kontrolprocedurer, som følger de generelle regler vedrørende kontrolsystemer for private finansielle institutioner og kreditinstitutter. Direktoratet for Intern Revision vurderer løbende ECBs effektivitet og interne kontrolfunktioner og undersøger de økonomiske oplysningers pålidelighed og integritet. Ydermere sørger Revisionskomiteen (se afsnit 4) for samarbejde på EU-plan mellem ESCBs interne revisionsfunktioner ved at definere fælles revisionsprogrammer og -standarder til decentral brug med henblik på en undersøgelse af de fælles infrastrukturer i ESCB. ECBs Styrelsesråd har de budgetmæssige beføjelser og vedtager ECBs budget efter forslag fra Direktionen. I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet endvidere af Budgetkomiteen.

Det bemærkes, at de interne kontrolfunktioner i ECB også omfatter interne regler, som skal forhindre misbrug af følsomme oplysninger om det finansielle marked („regler for insiderhandel“ og såkaldte „kinesiske mure“).

I den forbindelse deler ECB Europa-Parlamentets, Rådets og Kommissionens ønske om at bekæmpe svig og har tilsluttet sig fællesskabsinitiativet til bekæmpelse af svig. Den 7. oktober 1999 etableredes Udvalget for Bekæmpelse af Svig, som skal gennemføre en plan til bekæmpelse af svig i ECB.³ Udvalget for Bekæmpelse af Svig består af tre uafhængige personer, som er værdige i almindeligt omdømme, som har professionel erfaring inden for centralbankvirksomhed, retspleje og

overvågning samt forebyggelse og opklaring af svig, og som alle er udnævnt af Styrelsesrådet, nemlig: *John L. Murray*, højesteretsdommer i Irland, *Erik Ernst Nordholt*, rådgiver for den hollandske indenrigsminister og tidligere politidirektør i Amsterdam og *Maria Schaumayer*, direktør for Österreichische Nationalbank fra 1990 til 1995. Medlemmerne af Udvalget for Bekæmpelse af Svig indledte deres arbejde 1. januar 2000.⁴ I overensstemmelse med konklusionerne fra Det Europæiske Råds møde i Köln i juni 1999 vil der blive etableret et samarbejde med det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF)⁵. I ECB har Direktoratet for Intern Revision til opgave at udføre alle undersøgelser vedrørende forebyggelse og opklaring af svig, og refererer i den henseende direkte til Udvalget for Bekæmpelse af Svig.

3.2 Udviklingen på personaleområdet

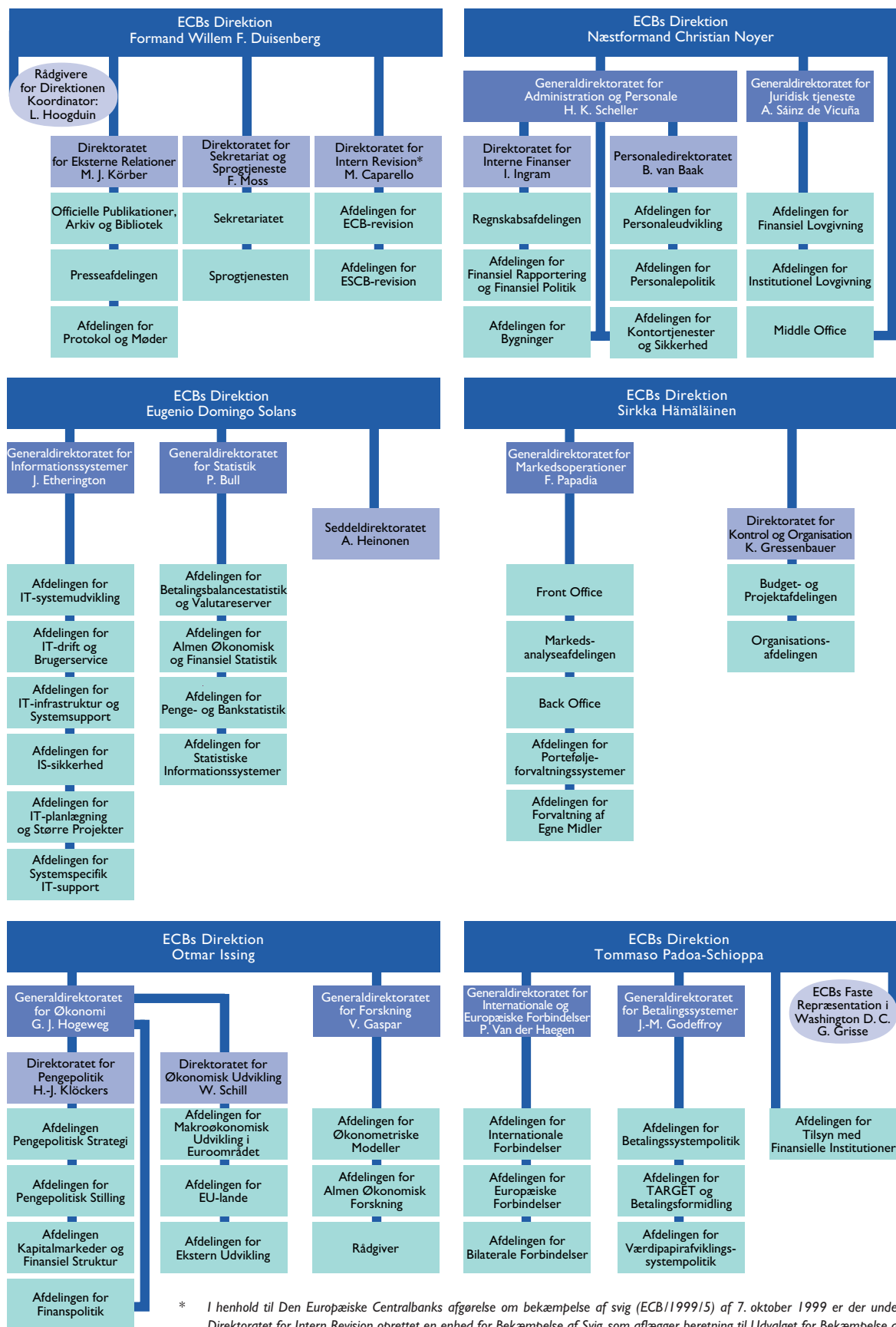
Ved udgangen af 1999 havde ECB 732 medarbejdere fra alle 15 medlemslande mod 534 medarbejdere ved udgangen af 1998. Den 2. december 1999 godkendte Styrelsesrådet ECBs budget for 2000, som i løbet af året påregner en stigning i antallet af medarbejdere til lidt over 1.000. Derfor besluttede Direktionen sig for at iværksætte en række organisationsmæssige justeringer med henblik på at styrke ECBs lederstruktur. Dette afspejles i ECBs reviderede organisationsdiagram, som trådte i kraft 4. januar 2000.

³ Se Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 7. oktober 1999 om bekæmpelse af svig (ECB/1999/5), EFT L 291 af 13.11.1999, s. 36. I forbindelse hermed ændredes forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank ved tilføjelsen af en ny artikel 9a, se EFT L 314 af 8.12.1999, s. 32.

⁴ Se Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 16. november 1999 om udnævnelse af medlemmerne af Den Europæiske Centralbanks Udvalg for Bekæmpelse af Svig (ECB/1999/8), EFT L 299 af 20.11.1999, s. 40.

⁵ „Office européen de lutte antifraude“.

3.3 ECBs organisationsdiagram



* I henhold til Den Europæiske Centralbanks afgørelse om bekæmpelse af svig (ECB/1999/15) af 7. oktober 1999 er der under Direktoratet for Intern Revision oprettet en enhed for Bekæmpelse af Svig, som aflægger beretning til Udvalget for Bekæmpelse af Svig via direktøren for Intern Revision.

4 ESCB-komiteer

ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle i udførelsen af Eurosystemets/ESCBs opgaver. Efter anmodning fra både Styrelsesrådet og Direktionen tilføjer de ekspertise inden for deres kompetenceområder og letter således beslutningsprocessen. ESCB-komiteerne består af repræsentanter fra Eurosystemets centralbanker og, hvor det er hensigtsmæssigt, af andre kompetente organer, såsom nationale tilsynsmyndigheder, hvad angår Banktilsynskomiteen. NCBerne i de ikke-deltagende medlemslande har desuden

udnævnt en repræsentant, som deltager i ESCB-komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. I øjeblikket er der 13 ESCB-komiteer, hvoraf de 12 blev etableret i henhold til artikel 9 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank. Budgetkomiteen, som assisterer Styrelsesrådet i sager vedrørende ECBs budget, blev dog etableret i overensstemmelse med artikel 15 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank.

ESCB-komiteer og deres formænd

Regnskabskomiteen
Hanspeter K. Scheller

Komiteen for Internationale Relationer
Hervé Hannoun

Banktilsynskomiteen
Edgar Meister

Den Juridiske Komité
Antonio Sáinz de Vicuña

Seddelkomiteen
Antti Heinonen

Markedsoperationskomiteen
Francesco Papadia

Komiteen for Ekstern Kommunikation
Manfred J. Körber

Den Pengepolitiske Komité
Gert Jan Hogeweg

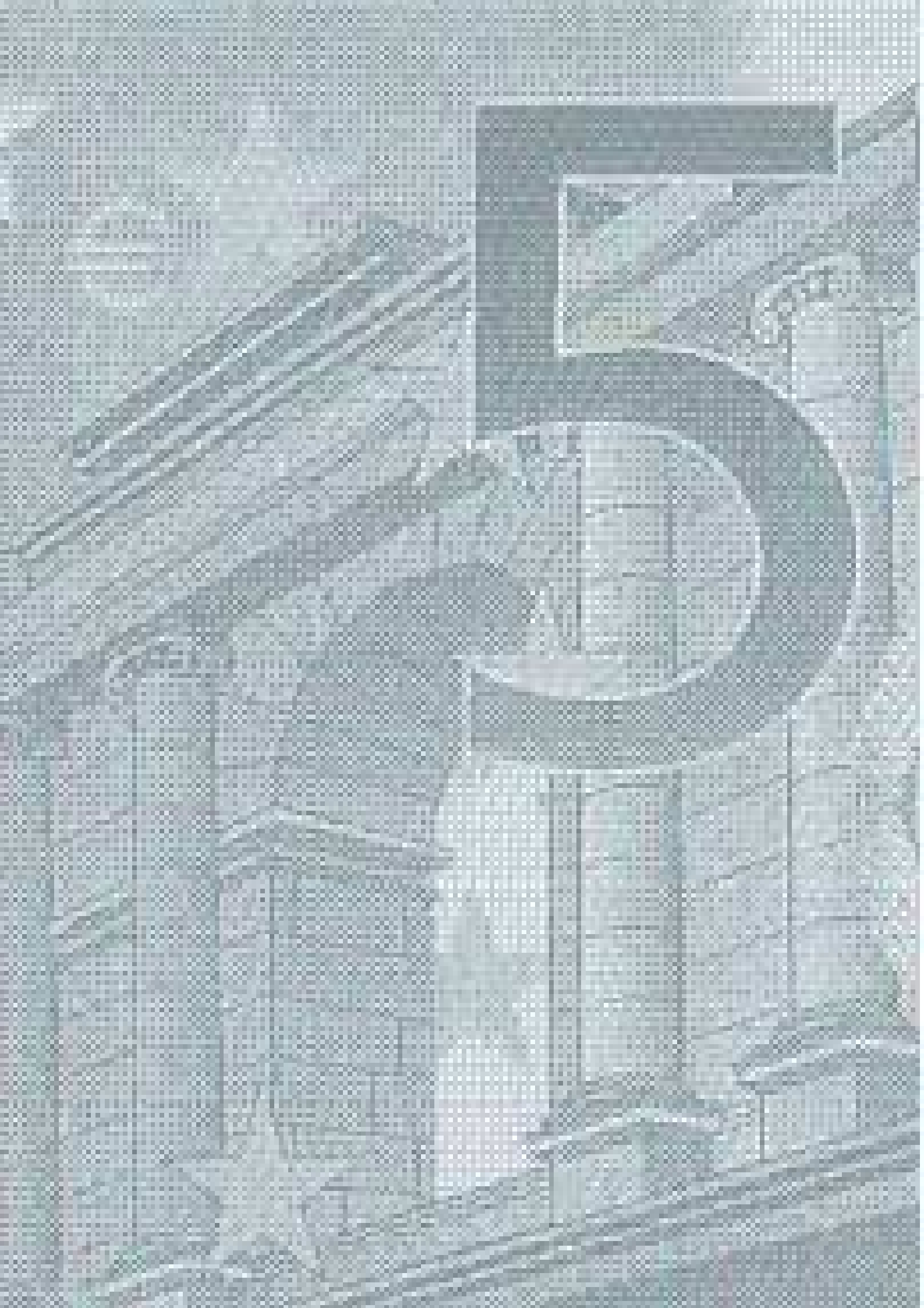
IT-komiteen
Jim Etherington

Betalingsformidlingskomiteen
Jean-Michel Godeffroy

Revisionskomiteen
Michèle Caparelli

Statistikkomiteen
Peter Bull

Budgetkomiteen
Liam Barron



Kapitel XII

Årsregnskabet for ECB og konsolideret balance for Eurosystemet 1999

Balance pr. 31. december 1999

Aktiver	Note nr.	1999 €	1998 €
1 Guld og tilgodehavender i guld	1	6.956.995.273	0
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	2		
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		41.923.041.208	343.047.341
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	2		
Tilgodehavender hos modparter i den finansielle sektor		2.595.090.860	0
4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		3.002.567.659	3.739.796.108
5 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet	4	3.537.141.285	0
6 Andre aktiver			
6.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver	5.1	42.589.467	30.112.071
6.2 Øvrige finansielle aktiver	5.2	641.807.406	25.276.953
6.3 Periodeafgrænsningsposter	5.3	777.032.332	553.582
6.4 Øvrige poster	5.4	6.774.149	3.458.140
		1.468.203.354	59.400.746
7 Årets tab		247.281.223	0
Aktiver i alt		59.730.320.862	4.142.244.195

Passiver	Note nr.	1999 €	1998 €
1 Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet	6	1.080.000.000	0
2 Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet	7	301.656.911	0
3 Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet	8	4.708.950.946	0
Indlån og andre forpligtelser			
4 Intra-Eurosystem forpligtelser			
4.1 Forpligtelser vedrørende overførsel af valutareserver	9.1	39.468.950.000	0
4.2 Øvrige passiver i Eurosystemet (netto)	9.2	1.720.937.646	0
		41.189.887.646	0
5 Andre forpligtelser	10		
5.1 Kursregulering af ikke-balanceførte poster		0	725.321
5.2 Periodeafgrænsningsposter		1.237.727.166	4.172.760
5.3 Øvrige poster		302.605.481	78.550.581
		1.540.332.647	83.448.662
6 Hensættelser	11	21.862.239	31.006.791
7 Revalueringskonti	12	6.860.539.710	697.979
8 Kapital og reserver	13		
8.1 Kapital		3.999.550.250	3.999.550.250
8.2 Reserver		27.540.513	0
		4.027.090.763	3.999.550.250
9 Årets overskud		0	27.540.513
Passiver i alt		59.730.320.862	4.142.244.195

Resultatopgørelse for året, der slutter den 31. december 1999

	Note nr.	1999 €	1998 (7 mdr.) €
Renteindtægter		4.872.234.880	97.851.703
Renteudgifter		(4.118.082.387)	(2.683.980)
Nettorenteindtægter	1	754.152.493	95.167.723
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	2	(264.942.584)	22.182.536
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	3	(604.920.383)	(22.249.604)
Nettoresultat af finansielle operationer og nedskrivninger		(115.710.474)	95.100.655
Gebyr- og provisionsindtægter		593.902	0
Gebyr- og provisionsudgifter		(361.702)	0
Nettoindtægter fra gebyrer og provision	4	232.200	0
Andre indtægter	5	436.898	490.101
Nettoindtægter i alt		(115.041.376)	95.590.756
Personaleomkostninger	6 og 7	(61.022.091)	(29.744.540)
Administrationsomkostninger	8	(60.748.855)	(30.229.686)
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		(10.468.901)	(8.076.017)
(Tab)/Årets overskud		(247.281.223)	27.540.513

Frankfurt am Main, den 29. februar 2000

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Willem F. Duisenberg
Formand

Anvendt regnskabspraksis¹

Regnskabets indhold og opstillingsform

Den Europæiske Centralbanks (ECB) årsregnskab er udfærdiget således, at det giver et retvisende billede af ECBs økonomiske stilling og af resultatet af dens aktiviteter. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper, som ECBs Styrelsesråd anser for at være passende for en centralbank. Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26, stk. 4, i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Euro-systemet.

Regnskabsprincipper

Følgende regnskabsprincipper er anvendt:

- Økonomisk realitet og gennemsigthed
- Forsigtighed
- Gennemgang af begivenheder indtruffet efter balancedagen
- Væsentlighed
- Periodisering
- Going concern
- Konsistens og sammenlignelighed.

Regnskabsgrundlag

Regnskaberne er udfærdiget på basis af anskaffelsværdi, tilpasset med markedsreguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver denomineret i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdato.

Guld, aktiver og passiver i fremmed valuta

Aktiver og passiver denomineret i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende kurs. Indtægter og omkostninger omregnes til den på transaktionstidspunktet gældende kurs. Valutakursregule-

ringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages pr. valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta værdifastsættes adskilt fra valutakursreguleringen.

Der skelnes ikke mellem værdifastsættelse og valutakursregulering af guld, som værdifastsættes på basis af kurs i euro pr. ounce finguld. Denne kurs er baseret på euroens kurs over for den amerikanske dollar den 30. december 1999.

Værdipapirer

Omsættelige obligationer og lignende aktiver værdifastsættes til de på balancedagen gældende middeltkurser. For året, der slutter den 31. december 1999, anvendtes middeltkurser pr. 29. december 1999. Ikke-omsættelige værdipapirer værdifastsættes til anskaffelsesprisen.

Genkøbsforretninger

Genkøbsforretninger er i balancen registreret som sikrede indskud. Balancen viser indskud og værdien af værdipapirer anvendt som sikkerhed. Værdipapirer solgt i forbindelse med genkøbsforretninger indgår stadig i ECBs balance og behandles, som om de stadig er en del af den portefølje, hvorfra de blev solgt. Forretninger, som omfatter værdipapirer denomineret i udenlandsk valuta, har ingen indflydelse på den gennemsnitlige anskaffelsespris af valutapositioner.

Tilbagekøbsforretninger medtages i balancens aktiver som sikrede lån efter lånenes værdi. Værdipapirer købt via denne type forretninger værdifastsættes ikke.

¹ En detaljeret beskrivelse af ECBs regnskabsprincipper findes i ECBs Styrelsesråds afgørelse af 1. december 1998 (ECB/1998/NP23), som kan bestilles.

Resultatføring

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår.

Realiserede gevinster og tab medtages i resultatopgørelsen. Anskaffelsesprisen for de enkelte poster beregnes på daglig basis ved hjælp af gennemsnitsomkostningsmetoden. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på en post ultimo året reduceres de gennemsnitlige omkostninger i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ved årets udgang.

Urealiserede gevinster betragtes ikke som indtægter, men overføres direkte til en kursreguleringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, såfremt de overstiger tidligere gevinster på den tilsvarende kursreguleringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, i en valuta eller på guld modregnes ikke i urealiserede gevinster i andre værdipapirer eller valutaer.

Over- eller underkurs på købte værdipapirer amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid og resultatføres som en del af renteindtægten.

Ikke-balanceførte poster

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, valutawaps og andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på en fremtidig dato, medtages i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab. Renteinstrumenter værdireguleres post for post og behandles på samme måde som værdipapirer. Overskud og tab i forbindelse med ikke-balanceførte poster opgøres og behandles som overskud og tab i forbindelse med balanceførte poster.

Begivenheder indtruffet efter balancedagen

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, som indtræffer mellem balancedagen og datoen for ECBs Styrelsesråds godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne væsentligt påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen.

Intra-Eurosystem tilgodehavender

Intra-Eurosystem tilgodehavender (undtagen ECBs kapital og poster vedrørende overførsel af valutareserver til ECB) medtages i ECBs balance som nettoposter.

Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Materielle og immaterielle anlægsaktiver værdifastsættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Der foretages følgende lineære afskrivninger over aktivernes forventede økonomiske levetid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen:

- Computere, relateret hardware, software og køretøjer: 4 år
- Udstyr, møbler og maskiner: 10 år.

Anlægsaktiver med en anskaffelsespris på under €10.000 afskrives i anskaffelsesåret.

ECBs pensionsordning

ECB har en pensionsordning med faste bidrag. Pensionsordningens aktiver, som udelukkende skal tilvejebringe pension til ordningens deltagere og deres efterladte, medtages i ECBs øvrige aktiver og identificeres separat. Gevinster og tab i forbindelse med værdiansættelse af pensionsordningens aktiver resultatføres i det år, de opstår. Pension, der udbetales fra den særlige pensionskonto, som følge af ECBs bidrag, er underlagt minimumsgarantier, som understøtter de faste bidrag.

Andre forhold

Idet der tages højde for ECBs rolle som centralbank, finder ECBs Direktion, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give læseren af regnskabet yderligere relevante oplysninger.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten, og på grundlag af en henstilling fra ECBs Styrelsesråd, godkendte EU-Rådet udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers GmbH som ECBs uafhængige eksterne revisor.

Noter til balancen

1 Guld og tilgodehavender i guld

ECB har en beholdning på 24 millioner ounces finguld. Guldbeholdningen blev overført til ECB i begyndelsen af 1999 til den daværende markedskurs på €246,368 pr. ounce finguld som en del af NCBernes overførsel af valutareserveaktiver til ECB, og udgjorde 15 pct. af disse aktivers værdi ved overførslen.

2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet

Disse tilgodehavender består af tilgodehavender hos udenlandske banker, lån denomineret i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer hovedsagelig denomineret i amerikanske dollar og japanske yen.

3 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet

Denne post består først og fremmest af tilgodehavender hos de ikke-deltagende NCBer som følge af transaktioner i TARGET-systemet.

4 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet

Disse værdipapirer består hovedsagelig af omsættelige obligationer udstedt af specifikke udstedere i euroområdet med høj kreditværdighed.

5 Andre aktiver

5.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Fratrukket den akkumulerede afskrivning på €29,1 millioner (herunder afskrivning under EMI), repræsenterede de materielle anlægsaktiver følgende hovedposter den 31. december 1999:

	Bogført nettoværdi pr. 31. december 1999 €	Bogført nettoværdi pr. 31. december 1998 €
Computere	15.865.660	12.510.812
Udstyr, møbler, maskiner og køretøjer	5.955.720	3.329.884
Igangværende byggeri	12.989.835	11.864.257
Øvrige anlægsaktiver	7.778.252	2.407.118
I alt	42.589.467	30.112.071

5.2 Øvrige finansielle aktiver

De væsentligste komponenter i denne post er:

- Modposter til genkøbsforretninger i forbindelse med investering af ECBs egenkapital. Pr. 31. december 1999 udgjorde udestående genkøbsforretninger €565,7 millioner.
- Investeringsporteføljer vedrørende ECBs pensionsfond, som er værdifastsat til €32,2 millioner. Aktiverne repræsenterer ECBs og ECBs personales akkumulerede investerede pensionsbidrag pr. 31. december 1999 og forvaltes af en ekstern fondsbestyrer. De faste bidrag fra ECB og medlemmerne i pensionsordningen investeres månedligt. Ordningens aktiver er ikke ombyttelige med ECBs andre finansielle aktiver, og nettoindtægterne fra aktiverne betragtes ikke som ECB-indtægter, men geninvesteres i de omtalte fonde indtil udbetaling af pension. Aktivernes værdi er baseret på en værdifastsættelse, som foretages af den eksterne fondsbestyrer ud fra markedskurserne ved udgangen af året.
- Efter at bestyrelsen i Den Internationale Betalingsbank (BIS) havde opfordret ECB til at blive medlem af BIS, købte ECB den 9. december 1999 3.000 aktier i BIS til en værdi af €38,5 millioner.

5.3 Periodeafgrænsningsposter

Den væsentligste komponent i denne post er påløbende rente på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

5.4 Øvrige poster

Denne post består hovedsagelig af et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre afgifter. Sådanne afgifter kan refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge artikel 40 i ESCB-statutten også gælder for ECB.

6 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet

Denne post består af indskud fra medlemmer af European Banking Association (EBA) som sikkerhed til ECB i forbindelse med EBA-betalinger i TARGET-systemet.

7 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet

Disse forpligtelser består hovedsagelig af de ikke-deltagende NCBers tilgodehavender som følge af transaktioner i TARGET-systemet.

8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet

Denne post omfatter forpligtelser som følge af genkøbsforretninger i forbindelse med forvaltning af ECBs valutareserver.

9 Intra-Eurosystem forpligtelser

9.1 Forpligtelser vedrørende overførsel af valutareserver

I overensstemmelse med artikel 30 i ESCB-statutten og Styrelsesrådets beslutning, hvorved artiklen trådte i kraft, overførte eurolandenes NCBer ved starten af tredje fase af ØMU valutareserver til ECB. Den 4.-7. januar 1999 blev der overført beløb til en værdi af €39,5 milliarder i form af guld, kontantbeholdninger og værdipapirer. Valutakomponenten (som udgjorde 85 pct. af den samlede overførsel) bestod af 90 pct. amerikanske dollar og 10 pct. japanske yen.

	Fordelingsnøgle (pct.)	
	%	€
Bank Nationale van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Österreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki	1,3970	698.500.000
I alt	78,9379	39.468.950.000

NCBernes tilgodehavender er denomineret i euro og forrentes med Eurosystemets korte markedsoperationsrente, som er korrigeret, så den afspejler et nulafkast på guldkomponenten (se note I i „Noter til resultatopgørelsen“). I henhold til Styrelsesrådets beslutning kan disse tilgodehavender frafaldes i de første tre år af tredje fase af ØMU, såfremt ECB har utilstrækkelige nettoindtægter og reserver til at dække urealiserede tab på kursfald i valutareserverne. Frafaldne beløb må ikke reducere forpligtelsen til under 80 pct. af den oprindelige værdi.

9.2 Øvrige passiver i Eurosystemet (netto)

Denne post består hovedsagelig af de deltagende NCBERs TARGET-tilgodehavender hos ECB, som er følgende:

	€
TARGET-tilgodehavender hos deltagende centralbanker	7.697.803.922
TARGET-forpligtelser over for deltagende centralbanker	(9.418.628.635)
Nettostilling	(1.720.824.713)

10 Andre forpligtelser

Den vigtigste post under „Øvrige poster“ består af genkøbsforretninger i forbindelse med investering af ECBs kapital. ECBs passiver vedrørende pensionsfonden (€32,2 millioner) medtages også her.

11 Hensættelser

Denne post består først og fremmest af hensættelser i forbindelse med udgifter til varer og tjenesteydelser.

12 Revalueringskonti

Disse konti repræsenterer revalueringsreserver som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver, hvilket hovedsagelig skyldes stigende valutakurser i forhold til euroen i løbet af 1999.

	€ 1999	€ 1998
Guld	1.036.876.277	0
Valuta	5.821.397.453	697.979
Værdipapirer	2.265.980	0
I alt	6.860.539.710	697.979

13 Kapital og reserver

De fuldt betalte bidrag fra NCBERne i euroområdet til ECBs kapital på €5 milliarder udgør i alt €3.946.895.000, og er fordelt således:

	Fordelingsnøgle (pct.)	€
Bank Nationale van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Österreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki	1,3970	69.850.000
I alt	78,9379	3.946.895.000

Bidragene fra NCBERne uden for euroområdet, som er 5 pct. af det beløb, som skulle betales, hvis disse lande havde deltaget i Den Monetære Union, udgør i alt €52.655.250, og fordeles som følger:

	Fordelingsnøgle (pct.)	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Bank of Greece	2,0564	5.141.000
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
I alt	21,0621	52.655.250

Disse beløb repræsenterer bidragene til ECBs driftsomkostninger i forbindelse med opgaver for NCBERne uden for euroområdet. Disse NCBER skal ikke betale noget kapitalindskud ud over de allerede fastsatte beløb, før de vælger at deltage i Eurosystemet. Indtil da kan disse NCBER ikke få del i ECBs overskud, og de hæfter heller ikke for eventuelle tab i ECB.

ECBs reserver er fordelt som følger:

	€ 1999
Almindelig reservefond	5.508.000
Andre reserver	0
Tilbageholdt overskud	22.032.513
I alt	27.540.513

14 Ikke-balanceførte poster

Der var ingen udestående tilgodehavender eller forpligtelser på uindfriede kontrakter eller andre åbne positioner. Der var ingen væsentlige udestående eventualforpligtelser pr. 31. december 1999.

Noter til resultatopgørelsen

1 Nettorenteindtægter

Denne post omfatter renteindtægter fratrukket renteudgifter i forbindelse med aktiver og passiver denomineret i fremmed valuta og i euro. Størstedelen af renteindtægterne og -udgifterne kom fra mellemværender fra transaktioner i TARGET. Nettorenteindtægter på valutareserveaktiverne udgjorde €1,5 milliarder. Et beløb på €913 millioner blev udbetalt til NC Berne i form af renter på deres tilgodehavender hos ECB i forbindelse med de valutareserveaktiver, som blev overført i begyndelsen af 1999.

Fordeling af renteindtægter

	I fremmed valuta (pct.)		I euro (pct.)	
	1999	1998	1999	1998
		(7 mdr.)		(7 mdr.)
Værdipapirer	84,5 pct.	0,0 pct.	5,1 pct.	0,0 pct.
Øvrige aktiver	15,5 pct.	100,0 pct.	94,9 pct.	0,0 pct.
I alt	100,0 pct.	100,0 pct.	100,0 pct.	0,0 pct.

Fordelingen af renteudgifter

	I fremmed valuta (pct.)		I euro (pct.)	
	1999	1998	1999	1998
		(7 mdr.)		(7 mdr.)
Værdipapirer	99,6 pct.	0,0 pct.	0,9 pct.	0,0 pct.
Øvrige aktiver	0,4 pct.	0,0 pct.	99,1 pct.	100,0 pct.
I alt	100,0 pct.	0,0 pct.	100,0 pct.	100,0 pct.

2 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

Et betydeligt kursfald på værdipapirer i løbet af 1999 gav et realiseret nettokurstab på transaktioner i forbindelse med portefølje-forvaltning af værdipapirer.

3 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Kursfald medførte nedskrivninger af anskaffelsesprisen på værdipapirer, som medtages i balancen til deres markedsværdi pr. 31. december 1999 (se „Anvendt regnskabspraksis: Resultatføring“).

4 Nettoindtægter fra gebyrer og provision

Posten „Gebyr- og provisionsindtægter“ består af de strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene.

5 Øvrige indtægter

Omfatter diverse indtægter i løbet af året hovedsagelig som følge af overførsel af ikke anvendte hensættelser til resultatopgørelsen.

6 Personaleomkostninger

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv. (€52,3 millioner), arbejdsgiverbidrag til ECBs pensionsfond og til syge- og ulykkesforsikring. Cheflønninger til medlemmerne af ECBs Direktion udgjorde i alt €1,8 millioner. Der blev i løbet af året ikke udbetalt pension til tidligere medlemmer af Direktionen eller til deres efterladte. Lønninger mv. til medarbejdere, herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs øvrige institutioner.

På den sidste arbejdsdag i 1999 havde ECB 732 medarbejdere, herunder 55 seniorledere. Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB i 1999 var 648, i forhold til 478 i 1998. I 1999 ansatte man yderligere 242 medarbejdere, mens 44 forlod ECB.

7 ECBs pensionsordning

I overensstemmelse med pensionsordningens regler foretages en fuld aktuarmæssig beregning hvert tredje år. Denne beregning skal dog foretages årligt, så længe antallet af medarbejdere stiger betydeligt i løbet af året. Den seneste aktuarmæssige beregning blev udført pr. 31. december 1998 baseret på princippet om akkumulerede rettigheder, som kræver udbetaling af et minimumsengangsbeløb til pensionsordningens deltagere ved ansættelsens ophør. Beregningen viste, at den aktuarmæssige værdi af fondens aktiver udgjorde 110 pct. af de opsparede pensionsbeløb på balancedagen, efter at der var taget højde for fremtidige lønstigninger og pensionsforpligtelser.

Pensionsordningens omkostninger vurderes efter rådgivning fra en kvalificeret aktuar. ECBs samlede pensionsomkostninger var €8,1 millioner, hvilket inkluderer pension til medlemmerne af Direktionen svarende til €1,8 millioner. ECBs arbejdsgiverbidrag skal fremover udgøre 16,5 pct. af alle medarbejders pensionsgivende indkomst.

8 Administrationsomkostninger

Denne post dækker alle øvrige løbende omkostninger, såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarer for rådgivning, andre services og forsyninger samt personalerelaterede udgifter i forbindelse med rekruttering, omplacering, installation af personale, uddannelse samt flytning.

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret medfølgende regnskabsopgørelse for Den Europæiske Centralbank pr. 31. december 1999. Ledelsen af Den Europæiske Centralbank er ansvarlig for udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen. Det er vort ansvar at fremkomme med en uafhængig vurdering af regnskabsopgørelsen baseret på vor revision og at rapportere denne vurdering til Dem.

Vor revision er foretaget i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsprincipper. En revision indbefatter en stikprøvebaseret kontrol af beløb og indhold af de enkelte poster. Revisionen indbefatter ligeledes en gennemgang af de væsentligste vurderinger og skøn, der er foretaget i forbindelse med udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen og en vurdering af, om de anvendte regnskabsprincipper er tilstrækkeligt belyst og i det hele taget er anvendelige for Den Europæiske Centralbank.

Det er vor opfattelse, at den regnskabsopgørelse, der er blevet udfærdiget i henhold til regnskabsprincipperne præsenteret i første afsnit af noterne til regnskabsopgørelsen for Den Europæiske Centralbank, giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle situation pr. 31. december 1999 og af resultatet af dens aktiviteter foretaget i det forløbne år.

Frankfurt am Main, den 1. marts 2000

PricewaterhouseCoopers

Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[underskrift]

(Wagener)
Revisor

[underskrift]

(Kern)
Revisor

Note om fordeling af tab

Anm.: Denne note er ikke en del af ECBs regnskab. Den er medtaget i Årsberetningen udelukkende til orientering.

I henhold til artikel 33.2 i ESCB-statutten udlignes ECBs tab på følgende måde:

(a) Tabet udlignes af ECBs almindelige reservefond;

(b) Efter en beslutning, truffet af ECBs Styrelseråd, udlignes resterende tab af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem NCBerne i overensstemmelse med artikel 32.51;

(c) Såfremt disse tab ikke kan udlignes i henhold til artikel 33.2, har Styrelserådet besluttet, at resterende tab skal udlignes på følgende måde:

(i) Resterende tab udlignes i første omgang ved at fratage en del af ECBs forpligtelsers oprindelige værdi svarende til overførslen af valutareserver på ECBs balance. Frataget må ikke overstige:

- De urealiserede tab på valuta- og guldpositioner;
- Et beløb, som reducerer ovennævnte forpligtelse til under 80 pct. af dens oprindelige værdi.

(ii) Resterende tab udlignes direkte i de deltagende NCBers indtægter fra det nationale seddelomløb, fordelt i overensstemmelse med ECBs forde-

lingsnøgle, med den begrænsning, at det opkrævede beløb ikke må overstige de pågældende NCBers indtægter fra det nationale seddelomløb.

På mødet den 16. marts 2000 besluttede ECBs Styrelseråd, at ECBs tab for året, der sluttede den 31. december 1999, skulle fordeles på følgende måde:

	€ 1999	€ 1998
(Tab)/Årets overskud	(247.281.223)	27.540.513
Udtræk fra/Henlæggelser til den almindelige reservefond	27.540.513	(5.508.000)
Overførsel fra puljen af monetære indtægter	35.160.676	0
Tilbageholdt overskud, som overføres		(22.032.513)
Direkte opkrævning fra NCBer	184.580.034	0

1 Ifølge artikel 32.5 i ESCB-statutten skal de nationale centralbankers monetære indtægter fordeles mellem disse banker indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital. Styrelserådet besluttede for regnskabsperioden 1999-2001 at beregne de monetære indtægter ved hjælp af referencerenten for gældsgrundlaget, som består af alle indlånsforpligtelser over for kreditinstitutter, foliokonti, indlånsfaciliteten, aftaleindskud, indskud til dækning af øgede låneomkostninger, likviditetsopsugende genkøbsforretninger og de deltagende NCBers forpligtelser som følge af ECBs udstedelse af gældsbeviser. Referencerenten er den seneste 2-ugers reporente, som anvendes dagligt i forbindelse med hver NCBs gældsgrundlag for at udregne puljen af monetære indtægter. Det rentebeløb, som en NCB skal betale for sine forpligtelser i gældsgrundlaget, fratrækkes de monetære indtægter, som skal indgå i puljen.

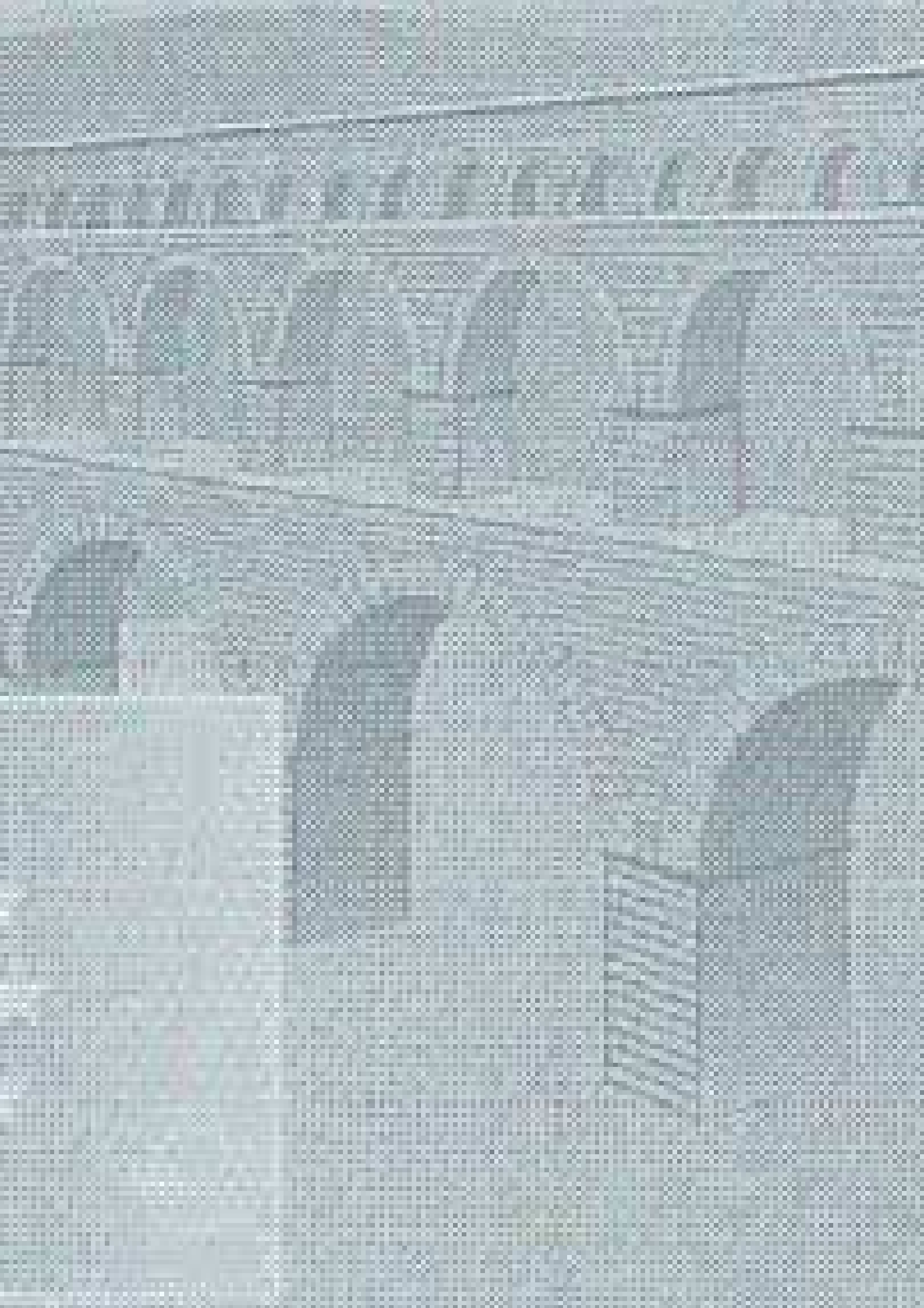
Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 1999

(Millioner EUR)

Aktiver	Balance pr. 31. december 1999	Balance pr. 1. januar 1999
1 Guld og tilgodehavender i guld	116.610	99.565
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet		
2.1 Tilgodehavender hos IMF	71.744	29.511
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	182.803	201.494
	254.547	231.005
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	14.412	6.283
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet		
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	6.050	8.941
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0
	6.050	8.941
5 Udlån til den finansielle sektors modparter i euroområdet		
5.1 Primære markedsoperationer	161.988	143.696
5.2 Lange markedsoperationer	74.996	24.698
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	6.680
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	11.429	6.372
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	404	26
5.7 Øvrige tilgodehavender	1.276	3.641
	250.093	185.113
6 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	23.513	21.673
7 Den offentlige gæld denomineret i euro	59.180	60.126
8 Andre aktiver	81.899	80.731
Aktiver i alt	806.304	693.437

Evt. uoverensstemmelser i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

Passiver	Balance pr. 31. december 1999	Balance pr. 1. januar 1999
1 Sedler i omløb	374.976	342.194
2 Forpligtelser i euro over for den finansielle sektors modparter i euroområdet		
2.1 Løbende poster (dækker reservekravssystemet)	114.826	84.428
2.2 Indlånsfacilitet	2.618	973
2.3 Indskud med fast løbetid	0	1.886
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	10	12
	117.454	87.299
3 Udstedte gældsbeviser	7.876	13.835
4 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet		
4.1 Staten	57.539	55.279
4.2 Andre forpligtelser	3.061	3.075
	60.600	58.354
5 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	9.048	9.972
6 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	927	595
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet		
7.1 Indskud, saldi og øvrige forpligtelser	11.896	3.314
7.2 Forpligtelser i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0
	11.896	3.341
8 Modpost til særlige trækingsrettigheder tildelt af IMF	6.529	5.765
9 Øvrige passiver	54.493	58.070
10 Kursreguleringskonti	106.629	60.083
11 Kapital og reserver	55.876	53.956
Passiver i alt	806.304	693.437



Bilag

Ordliste*

Afviklingsrisiko: En overordnet betegnelse, der bruges til at beskrive risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke forløber som forventet. Denne risiko kan vedrøre både kredit- og likviditetsrisiko.

Auktioner: En tildelingsprocedure, som **Eurosystemet** anvender i sine almindelige **markedsoperationer**. Den udføres inden for en tidsramme på 24 timer og alle **modparter**, der opfylder de generelle kriterier for deltagelse, er berettigede til at indlevere bud.

Betalingsagent: En institution, der administrerer afviklingsprocessen (dvs. fastlæggelse af betalingspositioner, overvågning af udvekslingen af betalinger osv.) for betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer eller andre arrangementer, der kræver afvikling.

Betalingsystem (Funds transfer system eller FTS): Et formelt arrangement, baseret på private kontrakter eller skreven lov, med flere medlemmer, fælles regler og standardiserede arrangementer for overførsel og afvikling af betalinger mellem systemets medlemmer.

Bilateral procedure: En procedure, hvorved centralbanken handler direkte med en eller kun få **modparter**, uden at gøre brug af auktionsprocedurer. Bilaterale procedurer omfatter operationer udført via børser eller agenter på markedet.

Centralkurs over for euro: Den officielle valutakurs for de deltagende valutaer i **ERM2** over for **euro**, omkring hvilken udsvingsbåndene i ERM2 er defineret.

Dag-til-dag indskud: Dette instrument omfatter hovedsagelig de folio-/anfordringsindskud, som er fuldstændig konvertible (ved check eller lignende). Det omfatter også indskud, som kan konverteres på anfordring eller ved lukketid den følgende dag.

Delivery versus payment-system (eller DvP, levering mod betaling): En mekanisme i et **værdipapirafviklingssystem**, som sikrer, at endelig overførsel af et aktiv finder sted, hvis, og kun hvis, den endelige overførsel af den tilhørende betaling samtidig har fundet sted. Aktiver inkluderer værdipapirer og andre finansielle instrumenter.

Direktionen: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes af stats- eller regeringscheferne i de medlemslande, der har indført **euroen**.

ECOFIN: Se **EU-Rådet**.

ECU (European Currency Unit): ECU var en valutakurv sammensat af en fast mængde af valutaerne fra 12 af de 15 medlemslande. Værdien af ECU blev beregnet som et vægtet gennemsnit af de tolv komponentvalutaer. ECU blev erstattet af **euro** den 1. januar 1999 i forholdet en-til-en.

Effektive (nominelle/reale) valutakurser: Nominelle effektive valutakurser består af et vægtet gennemsnit af forskellige bilaterale valutakurser. Reale effektive valutakurser er nominelle effektive valutakurser deflateret med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller

* Nummereringen af artikler og protokoller følger den nummerering, der anvendes i den traktat, som blev underskrevet i Amsterdam.

omkostninger i forhold til de indenlandske. Disse valutakurser er derfor udtryk for pris- eller omkostningsmæssig konkurrenceevne. **Euroens** nominelle effektive valutakurs beregnet af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** er et geometrisk vægtet gennemsnit af euroens kurs over for valutaerne for 13 af euroområdet handelspartnere. Vægtene er baseret på handlen med færdigvarer med handelspartnerne i perioden 1995-97 og tager højde for tredjemarkeds-virkninger. Den reale effektive valutakurs for euro beregnes ved hjælp af nationale forbrugerprisindeks (**det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for euroområdet og andre EU-lande).

Egentlig transaktion: En transaktion, hvorved centralbanken køber eller sælger aktiver op til deres udløb på markedet (spot eller termin).

Elektroniske penge (e-penge): Elektronisk opbevaring af betalingsbeløb på en teknisk anordning, der kan anvendes til at foretage betalinger til andre end udstederen af e-pengene, uden nødvendigvis at involvere en bankkonto, men fungerende som et forudbetalt ihændebevis (se også **forudbetalingskort**).

EONIA (euro overnight index average): Et mål for den effektive rente på dag-til-dag interbankmarkedet i **euroområdet**. Det beregnes som et vægtet gennemsnit af rentesatserne for usikrede dag-til-dag kontrakter på indskud i **euro**, som indberettes af et panel af deltagende banker.

ERM2: Valutakursmekanismen, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem **euroområdet** og de øvrige EU-lande fra starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**. Medlemskab er frivilligt. Ikke desto mindre forventes medlemslande med dispensation at tilslutte sig mekanismen. På nuværende tidspunkt deltager den danske krone og den græske drakme i ERM2 med et udsvingsbånd omkring centralkursen over for **euro** på henholdsvis $\pm 2,25$ pct. og ± 15 pct. Intervention på grænserne af standardudsvingsbåndet eller det mere snævre udsvingsbånd foregår i princippet automatisk og ubegrænset med meget kortfristet finansiering. ECB og de deltagende centralbanker uden for euroområdet kan dog suspendere den automatiske intervention, hvis dette strider mod hovedmålet om fastholdelse af prisstabilitet.

EURIBOR (euro interbank offered rate): Den rente, hvor en bank er villig til at låne euro til en anden bank. EURIBOR beregnes dagligt for interbankindskud med en løbetid på 1 uge og 1-12 måneder som et gennemsnit af de daglige salgskurser i et repræsentativt panel af solide og kreditværdige banker og afrundet til tre decimaler.

Euro: Navnet på den fælles valuta, som blev vedtaget af **Det Europæiske Råd** på mødet i Madrid den 15. og 16. december 1995. Euro anvendes i stedet for fællesbetegnelsen **ECU (European Currency Unit)**, der er anvendt i **traktaten**.

Euro Banking Association (EBA): En interbankorganisation, der er undersøgelses- og diskussionsforum for spørgsmål af interesse for medlemmerne, især spørgsmål vedrørende brug af **euroen** og afvikling af transaktioner i euro. Der er inden for EBA oprettet en clearingvirksomhed (ABE Clearing, Société par Action Simplifiée à capital variable) med det formål at administrere euro-clearingsystemet fra 1. januar 1999. Euro-clearingsystemet (Euro 1) er efterfølgeren til ECU-clearing- og afviklingssystemet.

Euroområdet: Det område, der dækker de medlemslande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført **euro** som fælles valuta, og som fører en fælles pengepolitik gennem **Den Europæiske Centralbanks Styrelsesråd**. Euroområdet omfatter Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europa-Kommissionen: Den institution under Det Europæiske Fællesskab, som skal sikre, at **traktatens** bestemmelser gennemføres, at der tages initiativer inden for Fællesskabets politikområder, at der fremsættes forslag til Fællesskabets lovgivning, og som har magtbeføjelser inden for specifikke områder. På det økonomisk-politiske område foreslår Kommissionen generelle retningslinjer for den økonomiske politik i Fællesskabet og rapporterer til **EU-Rådet** om medlemslandenes økonomiske udvikling og politik. Kommissionen overvåger de offentlige finanser inden for rammerne af multilateral overvågning og fremlægger rapporter for Rådet. Den består af 20 medlemmer, herunder to fra Frankrig, Italien, Spanien, Storbritannien og Tyskland, samt et fra hvert af de øvrige medlemslande. **Eurostat** er ansvarlig for udarbejdelsen af Fællesskabets statistikker.

Europa-Parlamentet: Består af 626 repræsentanter for borgerne i medlemslandene. Det er en del af den lovgivende proces, men med forskellige rettigheder afhængig af, hvilken procedure lovgivningen vedtages under. Inden for rammerne af **Den Økonomiske Monetære Union (ØMU)** bliver Parlamentet primært konsulteret. **Traktaten** foreskriver dog en række procedurer for **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** demokratiske ansvarlighed over for Parlamentet (fremlægning af årsberetning, generel debat om den monetære politik, høringer i de kompetente parlamentsudvalg).

Europæiske Centralbank, Den (ECB): ECB er kernen i **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)**, og **Eurosystemet** og er en juridisk person i henhold til fællesskabsretten. Den sikrer, at de opgaver, der pålægges **Eurosystemet** og **ESCB**, gennemføres enten i kraft af egne aktiviteter i henhold til statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank eller gennem de nationale centralbanker.

Europæiske Monetære Institut, Det (EMI): EMI var en midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** (1. januar 1994). EMIs to hovedopgaver var (i) at styrke samarbejdet mellem centralbankerne og den pengepolitiske koordinering, og (ii) at foretage de nødvendige forberedelser til etableringen af **Det Europæiske System af Centralbanker**, til udførelsen af den fælles pengepolitik og til oprettelsen af den fælles valuta i tredje fase. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank (ECB)** blev oprettet den 1. juni 1998.

Europæiske Nationalregnskabssystem 1995, Det (ENS95): Et system af ensartede statistiske definitioner og klassifikationer med henblik på en harmoniseret kvantitativ beskrivelse af medlemslandenes økonomier. ENS er Fællesskabets udgave af FNs nationalregnskabssystem 1993. ENS95 er en ny udgave af det europæiske system, og gennemførelsen påbegyndtes i løbet af 1999 i henhold til Rådets forordning (EF) nr. 2223/96.

Europæiske Råd, Det: Sikrer den nødvendige drivkraft i udviklingen af Den Europæiske Union og definerer de generelle politiske retningslinjer for Unionen. Det Europæiske Råd samler stats- og regeringscheferne i medlemslandene og formanden for **Europa-Kommissionen** (se også **EU-Rådet**).

Europæiske System af Centralbanker, Det (ESCB): ESCB består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker i alle 15 medlemslande, dvs. det omfatter,

ud over medlemmerne af **Eurosystemet**, de nationale centralbanker i de medlemslande, der ikke indførte **euroen** ved starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)**. ESCB er underlagt ECBs **Styrelsesråd** og **Direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Eurostat: Se **Europa-Kommissionen**.

Eurosystemet: Omfatter **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker i medlemslandene, der har indført **euroen** i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** (se også **euroområdet**). Eurosystemet består på nuværende tidspunkt af 11 nationale centralbanker. Eurosystemet er underlagt ECBs **Styrelsesråd** og **Direktion**.

Eurosystemets valutalikviditetsstilling: Eurosystemets valutareserver og andre tilgodehavender og passiver i udenlandsk valuta, herunder positioner over for residenter i **euroområdet**, fx indskud i udenlandsk valuta i pengeinstitutter i euroområdet.

Eurosystemets valutareserver: Euroområdets reserve består af **Eurosystemets** reserver, dvs. **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** reserver og reserverne i de nationale centralbanker i de deltagende medlemslande. Reserveaktiverne skal: (i) være under den relevante monetære myndigheds effektive kontrol, det være sig ECB eller den nationale centralbank i et af de deltagende medlemslande, og (ii) vedrøre stærkt likvide, omsættelige og kreditværdige tilgodehavender denomineret i udenlandsk valuta (ikke euro) hos residenter uden for euroområdet, plus guld, særlige trækningsrettigheder og deltagende nationale centralbankers reserverstilling over for Den Internationale Valutafond.

EU-Rådet: En institution i Det Europæiske Fællesskab. EU-Rådet består af repræsentanter for medlemslandenes regeringer, normalt de ministre, som er ansvarlige for de emner, der drøftes (derfor kaldes det ofte Ministerrådet). Når EU-Rådet er sammensat af økonomi- og finansministre, kaldes det **ECOFIN**-rådet. Derudover kan EU-Rådet være sammensat af stats- eller regeringschefer. Se også **Det Europæiske Råd**.

Finjusterende markedsoperation: En ikke-regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet**, primært for at klare uventede likviditetsudsving i markedet.

Fjernadgang (til et interbankafviklingssystem): En facilitet, hvor et **kreditinstitut** etableret i et land („hjemlandet“) har direkte adgang til et **interbankafviklingssystem** etableret i et andet land („værtlandet“) og til det formål har en konto i eget navn i centralbanken i værtslandet til afregninger, uden at kreditinstituttet nødvendigvis har en filial i værtslandet.

Forudbetalingskort: Et forudbetalingskort kan anvendes til en lang række formål, og har potentiale til at kunne anvendes både nationalt og internationalt, men undertiden kan anvendelsen være begrænset til et bestemt område. Genopladelige forudbetalingskort betegnes også som elektroniske penge (se også **elektroniske penge (e-penge)**).

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og centralbankcheferne i alle 15 centralbanker i EU.

Genkøbsforretning: En forretning, hvorved et aktiv sælges, mens sælgeren samtidig opnår ret og pligt til at genkøbe det til en aftalt pris på et senere tidspunkt eller på forlangende. En sådan

forretning er magen til låntagning mod sikkerhedsstillelse med undtagelse af, at sælger ikke beholder ejendomsretten til værdipapirerne. **Eurosystemet** anvender genkøbsforretninger med en fast løbetid i sine **genkøbstransaktioner**. Genkøbstransaktioner er omfattet af **M3**, hvis sælgeren er en **Monetær Finansiell Institution (MFI)** og modparten en ikke-MFI i euroområdet. I henhold til **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** forordning vedrørende den konsoliderede balance for sektoren for monetære finansielle institutioner (ECB/1998/16) klassificeres genkøbsforretninger som indskudspassiver, da de ikke kan omsættes. Genkøbsforretninger er dog ikke omfattet af **M2**, da genkøbstransaktioner i højere grad kan erstattes i forbindelse med kortfristede værdipapirer end i forbindelse med indskud med en aftalt løbetid eller indskud med opsigelsesvarsel.

Genkøbstransaktion: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver under en **genkøbsforretning** eller udfører kreditoperationer imod **sikkerhedsstillelse**.

Gælds-/underskudsjustering: Forskellen mellem det offentlige underskud og ændringen i den offentlige gæld. Justeringen kan fx skyldes ændringer i offentlige finansielle aktiver, en ændring i andre ministeriers offentlige gæld eller statistiske justeringer.

Gældskvotient: Et af de fiskale konvergenskriterier nævnt i **traktatens** artikel 104, stk. 2. Defineres som „den andel, som den offentlige gæld udgør af bruttonationalproduktet i markedspriser“, hvor den offentlige gæld er defineret i traktatens protokol nr. 20 (der omfatter proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud) som „den samlede bruttogæld til pålydende værdi, der er udestående ved årets afslutning, og som er konsolideret mellem og inden for sektorerne i **den offentlige sektor**“. Den offentlige sektor er defineret i **Det Europæiske Nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**.

Harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP): HICP er det mål for priserne, som **Den Europæiske Centralbanks (ECBs) Styrelsesråd** anvender med henblik på at vurdere prisstabilitet. For at opfylde kravet i **traktaten** om et forbrugerprisindeks beregnet på et sammenligneligt grundlag, der tager hensyn til forskelle i nationale definitioner, udarbejdede **Europa-Kommissionen (Eurostat)** HICP i tæt samarbejde med de nationale statistikmyndigheder og **Det Europæiske Monetære Institut** og senere hen **Den Europæiske Centralbank**.

Hurtig auktion: Den auktionsprocedure, som **Eurosystemet** anvender til **finjusterende markedsoperationer**. Hurtige auktioner udføres inden for 1 time og er indskrænket til et begrænset antal **modparter**.

Indlånsfacilitet: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til dag-til-dag indskud i en national centralbank, og som forrentes til en forud fastsat rente.

Indskud med aftalt løbetid: Denne kategori af instrumenter består hovedsagelig af indskud med en aftalt løbetid, som enten ikke kan konverteres før forfaldsdagen eller kun mod et strafgebyr afhængig af national praksis. Den omfatter også visse ikke-omsættelige gældsinstrumenter, fx ikke-omsættelige (detail) indskudsbeviser. Indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år indgår i **M2** (og dermed **M3**), mens indskud med en aftalt løbetid på over 2 år indgår i sektoren for **Monetære Finansielle Institutioners (MFIs)** (ikke-monetære) langfristede finansielle passiver.

Indskud med opsigelsesvarsel: Denne kategori består af opsparingsindskud med et fast opsigelsesvarsel, hvorefter midlerne kan hæves. Det er i visse tilfælde muligt at hæve et fast beløb i en given periode eller hæve midlerne tidligere mod et strafgebyr. Indskud med et opsigelses-

varsel på op til 3 måneder indgår i **M2** (og dermed **M3**), mens indskud med et længere opsigelsesvarsel indgår i sektoren for **Monetære Finansielle Institutioners (MFlers)** (ikke-monetære) langfristede finansielle passiver.

Interbankbetalingssystem: Et **betalingssystem**, hvor de fleste (eller alle) medlemmer er **kreditinstitutter**.

Interlinking-mekanismen: Et af elementerne i **TARGET**. Udtrykket betegner infrastrukturen og procedurerne, som sammenkobler indenlandske **RTGS-systemer** med hinanden for at muliggøre grænseoverskridende betalinger inden for TARGET.

Kapitalbalancen over for resten af verden, netto: Den statistiske opgørelse over værdien og sammensætningen af en økonomis beholdning af finansielle aktiver eller fordringer over for resten af verden minus økonomiens finansielle passiver over for resten af verden.

Kapitaloverførsler: Disse omfatter: (i) grænseoverskridende overførsler vedrørende ejerskab af materielle aktiver, (ii) grænseoverskridende overførsler af midler forbundet med, eller betinget af, erhvervelse eller afhændelse af materielle aktiver og (iii) kreditorers annullering af grænseoverskridende passiver uden modtagelse af modydelse. Kapitaloverførsler kan være i form af kontanter eller andet (fx eftergivelse af gæld).

Konsolideret MFI-balance: Den konsoliderede balance for **Monetære Finansielle Institutioner (MFler)** fås ved at modregne inter-MFI-positioner på den aggregerede MFI-balance (fx inter-MFI-lån og pengemarkedsforeningers indskud i MFler). Den indeholder oplysninger om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residenter i **euroområdet**, der ikke tilhører denne sektor (den offentlige sektor og andre residenter i euroområdet) og over for residenter uden for euroområdet. Den konsoliderede balance udgør den primære statistikkilde til beregning af pengemængdemålene i og den danner desuden grundlag for en regelmæssig analyse af M3s modposter.

Konvergensprogram: Se (**Stabilitetsprogram**)

Korrespondentbankvirksomhed: En ordning, hvor et **kreditinstitut** udfører betalinger og andre ydelser for et andet kreditinstitut. Betalinger mellem korrespondentbanker udføres ofte gennem gensidige konti (såkaldte *nostro-* og *loro-konti*), til hvilke der kan være knyttet stående kreditfaciliteter. Korrespondentbankydelse foregår hovedsagelig på tværs af landegrænser. En *loro-konto* er en korrespondentbanks konto på vegne af en udenlandsk bank. Den udenlandske bank betragter kontoen som en *nostro-konto*.

Korrespondentcentralbankmodel (CCBM): En model oprettet af **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)**, så **modparter** kan overføre godkendte aktiver som sikkerhed på tværs af grænserne. I korrespondentcentralbankmodellen opbevarer de nationale centralbanker værdipapirer for hinanden. Det medfører, at hver national centralbank har en værdipapirkonto i værdipapiradministrationen for hver af de andre nationale centralbanker (og for **Den Europæiske Centralbank (ECB)**).

Kredit til residenter i euroområdet: Et bredt mål for **Monetære Finansielle Institutioner (MFler)** finansiering af residenter i euroområdet, som ikke er MFler (herunder den offentlige og private sektor). Definitionen omfatter (i) lån og (ii) MFlernes værdipapirbeholdninger. Sidstnævnte omfatter aktier og obligationer udstedt af residenter i euroområdet, som ikke er MFler. Da værdipapirer kan betragtes som en alternativ finansieringskilde i forhold til lån, og da

visse lån kan omdannes til værdipapirer og omsættes, giver denne definition mere nøjagtige oplysninger om MFI-sektorens samlede finansiering til økonomien end en snæver definition, som kun omfatter lån.

Kreditinstitut: Et institut omfattet af definitionen i artikel 1 i Rådets første direktiv om samordning af lovgivningen om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (77/780/EØF), dvs. „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“.

Langfristet markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet** i form af **genkøbstransaktioner**. Langfristede markedsoperationer udføres gennem månedlige **auktioner** og har en løbetid på 3 måneder.

Løbende overførsler: Andre overførsler end kapitaloverførsler, som indvirker direkte på den disponible indkomst for afsenderen eller modtageren i **eurområdet**.

M1, M2, M3: Se **Pengemængdemål**.

Marginal udlånsfacilitet: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som **modparter** kan bruge til at modtage dag-til-dag kredit fra en national centralbank mod en forudfastsat rente.

Markedsoperation: En operation, der udføres på centralbankens initiativ på finansmarkederne, og som involverer en af følgende transaktioner: (i) Egentligt køb eller salg af aktiver (spot eller termin), (ii) køb eller salg af aktiver i henhold til en **genkøbsforretning**, (iii) udlån eller indlån mod underliggende aktiver som **sikkerhed**, (iv) udstedelse af centralbankgældsbeviser, (v) modtagelse af aftaleindskud eller (vi) **valutaswaps** mellem indenlandsk og udenlandsk valuta.

Modpart: Den anden part i en finansiell transaktion (fx en transaktion med centralbanken).

Monetære Finansielle Institutioner (MFIer): Finansielle institutioner, som udgør den pengeudstedende sektor i eurområdet. De omfatter **Eurosystemet**, **kreditinstitutter**, der er residenter i eurområdet som defineret i fællesskabsretten, samt alle øvrige finansielle institutioner, som modtager indskud og/eller nære substitutter for indskud fra enheder, undtagen MFIer, for egen regning (i det mindste økonomisk set), for at yde kredit og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe består hovedsagelig af pengemarkedsforeninger. Ultimo 1999 var der 9.443 MFIer i eurområdet (12 centralbanker, 7.906 kreditinstitutter, 1.517 pengemarkedsforeninger og 8 andre finansielle institutioner).

Nettoafviklingssystem: Et **betalingssystem**, hvor betalinger afregnes netto på bilateral eller multilateral basis.

Offentlige sektor, Den: Består af staten, regionale og lokale myndigheder samt sociale kasser og fonde som defineret i **Det Europæiske Nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**.

Payment versus payment (PvP, eller betaling mod betaling): En mekanisme i et valutaafviklingssystem, som sikrer, at en endelig overførsel af en valuta finder sted, hvis, og kun hvis, endelig overførsel af den anden valuta eller de andre valutaer finder sted.

Pengemængdemål: Et pengemængdemål kan defineres som **sedler og mønter i omløb** plus finansielle institutioners udeståender af visse passiver med en høj grad af „pengepræg“ (eller likviditet i bred forstand). Det snævre pengemængdemål, **M1**, er defineret af **Eurosystemet** som sedler og mønter i omløb plus euroområdet's residenters beholdninger (undtagen staten) af **dag-til-dag indskud** i pengeudstedende institutioner i euroområdet. Pengemængdemålet **M2** omfatter M1 plus indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år og indskud med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder. Det brede pengemængdemål, **M3**, omfatter M2 plus **genkøbsforretninger**, aktier/andele i pengemarkedsforeninger, pengemarkedspapirer og obligationer med en løbetid på op til 2 år. **Styrelsesrådet** har meddelt en referenceværdi for væksten i M3 (se også **referenceværdi for pengemængdevækst**).

Primær balance: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån, ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Primær markedsoperation: Eurosystemets regelmæssige **markedsoperation** i form af en **genkøbstransaktion**. Primære markedsoperationer udføres gennem ugentlige **auktioner** og har en løbetid på 2 uger.

Prisstabilitet: Styrelsesrådet har offentliggjort en kvantitativ definition af prisstabilitet med henblik på at opstille klare retningslinjer for forventningerne om prisudviklingen i fremtiden. Styrelsesrådet definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning i **det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euroområdet** på under 2 pct. Prisstabilitet skal i henhold til denne definition fastholdes på mellemlangt sigt for derved at afspejle en fremadskuende orientering på mellemlangt sigt af pengepolitikken. Definitionen skitserer en øvre grænse for den målte inflationstakt, og den samtidige anvendelse af ordet „stigning“ signalerer, at deflation, dvs. en langvarig nedgang i HICP, ikke er i overensstemmelse med prisstabilitet.

Redenominering af værdipapirer: I snæver forstand er et værdipapirs denominering den valuta, i hvilken værdipapirets pariværdi er udtrykt (i de fleste tilfælde den pålydende værdi af et værdipapir). Redenominering er en procedure, hvorved et værdipapirs oprindelige denominering i national valuta ændres til **euro** ved hjælp af den uigenkaldeligt fastlåste omregningskurs.

Referenceperiode: Perioder fastlagt i **traktatens** protokol nr. 2, i henhold til hvilken landenes fremskridt mod konvergens skal måles.

Referenceværdi for budgetstilling: Traktatens protokol nr. 20 om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud fastlægger specifikke referenceværdier for den offentlige **underskudskvotient** (3 pct. af BNP) og **gældskvotient** (60 pct. af BNP) (se **stabilitets- og vækspagten**).

Referenceværdi for pengemængdevækst: Styrelsesrådet tildeler pengemængden en fremtrædende rolle i sin politik, hvilket indebærer, at **pengemængdemålene** og deres modposter analyseres grundigt med hensyn til deres informationsindhold om den fremtidige prisudvikling. Dette signaleres ved at meddele en referenceværdi for væksten i pengemængdemålet **M3**. Denne referenceværdi udledes på en måde, som er konsistent med og bidrager til opnåelse af Styrelsesrådets definition af **prisstabilitet** på basis af antagelser på mellemlangt sigt vedrørende trenden i væksten i realt BNP og i M3s omløbshastighed. Betydelige eller langvarige afvigelser i M3s vækst fra referenceværdien signalerer under normale omstændigheder trusler mod prisstabiliteten på mellemlangt sigt. En referenceværdi forpligter dog ikke Styrelsesrådet til mekanistisk at korrigere for afvigelser i M3s vækst fra referenceværdien.

Repo-operation: En likviditetsskabende **genkøbstransaktion** baseret på en **genkøbsforretning**.

Reservegrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregningen af et **kreditinstituts reservekrav**.

Reservekoefficient: Den koefficient, der er defineret af centralbanken for hver kategori af balanceposter inkluderet i **reservegrundlaget**. Koefficienterne bruges til at beregne **reservekravene**.

Reservekrav: Kravet om, at institutter har reserver i centralbanken. Inden for rammerne af **Eurosystemets** reservekravssystem beregnes reservekravet for et **kreditinstitut** ved at multiplicere **reservekoefficienten** for hver kategori af poster i **reservegrundlaget** med beløbet for de tilsvarende poster i instituttets balance. Desuden kan institutter fratrage et **standardfradrag** fra reservekravet.

Reservekravsperiode: Den periode, for hvilken overholdelse af **reservekravene** beregnes. **Eurosystemets** reservekravsperiode er én måned, der starter den 24. i måneden og slutter den 23. i den følgende måned.

RTGS-system (realtidsbruttoafviklingssystem): Et afviklingssystem, hvor betalingsordrer udføres enkeltvis som de opstår (uden netting), og som sørger for afvikling i real tid (kontinuerligt). Se også **TARGET**.

Sammenkobling mellem værdipapirafviklingssystemer: Procedurer og arrangementer mellem to **værdipapirafviklingssystemer** for grænseoverskridende overførsler af værdipapirer i kontoform mellem forskellige værdipapirafviklingssystemer.

Sedler og mønter i omløb: Sedler og mønter i omløb, som generelt bruges til betalinger. Omfatter sedler udstedt af **Eurosystemet** og andre **Monetære Finansielle Institutioner (MFI'er)** i euroområdet (i Irland og Luxembourg) samt mønter udstedt af Eurosystemet og staten. Sedler og mønter i omløb indgår i **M3** som nettobegreb, dvs. det henviser kun til sedler og mønter i omløb udenfor MFI-sektoren (som angivet i den **konsoliderede MFI-balance**, hvilket betyder, at sedler og mønter udstedt men holdt af MFI'er – „kontantbeholdningen“ – er fratrukket). Sedler og mønter i omløb omfatter hverken centralbankens beholdning af egne sedler (da de ikke er udstedt) eller jubilæumsmønter, der ikke sædvanligvis anvendes til betalinger.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af de kortfristede lån, som **kreditinstitutter** optager i centralbankerne, såvel som aktiver solgt til centralbankerne af kreditinstitutter i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

Stabilitets- og vækstpagten: Består af **Det Europæiske Råds** to forordninger om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågningen og koordineringen af økonomiske politikker og om fremme og klarlæggelse af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud samt om Det Europæiske Råds resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam den 17. juni 1997. Hensigten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og kraftig bæredygtig vækst, der fremmer jobskabelsen. Mere specifikt kræves budgetstillinger tæt på balance eller i overskud som målet på mellemlangt sigt for medlemslandene, så de kan klare normale

konjunkturudsving, samtidig med at det offentlige underskud holdes under **referenceværdien** på 3 pct. af BNP. I overensstemmelse med stabilitets- og vækspagten fremlægger lande, der deltager i ØMU, **stabilitetsprogrammer**, mens ikke-deltagende lande fortsætter med at udarbejde **konvergensprogrammer**.

Stabilitetsprogrammer: De deltagende medlemslandes planer og antagelser på mellemlangt sigt vedrørende udviklingen i vigtige økonomiske variabler med henblik på at opnå målet på mellemlangt sigt om en budgetstilling tæt på balance eller i overskud som angivet i **stabilitets- og vækspagten**. Hvad angår budgetstillinger, fremhæves foranstaltninger med henblik på at konsolidere budgetbalancer samt underliggende økonomiske scenarier. Stabilitetsprogrammerne skal ajourføres årligt. De gennemgås af **Europa-Kommissionen** og **Det Økonomiske og Finansielle Udvalg**. Deres rapporter danner grundlag for **ECOFIN**-rådets vurdering og fokuserer især på, hvorvidt budgetmålet i programmet på mellemlangt sigt giver en tilstrækkelig sikkerhedsmargin, således at et uforholdsmæssigt stort underskud undgås. Lande uden for euroområdet skal indsende årlige **konvergensprogrammer** i overensstemmelse med stabilitets- og vækspagten.

Standardfradrag: Et fast beløb, som et institut kan trække fra i beregningen af sit **reservekrav** inden for **Eurosystemets** reservekravssystem.

Store betalinger: Betalinger, generelt af meget store beløb, som især udveksles mellem banker eller finansielle markedsdeltagere, og som normalt kræver hurtig og rettidig afregning.

Styrelsesrådet: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **Direktion** samt centralbankcheferne i de medlemslande, der har indført **euroen**.

Stående facilitet: En centralbankfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Eurosystemet** tilbyder to stående dag-til-dag faciliteter: **Den marginale udlånsfacilitet** og **indlånsfaciliteten**.

Tabsfordelingsregel (eller tabsfordelingsaftale): En aftale mellem deltagere i et betalings- eller afviklingssystem vedrørende fordelingen af tab, der opstår, når en eller flere af deltagerne ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser. Arrangementet foreskriver, hvorledes tabet vil blive fordelt mellem de berørte parter i tilfælde af, at aftalen aktiveres.

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): TARGET-systemet består af et **RTGS-system** i hvert af de 15 EU-lande og **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** betalingsmekanisme. De indenlandske RTGS-systemer og ECBs betalingsmekanisme er sammenkoblet i henhold til fælles procedurer (**Interlinking**) for at gøre det muligt at flytte grænseoverskridende overførsler i hele EU fra et system til et andet.

Traktaten: Refererer til den traktat, som er grundlaget for Det Europæiske Fællesskab. Traktaten blev underskrevet i Rom den 25. marts 1957 og trådte i kraft den 1. januar 1958. Ved denne traktat (ofte benævnt „Rom-traktaten“) etableredes Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF). Traktaten, som danner grundlag for Den Europæiske Union, blev underskrevet i Maastricht den 7. februar 1992 og trådte i kraft den 1. november 1993. Den omtales ofte som „Maastricht-traktaten“ og ændrede „Rom-traktaten“, som nu betegnes som den traktat, der etablerede Det Europæiske Fællesskab. Traktaten om Den Europæiske Union er ændret med „Amsterdam-traktaten“, som blev underskrevet i Amsterdam den 2. oktober 1997 og trådte i kraft den 1. maj 1999.

Udsendelse på forhånd: Levering af sedler og/eller mønter i **euro** til visse målgrupper (fx banker, detailforretninger, pengetransportvirksomheder, automatindustrien, offentligheden) før 2002.

Underskudskvotient: Et af de fiskale konvergenskriterier nævnt i **traktatens** artikel 104, stk. 2. Defineres som: „Den procentdel, som det forventede eller faktiske offentlige underskud udgør af bruttonationalproduktet“ i markedspriser. Det offentlige underskud er defineret i traktatens protokol nr. 20 (der omhandler proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud) som „offentlig nettolåntagning“. **Den offentlige sektor** er defineret i **Det Europæiske Nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**.

Valutakursjustering: En ændring i centralkursen for en valuta, som deltager i et valutasystem med en fast, men justerbar kurs. I **ERM2** består en valutakursjustering af en ændring i euro-centralkursen.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning af én valuta imod en anden. **Euro-systemet** kan i sine pengepolitiske operationer udføre **markedsoperationer** i form af valutawaps, hvor de nationale centralbanker (eller **Den Europæiske Centralbank (ECB)**) køber (eller sælger) euro spot imod en udenlandsk valuta og samtidig sælger (eller køber) den tilbage på termin.

Værdipapirafviklingsystem: Et system, hvorved værdipapirer kan overføres med eller uden betaling.

Værdipapircentral (VP): Enhed, der holder værdipapirer, og som muliggør værdipapirhandel i elektronisk form. Fysiske værdipapirer kan transformeres til dematerialiserede værdipapirer (dvs. så de kun eksisterer som elektroniske registreringer). Ud over opbevaring og forvaltning af værdipapirer (fx ydelser i forbindelse med udstedelse og indfrielse) kan en værdipapircentral også have clearing- og afviklingsfunktioner.

Økonomisk og Monetær Union (ØMU): Traktaten beskriver processen hen imod skabelsen af en økonomisk og monetær union i EU i tre faser. Første fase af ØMU startede i juli 1990 og sluttede 31. december 1993. Fasen var hovedsagelig karakteriseret ved afvikling af alle barrierer for kapitalens fri bevægelighed inden for Den Europæiske Union. Anden fase af ØMU begyndte 1. januar 1994. I denne fase blev bl.a. **EMI** oprettet, forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang til finansielle institutter for den offentlige sektor trådte i kraft, og landene skulle tilstræbe at undgå uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Tredje fase startede 1. januar 1999 og, i henhold til en beslutning i overensstemmelse med traktatens artikel 121, stk. 4, med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Eurosystemet** og indførelsen af **euroen**.

Økonomiske og Finansielle Udvalg, Det: Et rådgivende fællesskabsorgan oprettet ved starten af tredje fase, da **Den Monetære Komité** blev opløst. Medlemslandene, **Europa-Kommissionen** og **Den Europæiske Centralbank (ECB)** udnævner hver højst to medlemmer af udvalget. **Traktatens** artikel 114, stk. 2, indeholder en liste over Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs opgaver, herunder en gennemgang af den økonomiske og finansielle situation i medlemslandene og Fællesskabet.

ØMU: Se **Økonomisk og Monetær Union**.

Kronologisk oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag

22. december 1998

ECBs Styrelsesråd beslutter, at Eurosystemets første primære markedsoperation skal være en auktion til fast rente med en rentesats på 3,0 pct., som forventes at blive fastholdt i den nærmeste fremtid. Operationen påbegyndes den 4. januar 1999, og beslutningen om tildeling træffes den 5. januar 1999 med afvikling den 7. januar 1999. Desuden annonceres den første langfristede markedsoperation den 12. januar 1999 (med afvikling den 14. januar 1999). Den gennemføres i form af en auktion til variabel rente gennem en tildelingsprocedure med en rentesats.

Styrelsesrådet beslutter endvidere at fastsætte rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet til 4,5 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten til 2,0 pct. ved tredje fases start. dvs. den 1. januar 1999. Som en overgangsforanstaltning mellem den 4. og 21. januar 1999 fastsættes rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet til 3,25 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten til 2,75 pct. Styrelsesrådet agter at ophæve denne overgangsforanstaltning efter sit møde den 21. januar 1999.

31. december 1998

I overensstemmelse med artikel 109I, stk. 4, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, vedtager Rådet, der træffer afgørelse med enstemmighed blandt EU-medlemslandene uden dispensation, på forslag af Kommissionen og efter høring af ECB de uigenkaldeligt fastlåste omregningskurser for euroen, der skal træde i kraft den 1. januar 1999, kl. 00.00 (lokal tid).

Ministrene fra eurolandene, ECB og ministrene og centralbankcheferne fra Danmark og Grækenland beslutter, i en fælles procedure, der involverer Europa-Kommissionen og efter høring af Den Monetære Komité, at fastlåse centralkursen over for euro for de valutaer, der deltager i valutakursmekani-

nismen, som træder i kraft den 1. januar 1999. I forlængelse af denne beslutning om centralkurser for euroen fastlægger ECB, Danmarks Nationalbank og Bank of Greece i enighed de obligatoriske interventionskurser for den danske krone og den græske drakme. For den danske krone gælder et udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. omkring dens centralkurs over for euroen. For den græske drakme gælder standardudsvingsbåndet på +/- 15 pct. omkring dens centralkurs over for euroen.

7. januar 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter, at de to primære markedsoperationer, der annonceres henholdsvis den 11. og den 18. januar 1999, skal være underlagt de samme betingelser som den første primære markedsoperation, der blev afviklet den 7. januar 1999, dvs. auktioner til fast rente med en rentesats på 3 pct.

12. januar 1999

Efter mødet i ECBs Styrelsesråd den 22. december 1998 meddeler ECB, at Eurosystemets første langfristede markedsoperationer vil blive udført som auktioner til variabel rente med en enkelt rentesats for tildelingen. Med henblik på indkøring af de langfristede markedsoperationer udføres den første sådanne operation i form af parallelle auktioner med tre forskellige afviklingsdatoer, nemlig den 25. februar, 25. marts og 29. april 1999. Endvidere meddeler ECB, at tildelingen for hver af disse parallelle auktioner bliver €15 milliarder. Tildelingen for de efterfølgende langfristede markedsoperationer i de første tre måneder af 1999 vil også udgøre €15 milliarder pr. operation.

21. januar 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at vende tilbage til de rentesatser for Eurosystemets to stående faciliteter, som det fastsatte ved indledningen til tredje fase, dvs. en rentesats for den marginale udlånsfacilitet på 4,5 pct. og en rentesats på 2,0 pct. for indlånsfaciliteten, med virkning fra 22. januar 1999. Desuden beslutter Styrelsesrådet, at de to primære markedsoperationer til afvikling henholdsvis den 27. januar og 3. februar 1999 skal være underlagt de samme betingelser som de første tre primære markedsoperationer, der blev afviklet tidligere i januar, dvs. auktioner til fast rente med en rentesats på 3,0 pct.

4. februar 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter, at de primære markedsoperationer til afvikling den 10. og 17. februar 1999 skal være underlagt de samme betingelser som de første primære markedsoperationer, som blev afviklet tidligere på året, dvs. auktioner til fast rente med en rentesats på 3,0 pct. Desuden er rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet fortsat 4,5 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten fortsat 2,0 pct.

18. februar 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter, at de primære markedsoperationer til afvikling den 24. februar og 3. marts 1999 skal være underlagt de samme betingelser som de tidligere sådanne markedsoperationer, som blev afviklet tidligere på året, dvs. auktioner til fast rente med en rentesats på 3,0 pct. Desuden er rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet fortsat 4,5 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten fortsat 2,0 pct.

4. marts 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter, at de primære markedsoperationer til afvikling den 10. og 17. marts 1999 skal være underlagt de samme

betingelser som de tidligere sådanne markedsoperationer, som blev afviklet tidligere på året, dvs. auktioner til fast rente med en rentesats på 3,0 pct. Desuden er rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet fortsat 4,5 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten fortsat 2,0 pct. Styrelsesrådet beslutter endvidere, at Eurosystemets langfristede markedsoperationer i fremtiden skal være med flere tildelingssatser (startende fra operationen til afvikling den 25. marts 1999), medmindre andet er anført.

18. marts 1998

ECBs Styrelsesråd beslutter, at de primære markedsoperationer til afvikling den 24. og 31. marts og 7. april 1999 skal være underlagt de samme betingelser som de tidligere sådanne markedsoperationer, som blev afviklet tidligere på året, dvs. auktioner til fast rente med en rentesats på 3,0 pct. Desuden er rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet fortsat 4,5 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten fortsat 2,0 pct.

8. april 1998

ECBs Styrelsesråd beslutter at nedsætte rentesatsen for de primære markedsoperationer med 0,5 pct. til 2,5 pct. fra og med den operation, der skal afvikles den 14. april 1999. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet med 1 procentpoint til 3,5 pct. og rentesatsen for indlånsfaciliteten med 0,5 procentpoint til 1,5 pct., begge med virkning fra den 9. april 1999.

22. april 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde renten for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct. Desuden meddelte Styrelsesrådet, at tildelingen på €15 milliarder pr. operation fastholdes uændret for de langfristede

markedsoperationer til afvikling i løbet af de efterfølgende seks måneder.

6. maj 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct.

20. maj 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde renten for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct. Styrelsesrådet beslutter desuden at ændre løbetiden for den langfristede markedsoperation med afvikling den 30. september 1999. Indfrielsesdatoen for denne operation rykkes frem fra den 30. december til den 23. december 1999. Den tilsvarende langfristede markedsoperation, der oprindeligt skulle annonceres den 27. december 1999 med tildeling og afvikling den 30. december 1999, annonceres den 21. december med tildeling den 22. december og afvikling den 23. december 1999. Disse ændringer har til hensigt at lette arbejdsgangen for deltagerne på det finansielle marked ved årsskiftet.

2. juni, 17. juni, 1. juli, 15. juli, 29. juli, 26. august, 9. september 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct.

23. september 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og

indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct.

ECB offentliggør den foreløbige kalender for Eurosystemets auktioner i 2000. Desuden meddeles det, at der ikke iværksættes nye primære markedsoperationer i den første uge af år 2000, samt at sådanne operationer ikke kan udløbe i den uge. Derfor forlænges løbetiden for den primære markedsoperation den 21. december 1999 undtagelsesvis til tre uger. For at undgå, at to primære markedsoperationer udløber den 12. januar 2000, forlænges løbetiden for markedsoperationen den 30. december også til tre uger. Dette sker for at reducere eventuelle problemer for modparterne og finansmarkedet som følge af gennemførelsen og afviklingen af store markedsoperationer lige efter århundredskiftet.

7. oktober 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct.

21. oktober 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,5 pct., 3,5 pct. og 1,5 pct.

Styrelsesrådet beslutter endvidere, at tildelingsbeløbet for de langfristede markedsoperationer til afvikling den 28. oktober, 25. november og 23. december 1999 skal være €25 milliarder pr. markedsoperation. Denne tildeling er højere end tildelingen på €15 milliarder for alle tidligere langfristede markedsoperationer i 1999. Denne beslutning træffes med henblik på ECBs målsætning om en problemfri overgang til år 2000.

4. november 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at forhøje renten for Eurosystemets primære markedsoperationer med 0,5 procentpoint til 3,0 pct. med virkning fra en operation, der afvikles den 10. november 1999. Desuden beslutter Styrelsesrådet at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og for indlånsfaciliteten med 0,5 procentpoint til henholdsvis 4,0 pct. og 2,0 pct. med virkning fra den 5. november 1999.

18. november 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

2. december 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

Styrelsesrådet beslutter endvidere at bekræfte referenceværdien for pengemængdevæksten, dvs. en årlig vækstrate på 4 $\frac{1}{2}$ pct. for det brede pengemængdemål, M3. Baggrunden for denne beslutning er, at de komponenter, der ligger til grund for udledningen af referenceværdien, nemlig Eurosystemets definition af prisstabilitet (en årlig stigning i HICP i euroområdet på under 2 pct.), den antagne trendvækst i realt BNP (2-2,5 pct. p.a.) samt det antagne trendfald i M3s indtægtsvækst ($\frac{1}{2}$ -1 pct. p.a.), fortsat er uændrede. Som tidligere vurderer Styrelsesrådet den monetære udvikling i forhold til referenceværdien på grundlag af de 3-måneders glidende gennemsnit af de årlige vækstrater. Styrelsesrådet beslutter endvidere, at referenceværdien skal vurderes regelmæssigt en gang om året. Den næste vurdering finder sted i december 2000.

Hvad angår Eurosystemets reservekrav, beslutter Styrelsesrådet, efter gennemgang af nye foreliggende data, at forhøje de standardiserede fradrag fra reservekravet for obligationer udstedt med en aftalt løbetid på op til 2 år og pengemarkedspapirer fra 10 pct. til 30 pct. Denne beslutning træder i kraft ved fastsættelsen af det reservekrav, som skal opfyldes i reservekravsperioden med start den 24. januar 2000.

15. december 1999

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

4. januar 2000

ECB meddeler, at Eurosystemet den 5. januar vil gennemføre en finjusterende, likviditetsop-sugende markedsoperation med afvikling samme dag. Dette har til hensigt at normalisere likviditetsforholdene på pengemarkedet efter den vellykkede overgang til år 2000.

5. januar 2000

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

15. januar 2000

På de græske myndigheders anmodning beslutter ministrene i eurolandene, ECB og ministrene og centralbankcheferne i Danmark og Grækenland, efter en fælles procedure, at opskrive centralkursen for den græske drakme i valutakursmekanismen (ERM2) med 3 $\frac{1}{2}$ pct. med virkning fra den 17. januar 2000.

20. januar 2000

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

Styrelsesrådet meddeler endvidere, at Eurosystemets tildelingsbeløb for de langfristede markedsoperationer i I. halvår 2000 skal være €20 milliarder pr. markedsoperation. Dette beløb tager det forventede likviditetsbehov for banksektoren i euroområdet i I. halvår 2000 i betragtning samt Eurosystemets ønske om fortsat at tilvejebringe størstedelen af refinansieringen af den finansielle sektor via dets primære markedsoperationer.

3. februar 2000

ECBs Styrelsesråd beslutter at forhøje Eurosystemets rente for de primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 3,25 pct. startende fra operationen til afvikling den 9.

februar 2000. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje rentesatserne for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 4,25 pct. og 2,25 pct. med virkning fra den 4. februar 2000.

17. februar, 2. marts 2000

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde rentesatserne for de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

16. marts 2000

ECBs Styrelsesråd beslutter at hæve renten for primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 3,5 pct. fra og med den operation, der afvikles den 22. marts 2000. Desuden beslutter Styrelsesråd at hæve rentesatserne for den marginale udlånsfacilitet og for indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 4,5 pct. og 2,5 pct., med virkning fra den 17. marts 2000.

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) publikationer

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank. Interesserede kan bestille publikationerne gratis fra ECBs pressekontor. Indsend venligst en skriftlig bestilling til postadressen angivet på omslagets inderside.

En komplet oversigt over Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på vores websted ([http:// www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Årsberetning

Årsberetning 1998, april 1999.

Månedsoversigt

Artikler udgivet fra og med januar 1999:

„Euroområdet ved indledningen til tredje fase“, januar 1999.

„Eurosystemets stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi“, januar 1999.

„Pengemængdemål for euroområdet og deres rolle i Eurosystemets pengepolitiske strategi“, februar 1999

„Kortsigtede økonomiske indikatorers rolle i analysen af prisudviklingen i euroområdet“, april 1999.

„Bankvirksomhed i euroområdet: Strukturelle træk og tendenser“, april 1999.

„Rammerne for Eurosystemets operationer: Beskrivelse og indledende vurdering“, maj 1999.

„Gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten“, maj 1999.

„Udviklingen på længere sigt og konjunkturmæssig variation i vigtige økonomiske indikatorer i eurolandene“, juli 1999.

„De institutionelle rammer for Det Europæiske System af Centralbanker“, juli 1999.

„Euroens internationale rolle“, august 1999.

„Balancerne for de monetære finansielle institutioner i euroområdet i begyndelsen af 1999“, august 1999.

„Inflationsforskelle i en monetær union“, oktober 1999.

„ESCBs forberedelser til år 2000“, oktober 1999.

„Stabilitetsorienteret politik og udviklingen i de lange realrenter i 1990'erne“, november 1999.

„TARGET og betalinger i euro“, november 1999.

„Den europæiske Centralbanks retlige instrumenter“, november 1999.

„Euroområdet et år efter euroens indførelse: De vigtigste karakteristika og ændringer i den finansielle struktur“, januar 2000.

„Eurosystemets valutareserver og -operationer“, januar 2000.

„Eurosystemet og EUs udvidelsesproces”, februar 2000.

„Konsolidering i værdipapirafviklingsprocessen”, februar 2000.

Arbejdsdokumenter

- 1 „A global hazard index for the world foreign exchange markets“ af V. Brousseau og F. Scacciavillani, maj 1999.
 - 2 „What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank“ af C. Monticelli og O. Tristani, maj 1999.
 - 3 „Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world“ af C. Detken, maj 1999.
 - 4 „From the ERM to the euro: New evidence on economic and policy convergence among EU countries“ af I. Angeloni og L. Dedola, maj 1999.
 - 5 „Core inflation: A review of some conceptual issues“ af M. Wynne, maj 1999.
 - 6 „The demand for M3 in the euro area“ af G. Coenen og J-L Vega, september 1999.
 - 7 „A cross-country comparison of market structures in European banking“ O. de Bandt og E.P. Davis, september 1999.
 - 8 „Inflation zone targeting“ af A. Orphanidis og V. Wieland, oktober 1999.
 - 9 „Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models“, af G. Coenen, januar 2000.
 - 10 „On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention“, af R. Fatum, februar 2000.
 - 11 „Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?“ af J. M. Berk og P. van Bergeijk, februar 2000.
 - 12 „Indicator variables for optimal policy“ af L. E. O. Svensson og M. Woodford, februar 2000.
 - 13 „Monetary policy with uncertain parameters“ af U. Söderström, februar 2000.
 - 14 „Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty“ af G. D. Rudebusch, februar 2000.
-

Andre publikationer

„The TARGET service level“, juli 1998.

„Report on electronic money“, august 1998.

„Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations“, september 1998.

„Money and banking statistics compilation guide“, september 1998.

„The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures“, september 1998.

„Third progress report on the TARGET project“, november 1998.

„Correspondent central banking model (CCBM)“, december 1998.

„Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures“, januar 1999.

„Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“, februar 1999.

„Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise“, juli 1999.

„The effects of technology on the EU banking systems“, juli 1999.

„Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union“, august 1999.

„Improving cross-border retail payment services - The Eurosystem's view“, september 1999.

„Kompendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 - maj 1999“, oktober 1999.

„European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, november 1999.

„Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper“ november 1999.

„Money and Banking Statistics Sector Manual“ 2. udgave, november 1999.

„Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States“, november 1999.

„Correspondent central banking model (CCBM)“, november 1999.

„Cross-border payments in TARGET: A users' survey“, november 1999.

„Payment systems in the European Union: Addendum Incorporating 1998 figures“, februar 2000.

Informationsbrochurer

„TARGET“, juli 1998.

„Eurosedler og euromønter“, juli 1999.

„TARGET: facts, figures, future“, september 1999.

