



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

ÅRSRAPPORT  
2007

ÅRSRAPPORT 2007

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

EUROPEISKA CENTRALBANKEN

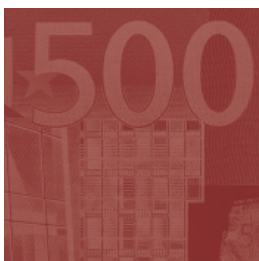


10



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET



Alla ECB-  
publikationer  
under 2008  
kommer  
att ha ett  
motiv från  
10-eurosedeln.

ÅRSRAPPORT  
2007

© Europeiska centralbanken, 2008

**Besöksadress**

Kaiserstrasse 29  
D-60311 Frankfurt am Main, Tyskland

**Postadress**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main, Tyskland

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Webbplats**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

*Alla rättigheter förbehålls.*

*Återgivande i utbildningssyfte och för  
icke kommersiella ändamål är tillåtet  
under förutsättning att källan anges.*

*Fotografier:*

*Martin Joppen*

*Walter Vorjohann*

*Stoppdatum för statistiska uppgifter i  
denna utgåva är den 29 februari 2008.*

ISSN 1725-2938 (onlineversion)

# INNEHÅLL

<b>FÖRORD</b>			
<b>KAPITEL 1</b>		<b>4</b>	<b>STATISTIK</b>
<b>EKONOMISK UTVECKLING OCH PENNINGPOLITIK</b>			
<b>1 PENNINGPOLITISKA BESLUT</b>	<b>18</b>		
<b>2 DEN MONETÄRA, FINANSIELLA OCH EKONOMISKA UTVECKLINGEN</b>	<b>25</b>		
2.1 Det globala makroekonomiska läget	25		
2.2 Den monetära och finansiella utvecklingen	29		
2.3 Pris- och kostnadsutvecklingen	54		
2.4 Produktion, efterfrågan och utveckling på arbetsmarknaden	64		
2.5 De offentliga finansernas utveckling	70		
2.6 Utvecklingen av växelkurser och betalningsbalansen	78		
<b>3 EKONOMISK OCH MONETÄR UTVECKLING I EU-LÄNDER UTANFÖR EUROOMRÅDET</b>	<b>83</b>		
			3.3 Utgivning och produktion av sedlar
			115
<b>KAPITEL 2</b>			
<b>CENTRALBANKENS VERKSAMHET</b>			
<b>1 PENNINGPOLITISKA TRANSAKTIONER, VALUTATRANSAKTIONER OCH INVESTERINGSVERKSAMHET</b>			
1.1 Penningpolitiska transaktioner	96		
1.2 Valutatransaktioner	104		
1.3 Investeringsverksamhet	104		
<b>2 BETALNINGS- OCH VÄRDEPAPPERSAVVECKLINGSSYSTEM</b>	<b>107</b>		
2.1 Targetsystemet	107		
2.2 Target2	108		
2.3 Target2-Securities	110		
2.4 Avvecklingsförfaranden för säkerheter	111		
<b>3 SEDLAR OCH MYNT</b>	<b>113</b>		
3.1 Utelöpande sedlar och mynt samt sedelhantering	113		
3.2 Sedelförfälskning och förebyggande åtgärder	114		
			3.3 Utgivning och produktion av sedlar
			115
			<b>4 STATISTIK</b>
			118
			4.1 Ny eller förbättrad statistik för euroområdet
			118
			4.2 Andra händelser på statistikområdet
			119
			4.3 Förberedelser inför euroområdets utvidgning
			120
			<b>5 EKONOMISK FORSKNING</b>
			121
			5.1 Forskningsprioriteringar
			121
			5.2 Publikationer och konferenser
			122
			<b>6 ANDRA UPPGIFTER OCH AKTIVITETER</b>
			124
			6.1 Efterlevnad av förbuden mot monetär finansiering och positiv särbehandling
			124
			6.2 Rådgivande funktioner
			124
			6.3 Förvaltning av Europeiska gemenskapens upplåning och utlåning
			127
			6.4 Eurosystemets reservförvaltningstjänster
			127
			<b>KAPITEL 3</b>
			<b>CYPERNS OCH MALTAS INTRÄDE I EUROOMRÅDET</b>
			<b>1 DEN EKONOMISKA OCH MONETÄRA UTVECKLINGEN I CYPERN OCH MALTA</b>
			130
			<b>2 RÄTTSLIGA ASPEKTER AV INTEGRATIONEN AV CENTRAL BANK OF CYPRUS OCH CENTRAL BANK OF MALTA I EUROSISTEMET</b>
			134
			<b>3 OPERATIVA ASPEKTER AV INTEGRATIONEN AV CENTRAL BANK OF CYPRUS OCH CENTRAL BANK OF MALTA I EUROSISTEMET</b>
			136
			3.1 Penningpolitiska transaktioner
			136
			3.2 Bidrag till ECB:s kapital, reserver och valutareserv
			137

<b>4</b>	<b>UTBYTTET AV SEDLAR OCH MYNT I CYPERN OCH MALTA</b>	<b>138</b>	<b>KAPITEL 6</b>	<b>ANSVARIGHET</b>	
	<b>KAPITEL 4</b>		<b>1</b>	<b>ANSVARIGHET INFÖR ALLMÄNHETEN OCH EUROPAPARLAMENTET</b>	<b>172</b>
	<b>FINANSIELL STABILITET OCH INTEGRATION</b>				
<b>1</b>	<b>FINANSIELL STABILITET</b>	<b>142</b>	<b>2</b>	<b>NÅGRA AV DE FRÅGOR SOM HAR DISKUTERATS VID MÖTE MED EUROPAPARLAMENTET</b>	<b>173</b>
	1.1 Övervakning av den finansiella stabiliteten	<b>142</b>			
	1.2 Arrangemang för finansiell stabilitet	<b>144</b>			
<b>2</b>	<b>FINANSIELL REGLERING OCH ÖVERVAKNING</b>	<b>146</b>	<b>KAPITEL 7</b>	<b>EXTERN KOMMUNIKATION</b>	
	2.1 Allmänna frågor	<b>146</b>	<b>1</b>	<b>KOMMUNIKATIONSPOLICY</b>	<b>178</b>
	2.2 Bankverksamhet	<b>147</b>	<b>2</b>	<b>KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER</b>	<b>179</b>
	2.3 Värdepapper	<b>147</b>			
<b>3</b>	<b>FINANSIELL INTEGRATION</b>	<b>149</b>	<b>KAPITEL 8</b>	<b>INSTITUTIONELL RAM, ORGANISATION OCH ÅRSREDOVISNING</b>	
<b>4</b>	<b>ÖVERVAKNING AV MARKNADENS INFRASTRUKTUR</b>	<b>153</b>	<b>1</b>	<b>ECB:S BESLUTANDE ORGAN OCH ORGANISATIONSSTYRNING</b>	<b>185</b>
	4.1 Övervakning av systemen och infrastrukturen för stora eurobetalningar	<b>153</b>	1.1	Eurosystemet och Europeiska centralbankssystemet	<b>185</b>
	4.2 Massbetalningstjänster	<b>156</b>	1.2	ECB-rådet	<b>187</b>
	4.3 Kortbetalningssystem	<b>156</b>	1.3	Direktionen	<b>188</b>
	4.4 Clearing och avveckling av värdepapper	<b>156</b>	1.4	ECB:s allmänna råd	<b>190</b>
			1.5	Eurosystemets/ECBS:s kommittéer, budgetkommittén, personalchefsmötet och Eurosystemets styrkommitté för IT-frågor	<b>191</b>
			1.6	Organisationsstyrning	<b>192</b>
			<b>2</b>	<b>ORGANISATIONSUTVECKLING</b>	<b>195</b>
			2.1	Personalfrågor	<b>195</b>
			2.2	ECB:s nya huvudkontor	<b>197</b>
			2.3	Eurosystemets centrala upphandlingsenhet	<b>197</b>
			<b>3</b>	<b>ECBS:S SOCIALA DIALOG</b>	<b>199</b>
			<b>4</b>	<b>ÅRSREDOVISNING FÖR ECB</b>	<b>200</b>
				Förvaltningsrapport för det år som slutade den 31 december 2007	<b>201</b>
	<b>KAPITEL 5</b>				
	<b>EUROPISKA OCH INTERNATIONELLA FÖRBINDELSER</b>				
<b>1</b>	<b>EUROPEISKA FRÅGOR</b>	<b>160</b>			
	1.1 Policyfrågor	<b>160</b>			
	1.2 Institutionella frågor	<b>161</b>			
	1.3 Utveckling i och förbindelser med EU:s kandidatländer	<b>162</b>			
<b>2</b>	<b>INTERNATIONELLA FRÅGOR</b>	<b>164</b>			
	2.1 Huvuddrag i utvecklingen i det internationella monetära och finansiella systemet	<b>164</b>			
	2.2 Samarbete med länder utanför EU	<b>166</b>			

Balansräkning per den 31 december 2007	<b>204</b>	Diagram B Daglig realiserad volatilitet i långa inlåningsräntor	<b>41</b>
Resultaträkning för det år som avslutades den 31 december 2007	<b>206</b>	Diagram C Realiserad volatilitet och implicit volatilitet i penningmarknadsräntor med 3 månaders löptid	<b>42</b>
Redovisningsprinciper	<b>207</b>	3. Likheter och skillnader mellan episoderna av finansiell turbulens 2007 och 1998	<b>44</b>
Noter till balansräkningen	<b>212</b>	Diagram A Långa obligationsräntor i USA och euroområdet 1998 och 2007	<b>45</b>
Noter till resultaträkningen	<b>223</b>	Diagram B Aktiekurser i USA och euroområdet 1998 och 2007	<b>45</b>
Revisionsberättelse	<b>226</b>	4. Inverkan av baseffekter från energikomponenten på HIKP- inflationen 2007	<b>56</b>
Not om vinst-eller förlustfördelning	<b>228</b>	Diagram A Bidrag till förändringen i HIKP-inflationen på årsbasis sedan december 2006	<b>57</b>
<b>5 EUROSISTEMETS KONSOLIDERADE BALANSRÄKNING PER DEN 31 DECEMBER 2007</b>	<b>230</b>	Diagram B Dekomponering av månadsförändringar i HIKP- inflationen på årsbasis	<b>57</b>
<b>BILAGOR</b>		Diagram C Dekomponering av förändringar i HIKP-inflationen på årsbasis sedan december 2006	<b>58</b>
<b>RÄTTSAKTER SOM EUROPEISKA CENTRALBANKEN HAR ANTAGIT</b>	<b>234</b>	5. Inflationen i priserna på livsmedel i euroområdet	<b>59</b>
<b>EUROPEISKA CENTRALBANKENS YTTRANDEN</b>	<b>237</b>	Diagram A Bidrag från priser på förädlade livsmedel till HIKP- inflationen på årsbasis	<b>59</b>
<b>KALENDARIUM FÖR EUROSISTEMETS PENNINGPOLITISKA ÅTGÄRDER</b>	<b>241</b>	Diagram B Prisutveckling på livsmedel och tropiska drycker	<b>59</b>
<b>DOKUMENT UTGIVNA AV ECB</b>	<b>243</b>	Tabell HIKP förädlade livsmedel exklusive tobak i euroländerna	<b>60</b>
<b>ORDLISTA</b>	<b>249</b>	6. Nedgången i arbetslösheten i euroområdet på senare år	<b>68</b>
<b>FÖRTECKNING ÖVER RUTOR</b>		Diagram A Arbetslöshetsutvecklingen i euroområdet	<b>68</b>
1. Monetära finansinstitut nettotillgångar gentemot utlandet och deras inverkan på penningmängdsutvecklingen	<b>34</b>	Diagram B Reformintensitet i euroområdet 1) och fördelning på typ av reform, 2000-2006	<b>70</b>
Diagram A Monetära finansinstituts nettotillgångar gentemot utlandet och M3 tillväxt	<b>35</b>	Tabell Arbetslöshet i euroområdet fördelat på kön, ålder och kvalifikationer	<b>69</b>
Diagram B Fördelning av kapitalflöden i innehavarsektorn och monetära finansinstitut nettotillgångar gentemot utlandet	<b>36</b>	7. Utvecklingen i statens utgivning av räntebärande värdepapper och skillnader i obligationsräntor i euroområdet	<b>72</b>
Diagram C Fördelning av portföljinvesteringsflöden	<b>36</b>		
Diagram D Förändringar i tillgångar och skulder gentemot utlandet, brutto	<b>37</b>		
2. Volatiliteten i penningmarknadsräntorna under 2007	<b>39</b>		
Diagram A Daglig realiserad volatilitet i dagslåneräntan	<b>40</b>		

Diagram A Dekomponering av förändringar i räntebetalningar under perioden 1999-2007	73	11. Officiell penningpolitisk strategi i EU-medlemsstater utanför euroområdet	91
Diagram B Ränteskillnader mot tyska statsobligationer	73	12. Betalningar i Target	107
Diagram C CDS-kontrakt med statsobligationer som referenstillgångar	74	13. Fördelning av produktion av eurosedlar 2007	117
Tabell A Årlig ökning i räntebärande värdepapper utgivna av offentliga sektorn i euroområdet	72	14. Ekonomiska nyckeltal för Cypern	130
Tabell B Utestående räntebärande värdepapper utgivna av staten i euroområdet, fördelning	73	15. Ekonomiska nyckeltal för Malta	131
8. Lärdomar som kan dras av finanspolitiken under åren 2000–2001	76	<b>FÖRTECKNING ÖVER DIAGRAM</b>	
Diagram A Budgetutveckling i euroområdet 1998-2007	77	1. ECB:s räntor och penningmarknadsräntor	18
Diagram B Budgetsaldo och konjunkturkomponent	77	2. Utveckling i viktiga industriekonomier	25
9. Penningpolitiska transaktioner under perioden av volatilitet på finansmarknaderna	98	3. Bidrag till den globala BNP-tillväxten	27
Diagram Dagligt överskott av kassakravsmedel under en uppfyllandeperiod	99	4. Utvecklingen på råvarumarknaderna	28
10. Statistiska konsekvenser av euroområdets utvidgning till Cypern och Malta	133	5. M3 och utlåning till den privata sektorn	29
<b>FÖRTECKNING ÖVER TABELLER</b>		6. M3:s huvudkomponenter	30
1. Prisutveckling	54	7. MFI-räntor på kortfristig inlåning och en penningmarknadsränta	31
2. Arbetskostnadsindikatorer	62	8. Sektorsvis M3-inlåning	32
3. Den reala BNP-tillväxtens sammansättning	65	9. Kreditgivning till hemmahörande i euroområdet	32
4. Arbetsmarknadsutveckling	67	10. Penningmarknadsräntor	38
5. Läget i de offentliga finanserna i euroområdet	71	11. 3-månaders Eurepo, Euribor och ränteswappar på dagslån	39
6. Real BNP-tillväxt i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet	83	12. Långa statsobligationsräntor	43
7. HIKP-inflation i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet	84	13. Nollkupongavista och kommande break even-inflation i euroområdet	43
8. Läget i de offentliga finanserna i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet	86	14. Viktiga aktieindex	47
9. Betalningsbalans i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet	87	15. Implicit volatilitet på aktiemarknaderna	48
10. Utveckling i ERM2	88	16. MFI:s utlåning till hushåll	49
		17. Räntor på lån till hushåll och icke-finansiella företag	50
		18. Hushållens skuldsättning och räntebetalningar	50
		19. Euroområdets icke-finansiella företags reala kostnader för extern finansiering	51
		20. Vinstkvoter i noterade icke-finansiella företag i euroområdet	52
		21. Real årlig ökningstakt för icke-finansiella företags externa finansiering	52

22. Icke-finansiella företags finansieringsgap och dess viktigaste komponenter	<b>53</b>	46. Utelöpande eurosedlar 2002–2007, totalt värde	<b>113</b>
23. Icke-finansiella företags skuldkvoter	<b>54</b>	47. Antal utelöpande eurosedlar 2002–2007	<b>113</b>
24. HIKP-inflation fördelat på de viktigaste delkomponenterna	<b>55</b>	48. Antal förfalskade eurosedlar som tagits ur cirkulation 2002–2007	<b>114</b>
25. Huvudkomponenternas bidrag till HIKP-inflationen	<b>56</b>	49. Förfalskningar, fördelat på valör	<b>115</b>
26. Producentpriser inom industrin	<b>61</b>		
27. Löner inklusive kollektiva avgifter per anställd inom olika sektorer	<b>62</b>		
28. Bostadsprisutvecklingen i euroområdet	<b>63</b>		
29. Uppfattad och förväntad inflation hos konsumenterna i euroområdet i kvalitativa termer	<b>63</b>		
30. Bidrag till real BNP-ökning per kvartal	<b>64</b>		
31. Konfidensindikatorer	<b>66</b>		
32. Arbetslöshet	<b>67</b>		
33. Eurons nominella och reala växelkurs	<b>79</b>		
34. Bytesbalans och dess komponenter	<b>79</b>		
35. Euroområdets exportvolym till valda handelspartner	<b>80</b>		
36. Euroområdets direkt- och portföljinvesteringar	<b>80</b>		
37. Finansiell utlandsställning, netto	<b>81</b>		
38. Förändringar i eurons växelkurs gentemot EU-valutorna utanför ERM2	<b>89</b>		
39. Kreditgivning till den privata sektorn 2007	<b>90</b>		
40. Spridning i Eonia	<b>96</b>		
41. Likviditetsfaktorer i euroområdet 2007	<b>97</b>		
42. Godtagbara säkerheter uppdelat på tillgångstyp	<b>102</b>		
43. Säkerheter som lämnas i Eurosystemets kredittransaktioner och utestående krediter	<b>102</b>		
44. Fördelning av tillgångar (inbegripet kreditfordringar) som lämnas som säkerheter på olika tillgångstyper	<b>103</b>		
45. Utelöpande eurosedlar 2002–2007, totalt antal	<b>113</b>		



# FÖRKORTNINGAR

## LÄNDER

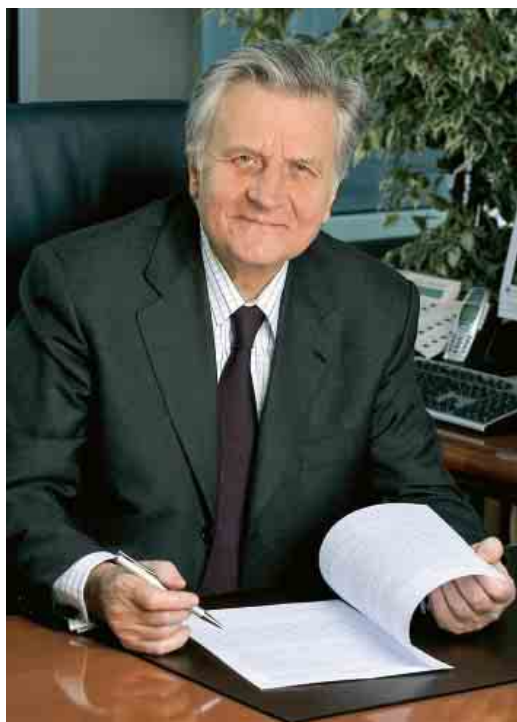
BE	Belgien
BG	Bulgarien
CZ	Tjeckien
DK	Danmark
DE	Tyskland
EE	Estland
IE	Irland
GR	Grekland
ES	Spanien
FR	Frankrike
IT	Italien
CY	Cypern
LV	Lettland
LT	Litauen
LU	Luxemburg
HU	Ungern
MT	Malta
NL	Nederländerna
AT	Österrike
PL	Polen
PT	Portugal
RO	Rumänien
SI	Slovenien
SK	Slovakien
FI	Finland
SE	Sverige
UK	Storbritannien
JP	Japan
US	USA

## ÖVRIGA FÖRKORTNINGAR

BIS	Bank for International Settlements
BNP	bruttonationalprodukt
BPM5	IMF:s betalningsbalanshandbok (IMF Balance of Payments Manual) (femte utgåvan)
c.i.f.	kostnader, försäkring och frakt vid importgräns
ECB	Europeiska centralbanken (European Central Bank)
ECBS	Europeiska centralbankssystemet (European System of Central Banks)
EMI	Europeiska monetära institutet (European Monetary Institute)
EMU	Ekonomiska och monetära unionen (Economic and Monetary Union)
ENS 95	Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995
EU	Europeiska unionen
EUR	euro
f.o.b.	fritt vid exportgräns
HIKP	harmoniserat konsumentprisindex
ILO	Internationella arbetsorganisationen (International Labour Organization)
IMF	Internationella valutafonden (International Monetary Fund)
KPI	konsumentprisindex
MFI	monetära finansinstitut
NCB	nationell(a) centralbank(er)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PPI	producentprisindex
ULCM	enhetsarbetskostnad i tillverkningsindustrin

**I enlighet med praxis inom gemenskapen anges medlems-länderna i alfabetisk ordning efter landsnamnen enligt nationell stavning**

# FÖRORD



Om man ser tillbaka på händelserna under förra året intar den tredje utvidgningen av euroområdet sedan det upprättades 1993 en nyckelposition. Den 1 januari 2008 blev Cypern och Malta den fjortonde respektive femtonde EU-medlemsstaten att anta euron, efter Grekland 2001 och Slovenien 2007, och deras nationella centralbanker anslöts till Eurosystemet. Jag skulle vilja hälsa de cypriotiska och maltesiska medborgarna varmt välkomna. Cyperns och Maltas goda ekonomiska resultat, som är en följd av genomförandet av en stabilitetsinriktad makroekonomisk politik de senaste åren, har gjort det möjligt för dessa två länder att införa euron som sin valuta. Kontantövergången till euron gick snabbt och problemfritt i båda länderna. Framöver kommer den största politiska utmaningen för dessa länder efter deras införande av euron att vara att säkerställa genomförandet av en passande nationell ekonomisk politik som syftar till att garantera en hög grad av hållbar konvergens.

En annan viktigt händelse under 2007 var stats- och regeringschefernas undertecknande av EU:s nya Lissabonfördrag den 13 december.

Detta fördrag håller nu på att ratificeras av samtliga 27 medlemsstater för att enligt planerna kunna träda i kraft den 1 januari 2009. ECB välkomnar det faktum att det nya fördraget anger att prisstabilitet är ett av EU:s mål och att det gör ekonomiska och monetära unionen (EMU), med euron som sin valuta, till ett EU-mål. ECB blir en EU-institution och det nya fördraget bekräftar ECB:s, ECBS:s och de nationella centralbankernas oavhängighet, samt ECB:s status som juridisk person, regleringsbefogenheter och ekonomiska självständighet. ECB anser att det nya fördraget bekräftar EMU:s befintliga uppbyggnad och ser fram emot ett framgångsrikt avslutande av ratificeringsprocessen.

\*\*\*

Under 2007 uppgick den årliga HIKP-inflationen i euroområdet till 2,1 %, jämfört med 2,2 % 2006. Även om detta är något över ECB:s definition av prisstabilitet, dvs. en inflation som ligger ”under, men nära, 2 %”, fortsatte ECB:s penningpolitik att fast förankra de medel- och långsiktiga inflationsförväntningarna på nivåer som i stort sett är förenliga med prisstabilitet, trots ekonomiska förhållanden som kännetecknades av kraftiga uppåtriktade pristryck. Dessa pristryck härrörde främst från prisökningar på råvaror, särskilt energi och – i synnerhet under fjärde kvartalet – livsmedel, samt, inom euroområdet, effekten av höjningar av indirekta skatter, kapacitetsbegränsningar i samband med en expanderande ekonomi och stramare arbetsmarknader. Den fortsatta förankringen av inflationsförväntningarna på medellång till lång sikt under 2007 reflekterar därför positivt på ECB:s trovärdighet i fråga om att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt, i enlighet med sitt uppdrag. En sådan förankring är en nödvändig förutsättning för väl fungerande marknader, hållbar tillväxt och sysselsättningsskapande i euroområdet och är av högsta prioritet för ECB-rådet.

Uppåtriskerna för prisstabiliteten dominerade tydligt under hela 2007. Riskerna omfattade eventuella ytterligare höjningar av olje-

och jordbrukspriserna samt höjningar av administrativt fastställda priser och indirekta skatter utöver vad som förutsetts. Mer fundamentalt förelåg stora risker för förbättringar av företagens prissättningsförmåga, särskilt inom marknadssegment med låg konkurrens, samt för en starkare än väntad löneutveckling, vilket utgjorde en risk för följeffekter på löne- och prisbildningen till följd av tillfälligt högre inflationstakter. För att säkerställa att prisstabiliteten upprätthölls på medellång sikt bevakade ECB-rådet löneförhandlingar och prisbildning i euroområdet med särskilt uppmärksamhet.

Under 2007 fortsatte den ekonomiska aktiviteten i euroområdet att expandera i kraftig takt. Reala BNP ökade med 2,6 % på årsbasis, trots instabila energipriser och ökad osäkerhet till följd av finansorn under årets andra hälft. Även om exporten från euroområdet fortsatte att gynnas av en stark, om än långsammare, global ekonomisk tillväxt var expansionen i den ekonomiska aktiviteten främst ett resultat av den inhemska efterfrågan, särskilt inom komponenten fasta investeringar. Under första halvåret 2007 understöddes den kraftiga investeringstillväxten av gynnsamma finansieringsvillkor, stora bolagsvinster och fortsatta förbättringar av företagens effektivitet. Till följd av den ökande finansiella osäkerheten blev utsikterna för den reala ekonomin mer osäkra under andra halvåret 2007 och de balanserade riskerna för huvudscenariot för tillväxten i euroområdet justerades ned.

ECB-rådets bedömning att uppåtriskerna för prisstabiliteten fortsatt dominerade på medellång till lång sikt bekräftades genom en avstämning mot den monetära analysen. En bred analys av tillgängliga uppgifter bekräftade att den underliggande takten i penningmängds- och kreditutvecklingen var mycket stark. Under andra halvåret 2007 var inverkan från finansorn på den underliggande dynamiken i de breda penningmängds- och kreditmåten fortsatt begränsad. Detta framgick framför allt av den fortsatt kraftiga ökningstakten för banklån till den inhemska privata sektorn, särskilt till

icke-finansiella företag, vilket antydde att kreditutbudet inte hade minskat i någon större utsträckning. Under denna period bevakade ECB-rådet penningmängdsutvecklingen mycket noga.

För att begränsade de rådande uppåtriskerna för prisstabiliteten på medellång sikt höjde ECB-rådet ECB:s styrräntor i mars och juni 2007 med 25 punkter åt gången. Till följd av detta steg den lägsta anbudsräntan i Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner till 4,00 % i juni 2007, från 3,50 % i slutet av 2006. Under årets andra hälft beslutade ECB-rådet att lämna styrräntorna oförändrade. I detta läge och med hänsyn till den ovanligt stora osäkerheten beträffande effekten av finansorn på den reala ekonomin ansåg ECB-rådet att det var befogat att samla in och granska ytterligare information och att noggrant bevaka utvecklingen på finansmarknaderna innan några fler slutsatser för penningpolitiken drogs. Samtidigt bekräftade ECB-rådet sin ständiga beredskap att göra allt som krävdes för att säkerställa att uppåtriskerna för prisstabiliteten inte skulle realiseras och att inflationsförväntningarna på lång sikt förblev fast förankrade.

\*\*\*

Under 2007 gjordes ytterligare framsteg med budgetkonsolideringen, enligt de uppdaterade stabilitetsprogrammen, och det genomsnittliga budgetunderskottet i euroområdet minskade till 0,8 % av BNP, jämfört med 1,5 % 2006. En förnyad ökning av detta underskott förutses emellertid redan 2008 vid en tidpunkt då flera länder fortfarande inte har uppnått sunda offentliga finanser. Detta medför en risk för att vissa länder inte kommer att kunna uppfylla bestämmelserna i stabilitets- och tillväxtpaktens förebyggande del. För att inte undergräva paktens trovärdighet bör dessa länder eftersträva en mer ambitiös politik och genomföra en strukturanpassning på minst 0,5 % av BNP per år, i enlighet med kravet i paktens. Det är absolut nödvändigt att alla länder uppfyller sina åtaganden och försöker uppnå sina medelfristiga mål om sunda offentliga

finanser senast 2010, enligt vad man kommit överens om och offentliggjort vid Eurogruppens sammanträde i Berlin i april 2007. Diskretionära finanspolitiska lättnader skulle vara absolut olämpliga. Det bästa bidraget finanspolitiken kan göra för makroekonomisk stabilitet är tvärt om att låta de automatiska stabilisatorerna verka fritt i länder med starka finanser och att säkra hållbara offentliga finanser på lång sikt.

I fråga om strukturreformer är de senaste resultaten inom ramen för Lissabonstrategin uppmuntrande. Strukturreformer och en måttlig lönebildning de senaste åren har lett till en kraftigt ökad sysselsättning i euroområdet med cirka 15,8 miljoner personer under nioårsperioden sedan starten av etapp tre av EMU, jämfört med en ökning med cirka 4,5 miljoner personer för samma grupp av länder under de nio åren före 1999. I samma anda fortsatte arbetslösheten i euroområdet att sjunka, från 8,3 % 2006 till 7,4 % 2007, en nivå som inte setts på 25 år. Det finns emellertid ingen anledning att slå sig till ro. Arbetslösheten är fortfarande hög i flera länder och arbetskraftsdeltagandet fortsatt lågt internationellt sett. Dessutom är produktivitetstillväxten i euroområdet fortsatt svag, vilket begränsar utrymmet för löneökningar. Det är följaktligen viktigt att regeringarna bibehåller drivkraften och ökar reformtakten för att undanröja de återstående hindren för sysselsättningskapande och produktivitetstillväxt. Detta kräver framför allt förbättringar i fråga om utbildning och livslångt lärande, vilket skulle förstärka humankapitalet, förbättra sysselsättningsutsikterna och skapa ökad innovation. Dessutom krävs oavbrutna insatser för att öka konkurrensen och flexibiliteten och förbättra arbets-, produkt- och tjänstemarknadernas funktion. Att öka konkurrensen inom tjänstesektorena och nätverksindustrierna, samt att vidta lämpliga åtgärder på EU:s jordbruksmarknad, skulle särskilt bidra till produktivitetstillväxt och prisstabilitet i euroområdet.

\*\*\*

År 2007 präglades av mycket svåra utmaningar på finansmarknaderna. Med början i augusti

påverkades penningmarknaderna i euro av en mycket kraftig världsomfattande marknadskorrigeringsperioder av kraftig turbulens och hög volatilitet. Dräneringen av likviditet på penningmarknaden i euro den 9 augusti fick ECB att tillföra 95 miljarder euro till sin styrränta på 4,00 % med löptid över natten. Under de följande dagarna genomförde ECB liknande transaktioner, med minskande belopp. Under de följande veckorna och månaderna genomförde ECB även kompletterande långfristiga transaktioner samt finjusterande transaktioner. ECB tillförde dessutom likviditet i US-dollar parallellt via Federal Reserve New Yorks Term Auction Facility. I slutet av året vidtog ECB särskilda likviditetsåtgärder för att tillgodose banksystemets särskilda behov.

Till följd av ECB:s transaktioner återvände dagslåneräntan till de stabila nivåer runt ECB-rådets styrränta som hade rått innan turbulensen bröt ut. Spänningen låg emellertid kvar i de längre löptidssegmenten på penningmarknaden.

Korrigeringen på finansmarknaden utlöste en kraftig omvärdering av risk av marknadsdeltagarna. ECB, samt de andra medlemmarna av Eurosystemet, hade vid flera tillfällen, särskilt i sin publikation *Financial Stability Review*, varnat för att situationen kännetecknades av en underprissättning av risker. Även om den nuvarande kraftiga marknadskorrigeringen inte är över, går det att dra vissa provisoriska lärdomar, inbegripet följande: i) det är nödvändigt för bankerna att förbättra sina riskhanteringssystem, ii) det är nödvändigt att reflektera över för- och nackdelarna med den "originate-to-distribute"-modell som utvecklades innan korrigeringen inleddes, iii) det behövs ökad transparens hos alla marknadsaktörer, iv) kreditvärderingsinstitutens övergripande roll måste bedömas, och v) det är nödvändigt att tillsynsansvariga myndigheter genomför de nya kapitaltäckningsreglerna under Basel II så snabbt och effektivt som möjligt samt att överväga eventuella förbättringar av tillsynsregimen för likviditetsrisk.

Det finansiella systemet i euroområdet förblev motståndskraftigt under 2007, men dess

förmåga att absorbera störningar prövades hårt under hela andra halvåret. Förutom de eventuella konsekvenserna av turbulensen på kreditmarknaden är de framtida riskerna för euroområdet banksystem huvudsakligen knutna till en eventuell negativ utveckling av kredicykeln, vilket skulle få negativa följder för bankernas tillgångskvalitet och kostnader för låneavskrivningar. En oordnad korrigerings av de globala obalanserna kvarstår dessutom som en risk på medellång sikt för den globala finansiella stabiliteten.

\*\*\*

Under 2007 fortsatte ECB att aktivt bidra till en ökad finansiell integration i Europa. Förutom att övervaka framstegen på detta område och att ge råd om relevant lagstiftning och reglering, stärkte ECB sin roll som katalysator för aktiviteter inom den privata sektorn, särskilt genom ett fortsatt kraftigt stöd till initiativet för att inrätta ett gemensamt europeiskt betalningsområde. Eurosystemet förde en ständig dialog med banker och andra intressenter och intensifierade samordningen med Europeiska kommissionen. Det stödde antagandet av direktivet om betalningstjänster, som EU-rådet godkände den 15 oktober 2007.

Vidare togs Target2-systemet i drift den 19 november 2007, då en första grupp av åtta länder gick över till den gemensamma delade plattformen. En andra grupp bestående av sju länder gick över den 18 februari 2008 och en tredje grupp kommer att gå över den 19 maj. För att dra maximal nytta av Target2-systemet fortsatte Eurosystemet att utforska möjligheterna att erbjuda en ny tjänst, kallad Target2-Securities (T2S), för att skapa en gemensam teknisk infrastruktur för värdepapperscentralers avveckling i centralbankspengar av värdepapperstransaktioner i euro och för att avveckla både värdepapper och kontanter via en gemensam teknisk plattform. Med T2S skulle det inte bli några skillnader mellan nationell och gränsöverskridande avveckling inom euroområdet. Den skulle därför bidra till att integrera och harmonisera europeiska finansiella

efterhandeltjänster och även främja konkurrens genom att erbjuda likvärdig, billigare och harmoniserad tillgång till avvecklingstjänster på den europeiska finansmarknaden.

\*\*\*

Personalstaten för 2007 motsvarade 1 348 årsarbetskrafter, jämfört med 1 343 årsarbetskrafter 2006. Sedan ECB år 2006 införde allmänna principer för rörlighet, som uppmuntrar personalen att byta arbetsuppgifter vart femte år, har den interna rörligheten kraftigt ökat. Under 2007 bytte 152 anställda, däribland 31 chefer och rådgivare, arbeten internt, antingen tillfälligt eller för en längre period.

Förutom att främja rörlighet är den personalpolitiska strategin fortsatt inriktad på att främja utvecklingen på ledningsnivå inom ECB och, i synnerhet, på att stärka chefs- och ledarskapsförmågan genom utbildning och individuell handledning. Det kontinuerliga förvärvet och utvecklingen av kunskap och kompetenser för all personal är fortsatt en hörnsten i ECB:s personalpolitiska strategi. Utöver flera interna utbildningstillfällen har anställda fortsatt att utnyttja externa utbildningstillfällen som möter individuella utbildningsbehov av mer teknisk natur.

Personalchefsmötet, som inrättades 2005 i syfte att främja samarbete och laganda mellan centralbankerna i Eurosystemet/ECBS i frågor som rör personalförvaltning, omfattade olika aspekter av personalutbildning och personalutveckling 2007, bland annat tillfällen för utbildningsverksamheter inom ramen för ECB och för att utarbeta åtgärder för att öka rörligheten inom ECBS.

\*\*\*

Under 2007 slutfördes detaljplaneringen för ECB:s nya huvudkontor. I mitten av juli offentliggjordes en anbudsinfordran i Europeiska unionens officiella tidning avseende valet av en generalentreprenör som ska ansvara för uppförandet av ECB:s nya huvudkontor.

Efter att i början av oktober ha tagit emot intresseanmälningar valde ECB ut några företag och bad dem att lämna anbud. ECB kommer att välja ut ett företag senaste i oktober 2008. Projektet fortskrider enligt planerna både i fråga om tidsschemat och i fråga om den budget som godkänts av ECB-rådet.

\*\*\*

Under 2007 gjorde ECB en vinst på 286 miljoner euro, jämfört med en vinst på 1 379 miljoner euro 2006. Liksom 2006 reserverades ett motsvarande belopp för växelkurs-, ränte- och guldpriserisk, vilket lämnade en nettovinst på noll. Reserveringen kommer att användas för att täcka förluster från exponeringen för sådana risker, särskilt värderingsrisker som inte täcks genom värderingskonton. Storleken på reservationen kommer att granskas årligen.

Frankfurt am Main i mars 2008

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', with a stylized flourish on the left side.

Jean-Claude Trichet







**KAPITEL I**

**EKONOMISK  
UTVECKLING OCH  
PENNINGPOLITIK**

## I PENNINGPOLITISKA BESLUT<sup>1</sup>

Under 2007 genomförde ECB sin penningpolitik mot en bakgrund av sund ekonomisk tillväxt och stark penningmängds- och kreditutveckling i euroområdet. ECB-rådets regelbundna ekonomiska och monetära analyser visade att riskerna för prisstabiliteten på medellång sikt fortfarande låg tydligt på uppåtssidan under hela året. För att begränsa riskerna fortsatte ECB-rådet att anpassa penningpolitiken genom att i mars och juni höja styrräntorna med sammanlagt 50 punkter. Följden blev att den lägsta anbudsräntan i Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner steg till 4,00 % i juni 2007.

När problemen på den amerikanska subprimemarknaden och den ändrade prissättningen av risk utlöste turbulens och ökad volatilitet på finansmarknaderna i början av augusti 2007 grumlades utsikterna för den ekonomiska aktiviteten i euroområdet av en ovanligt stor osäkerhet. Trots att uppåtriskerna för prisstabiliteten på medellång sikt bekräftades gjorde den ökade osäkerheten att det blev nödvändigt att samla in och analysera mer information för att kunna dra några

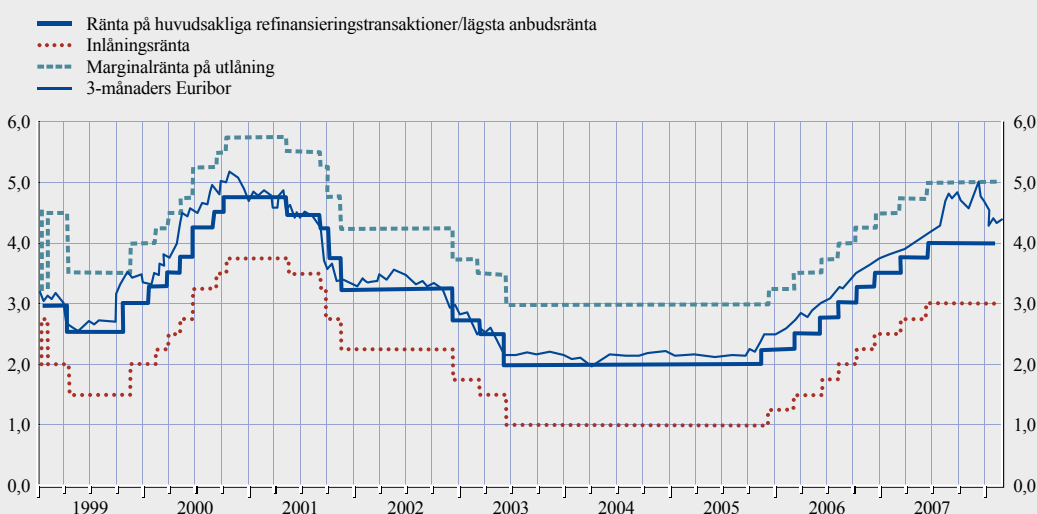
penningpolitiska slutsatser. ECB-rådet lämnade därför styrräntorna oförändrade andra halvåret 2007 (se diagram 1).

Den genomsnittliga HIKP-inflationen på årsbasis uppgick till 2,1 % 2007, jämfört med 2,2 % 2006. Inflationen fluktuerade mycket under året, främst på grund av energiprisutvecklingen. Fram till tredje kvartalet 2007 utvecklades HIKP-inflationen på årsbasis i linje med ECB:s definition av prisstabilitet (och låg med andra ord under, men nära, 2 % på medellång sikt). Detta berodde delvis på gynnsamma baseffekter av energiprisutvecklingen ett år tidigare. Mot slutet av året steg inflationen på årsbasis däremot plötsligt till klart över 2 %. Uppgången berodde främst på att världsmarknadspriserna på olja och livsmedel steg betydligt andra halvåret 2007, vilket förstärktes av ogynnsamma baseffekter

<sup>1</sup> Alla hänvisningar till data som rör real BNP-tillväxt och HIKP-inflation avser justerade data som var tillgängliga fram till stoppdatum för denna årsrapport (29 februari 2008). Användningen av uppdaterade justerade data i stället för de realtidsdata som var tillgängliga när de penningpolitiska besluten fattades ändrar inte det resonemang som låg till grund för de penningpolitiska överväganden och beslut som behandlas i detta avsnitt.

Diagram 1 ECB:s räntor och penningmarknadsräntor

(procent per år; dagliga uppgifter)



Källa: ECB.

Anm. Räntan på huvudsakliga refinansieringstransaktioner avser, för transaktioner som avvecklades före den 28 juni 2000, gällande ränta för fastränteanbud. För transaktioner som avvecklades efter denna tidpunkt avses den lägsta anbudsräntan för erbjud till rörlig ränta.

av nedgången i energipriser sista kvartalet 2006. Löneutvecklingen var samtidigt ganska måttlig under hela 2007, trots en stark ekonomisk tillväxt, begynnande kapacitetsbegränsningar och allt stramare arbetsmarknader. Medan de långsiktiga inflationsförväntningar som framkommer i enkäter fortfarande låg förankrade på nivåer som är förenliga med prisstabilitet, skedde en viss ökning i break even-inflationen, beräknad på grundval av obligationsräntor som inkluderar en inflationsriskpremie. Sammantaget låg riskerna för prisstabiliteten på medellång sikt tydligt på uppåtsidan. Riskerna handlade bl.a. om ytterligare höjningar av priserna på olja och jordbruksprodukter, oförutsedda höjningar av administrativt fastställda priser och indirekta skatter, och en förbättring av företagets prissättningsförmåga, särskilt inom sektorer som inte är konkurrensutsatta. På en mer fundamental nivå utgjorde en starkare löneutveckling än väntat och framför allt effekter på löne- och prisbildningen av högre råvarupriser och förhöjd inflation betydande uppåtrisker för prisstabiliteten.

Den ekonomiska aktiviteten i euroområdet fortsatte att expandera i stark takt under hela 2007. Även om exporten från euroområdet fortsatte att gynnas av en global tillväxt som, även om den hade gått ned, fortfarande var stark, var den fortsatta expansionen främst ett resultat av den inhemska efterfrågan. Investeringsutvecklingen var fortsatt stark under året och fick draghjälp av gynnsamma finansieringsvillkor (särskilt första halvåret), stora bolagsvinster och fortsatta förbättringar av näringslivets effektivitet till följd av omstruktureringar som har genomförts under en längre tid. Även konsumtionen fortsatte att bidra till den ekonomiska expansionen i euroområdet och främjades av utvecklingen i reala disponibla inkomster i takt med att villkoren på arbetsmarknaderna fortsatte att förbättras. I samband med den finansiella oro som utbröt i början av augusti 2007 blev utsikterna för den ekonomiska aktiviteten mer osäkra och nedåtriskerna för tillväxten större. Ekonomiska fundamenta i euroområdet var emellertid fortsatt starka, med en oförminskad lönsamhet inom företagssektorn, starka

balansräkningar för hushållen, en stadig sysselsättningstillväxt och en arbetslöshet som sjönk från 8,2 % 2006 till 7,4 % 2007, vilket var den lägsta nivån på 25 år. Trots instabila energipriser och finansiell turbulens steg reala BNP i euroområdet sammantaget med 2,6 % på årsbasis 2007. Även om de kortsiktiga riskerna för den ekonomiska tillväxten under större delen av året var i stort sett balanserade låg de långsiktiga riskerna fortfarande på nedåtsidan. Dessa risker handlade främst om utvecklingen i omvärlden, framför allt ytterligare höjningar av priserna på olja och andra råvaror, globala obalanser och ett potentiellt protektionistiskt tryck. Efter utbrottet av turbulens på finansmarknaderna blev nedåtriskerna för tillväxten större när den ändrade prissättningen av risk på finansmarknaderna påverkade finansieringsvillkor, stämmningsläget i ekonomin och det globala läget.

En jämförelse av resultaten av den ekonomiska analysen och resultaten av den monetära analysen bekräftade att riskerna för prisstabiliteten främst låg på uppåtsidan på medellång till lång sikt. Penning- och kreditutvecklingen var fortsatt stark under hela 2007. Även om utvecklingen i det breda penningmängdsmåttet M3 påverkades av flera tillfälliga faktorer (t.ex. en flackare avkastningskurva och senare under året finansiell turbulens och transaktioner i samband med omstruktureringen av vissa bankkoncerner), bekräftade en bred analys av statistiken att den underliggande penning- och kreditutvecklingen är stark, vilket framför allt framgår av den oförminskade tillväxten av långivningen till den privata sektorn. ECB-rådet fäste därför särskild vikt vid penningmängdsutvecklingen, även för att bättre förstå finansinstitutens, hushållens och företagets mer kortsiktiga reaktioner på oron på finansmarknaderna andra halvåret 2007.

De uppåtrisker för prisstabiliteten som konstaterades både i den ekonomiska och den monetära analysen fick ECB-rådet att i mars och juni 2007 höja styrräntorna med 25 punkter åt gången. Efter den finansiella turbulens som utbröt i augusti 2007 blev utsikterna för den ekonomiska aktiviteten i euroområdet mer

osäkra än vanligt mot bakgrund av den ökade volatiliteten och den ändrade prissättningen av risk på finansmarknaderna. I detta läge, och trots bedömningen att riskerna för prisstabiliteten på medellång sikt fortfarande låg tydligt på uppåtsidan, ansåg ECB-rådet det vara lämpligt att samla in mer information och noggrant granska nya data innan några ytterligare penningpolitiska slutsatser drogs. Med beaktande av den ökade osäkerheten beslutade ECB-rådet därför att lämna styrrentorna oförändrade under årets andra hälft.

I sina uttalanden till finansmarknadsaktörerna och allmänheten betonade ECB-rådet att man skulle bevaka utvecklingen, och särskilt finansmarknaderna, mycket noga. ECB-rådet meddelade också att man var beredd att motverka uppåtriskerna för prisstabiliteten genom att agera beslutsamt och i rätt tid för att förhindra följd effekter på löne- och prisbildningen på medellång sikt. På så sätt skulle det säkerställas att inflationsförväntningarna på medellång till lång sikt fortsätter att ligga fast förankrade kring nivåer som är förenliga med prisstabilitet. En sådan förankring skulle överensstämma med ECB-rådets mandat och vara en absolut förutsättning för väl fungerande marknader, en hållbar ekonomisk tillväxt och sysselsättningskapande.

#### **YTTERLIGARE ANPASSNINGAR AV PENNINGPOLITIKEN FÖRSTA HALVÅRET 2007**

Ny information i början av året gav stöd åt det resonemang som låg till grund för räntehöjningarna 2006. Framför allt bekräftade den nya informationen klart och tydligt att riskerna för prisstabiliteten fortfarande låg på uppåtsidan, samtidigt som den ekonomiska aktiviteten i euroområdet fortsatte att expandera i stark takt.

Med en kvartalstillväxt på 0,8 % fjärde kvartalet 2006 jämfört med kvartalet innan överträffade den reala BNP-tillväxten i euroområdet tidigare förväntningar. Starka bidrag från inhemsk efterfrågan och export var de viktigaste drivkrafterna, vilket underströk att den ekonomiska expansionen

blir alltmer självförsörjande. Tillgängliga konfidensindikatorer fortsatte dessutom att bekräfta ECB-rådets uppfattning om att den starka tillväxtutvecklingen hade fortsatt in på början av 2007. Utsikterna för den ekonomiska aktiviteten på medellång sikt var dessutom fortsatt gynnsamma och euroområdets ekonomi kunde fortsätta att växa i oförminskad takt givet en stark global tillväxt och en dynamisk investeringstillväxt i euroområdet i en situation med förbättrade förhållanden på arbetsmarknaden. I ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar i mars 2007 uppreviderades intervallet för ekonomisk tillväxt jämfört med bedömningarna i december 2006, vilket huvudsakligen berodde på den fortsatt starka reala BNP-tillväxten andra halvåret 2006 och lägre energipriser som – om de höll i sig – ansågs ha en positiv inverkan på reala disponibla inkomster. Den reala BNP-tillväxten på årsbasis beräknades i genomsnitt ligga på 2,1–2,9 % 2007, och på 1,9–2,9 % 2008.

När det gäller prisutvecklingen låg HIKP-inflationen på årsbasis kvar på 1,9 % i början av året och var därmed förenlig med ECB:s definition av prisstabilitet. Nedgången i inflationen sedan sommaren 2006 berodde främst på lägre energipriser. I sin bedömning av prisutvecklingsutsikterna betonade ECB-rådet vikten av att ha ett medelfristigt perspektiv och se längre än till de eventuellt instabila inflationstakterna under 2007. I ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar i mars 2007 var taket i det beräknade intervallet för 2007 något lägre än i framtidsbedömningarna i december 2006, vilket främst berodde på att oljepriserna hade sjunkit betydligt. Det beräknade inflationsintervallet för 2008 var däremot något högre än i framtidsbedömningarna i december, vilket huvudsakligen var ett resultat av förväntningarna om en starkare tillväxtutveckling i euroområdet som kan leda till ett starkare tryck på faktorutnyttjande och kostnader. HIKP-inflationen på årsbasis beräknades ligga på i genomsnitt 1,5–2,1 % 2007, och 1,4–2,6 % 2008. I det medellånga tidsperspektiv som är relevant för penningpolitiken fanns det fortfarande uppåtrisker för dessa utsikter.

Den monetära analysen bekräftade de uppåtrisker för prisstabiliteten som hade konstaterats i den ekonomiska analysen. En fortsatt stark penningmängds- och kreditutveckling i ett läge där det fanns gott om likviditet pekade på inflationsrisker på medellång till lång sikt. I början av 2007 steg M3-tillväxten på årsbasis till de högsta nivåerna sedan eurons införande. Årstakten i utlåningen till den privata sektorn var dessutom fortsatt stark, främst tack vare den fortsatta ökningen av utlåningen till icke-finansiella företag som har noterats sedan mitten av 2004. I ett läge med stigande bolåneräntor i hela euroområdet och svagare bostadsmarknader i vissa regioner visade hushållens upplåning samtidigt tecken på att minska, även om den fortfarande var hög. Den monetära statistiken bekräftade därmed den ihållande uppgång i den underliggande takten i penningmängds- och kreditutvecklingen som har observerats sedan mitten av 2004. ECB-rådet ansåg därför att det fortfarande var nödvändigt att bevaka penningmängdsutvecklingen mycket noga, särskilt mot bakgrund av den starka ekonomiska expansionen och den fortsatt starka utvecklingen på fastighetsmarknaderna i euroområdet.

De uppåtrisker för prisstabiliteten som hade konstaterats i både den ekonomiska och den monetära analysen fick ECB-rådet att höja styrräntorna med 25 punkter den 8 mars 2008. ECB-rådet ansåg vidare att dess penningpolitik fortfarande var ackommoderande, även efter beslutet att höja styrräntorna ytterligare och med hänsyn till det gynnsamma ekonomiska läget.

När det gäller den ekonomiska aktiviteten visade tillgängliga uppgifter tydligt att euroområdets ekonomi fortsatte att expandera i betydligt högre takt än vad som förväntades ett år tidigare. Med en tillväxt på 0,8 % första kvartalet 2007 jämfört med kvartalet innan överträffade reala BNP återigen förväntningarna något. Utsikterna för den ekonomiska aktiviteten på medellång sikt var dessutom fortsatt gynnsamma. Detta framgick av ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar i juni 2007, i vilka den genomsnittliga reala BNP-tillväxten på årsbasis förväntades ligga i den övre delen av det intervall

som hade beräknats i framtidsbedömningarna i mars. Samtidigt skrevs intervallet för 2008 ned marginellt efter det att oljepriserna stigit och riskerna för utsikterna på medellång till lång sikt mestadels bedömdes ligga på nedåtsidan.

HIKP-inflationen på årsbasis låg dessutom på 1,9 % i maj, vilket var något över förväntningarna tidigare 2007, på grund av högre oljepriser. Med tanke på den oljeprisuppgång som är implicit i futureskontrakt, och mot bakgrund av den tidigare energiprisutvecklingen, förväntades inflationen på årsbasis bara sjunka något de efterföljande månaderna och därefter stiga betydligt i slutet av året. Enligt ECB-rådets uppfattning låg riskerna för prisutvecklingen fortfarande på uppåtsidan på medellång sikt. Riskerna handlade framför allt om en löneutveckling som är starkare än väntat i ett läge med stigande kapacitetsutnyttjande och gradvis förbättrade arbetsmarknader.

Den monetära analysen fortsatte att bekräfta att riskerna för prisstabiliteten på medellång till lång sikt främst låg på uppåtsidan, medan den underliggande takten i penningmängdsexpansionen var fortsatt stark i ett läge där det redan fanns gott om likviditet. Detta märktes i en fortsatt snabb tillväxt i både M3 och kreditgivningen. Efter en granskning av de faktorer som påverkar penningmängds- och kreditutvecklingen på kort sikt fanns det samtidigt allt fler tecken på att de stigande korta räntorna gradvis höll på att påverka penningmängdsdynamiken, även om de ännu inte dämpade den underliggande takten i penningmängds- och kreditutvecklingen.

En jämförelse av resultaten av den ekonomiska analysen och resultaten av den monetära analysen bekräftade sammantaget ECB-rådets uppfattning att det fanns uppåtrisker för prisstabiliteten på medellång sikt. I detta läge beslutade ECB-rådet den 6 juni att höja styrräntorna med ytterligare 25 punkter. ECB-rådet meddelade samtidigt att ECB:s penningpolitik fortfarande var på den ackommoderande sidan, även efter detta beslut. Det skulle därför vara motiverat att agera beslutsamt och i rätt tid för att säkerställa

prisstabilitet på medellång sikt. ECB-rådet gjorde också klart att man skulle bevaka utvecklingen noga för att förhindra att hoten för prisstabilitet materialiseras på medellång sikt.

#### **INGA ÄNDRINGAR AV ECB:S STYRRÄNTOR ANDRA HALVÅRET 2007.**

Nya data under tredje kvartalet om den ekonomiska aktiviteten var fortsatt positiva och bekräftade uppfattningen att euroområdet ekonomi fortsatte att expandera i oförminskad takt i linje med ECB-rådets grundscenari. Även om den kvartalsvisa reala BNP-tillväxten sjönk till 0,3 % andra kvartalet jämfört med 0,8 % kvartalet innan låg den ekonomiska tillväxten under årets första hälft som helhet i linje med den potentiella tillväxten. Efter krisen på den amerikanska subprimemarknaden och den efterföljande oron på finansmarknaderna var utsikterna för den ekonomiska aktiviteten i euroområdet dock ovanligt osäkra, vilket gjorde det motiverat att noga bevaka utvecklingen, inte minst på finansmarknaderna.

I ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar i september 2007 var det beräknade intervallet för den reala BNP-tillväxten 2007 2,2–2,8 %, vilket var en mindre nedjustering jämfört med framtidsbedömningarna i juni 2007. Detta berodde huvudsakligen på antagandet om något högre oljepriser och något stramare finansieringsvillkor, där det sistnämnda var en följd av högre riskpremier mot bakgrund av oron på finansmarknaderna. För 2008 var det beräknade intervallet för den ekonomiska tillväxten fortfarande 1,8–2,8 %, vilket var oförändrat jämfört med framtidsbedömningarna i juni. Riskerna för dessa framtidsbedömningar ansågs ligga på nedåtsidan och främst handla om att den ökade volatiliteten och den ändrade prissättningen av risk på finansmarknaderna skulle få en större inverkan på finansieringsvillkoren och stämmningsläget i ekonomin.

När det gäller prisutvecklingen var HIKP-inflationen på årsbasis 1,7 % i augusti, men beräknades under resten av året överstiga 2 %, främst till följd av baseffekter i energipriserna.

I ECB:s experters framtidsbedömningar i september 2007 beräknades HIKP-inflationen på årsbasis ligga på 1,9–2,1 % för 2007 och 1,5–2,5 % för 2008, då ett minskande tryck från indirekta skatter och energipriser uppvägs av ett tryck från högre enhetsarbetskostnader. Enligt ECB-rådets uppfattning låg riskerna för dessa utsikter för prisutvecklingen fortfarande på uppåtssidan.

Denna bedömning bekräftades återigen av den monetära analysen och den fortsatt starka underliggande penningmängds- och kreditutvecklingen tyder på att det finns uppåtrisker för prisstabiliteten på medellång till lång sikt. Mot bakgrund av oron på finansmarknaderna erinrade ECB-rådet om att volatilitet på finansmarknaderna tillfälligt kan påverka penningmängdsutvecklingen, eftersom tidigare episoder har visat att förändringar i den privata sektorns riskattityd kan föranleda stora omplaceringar till säkra och likvida monetära tillgångar. ECB-rådet ansåg därför att det behövdes en grundlig och heltäckande analys av penningmängds- och kreditgivningsdata för att bättre förstå hur utvecklingen på finansmarknaderna påverkar penningmängdsutvecklingen och upptäcka policyrelevanta signaler från penningmängdstillväxten som rör inflationsutvecklingen på längre sikt.

Trots att uppåtrisker för prisstabiliteten konstaterats i både den ekonomiska och den monetära analysen ansåg ECB-rådet att det med tanke på den stora osäkerhet som rådde efter oron på finansmarknaderna krävdes mer information för att dra några penningpolitiska slutsatser. ECB-rådet beslutade därför lämna styrräntorna oförändrade tredje kvartalet, men upprepade att man skulle bevaka utvecklingen mycket noga, särskilt på finansmarknaderna, för att se till att risker för prisstabiliteten inte materialiseras och att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att vara fast förankrade på nivåer förenliga med prisstabilitet.

Under fjärde kvartalet bekräftade nya data att den ekonomiska expansionen i euroområdet var oförminskad. Reala BNP växte med 0,8 % tredje

kvartalet 2007 jämfört med kvartalet innan, främst på grund av den inhemska efterfrågan. Även om tillgängliga konfidensindikatorer sjönk något till följd av den stora volatiliteten och den ändrade prissättningen av risk på finansmarknaderna sedan början av augusti 2007, låg de dessutom i allmänhet på nivåer som pekade på en fortsatt ekonomisk tillväxt fjärde kvartalet, även om den förmodligen skulle vara långsammare än tredje kvartalet. ECB-rådets sammantagna bedömning var att ekonomiska fundamenta i euroområdet fortfarande var starka med en fortsatt stadig lönsamhets- och sysselsättningsutveckling. I december 2007 förutspådde Eurosystemets experter intervallet för den reala BNP-tillväxten till 2,4–2,8 % för 2007, 1,5–2,5 % för 2008 och 1,6–2,6 % för 2009. Medan intervallet för 2008 nedjusterades något låg det nya intervallet för 2007 kvar i den övre delen av det föregående intervallet.

I detta läge låg ECB-rådets huvudscenariot med en real BNP-tillväxt nära den trendmässiga potentiella utvecklingen 2008 och 2009 fast. På den inhemska sidan förväntades både konsumtion och investeringar bidra till den ekonomiska expansionen. Samtidigt förväntades den utländska efterfrågan fortsätta att främja euroområdets export, förutsatt en fortsatt styrka i den globala ekonomin, där den ekonomiska nedgången i USA delvis har uppvägs av en oförminskad styrka i tillväxtekonomierna. Utsikterna för ekonomisk tillväxt i euroområdet var alltså fortsatt positiva, även om riskerna för denna prognos fortfarande låg på nedåtsidan. Till riskerna hör framför allt finansmarknadsorons potentiella effekter på finansieringsvillkor och stämmningsläget i ekonomin, med en eventuell negativ inverkan på tillväxten i euroområdet och globalt.

På prissidan låg HIKP-inflationen på årsbasis på över 3 % kring årsskiftet. De viktigaste orsakerna var betydande höjningar av världsmarknadspriserna på olja och livsmedel samt ogynnsamma baseffekter från energipriser. ECB-rådet ansåg att inflationen på årsbasis skulle fortsätta att ligga betydligt över 2 % de första månaderna 2008 och därefter sjunka under

2008. Perioden av tillfälligt hög inflation skulle därmed bli något mer långvarig än väntat.

I december 2007 förutspådde Eurosystemets experter att inflationen skulle stiga till 2,0–3,0 % under 2008 och sedan sjunka till 1,2–2,4 % under 2009. Jämfört med ECB-experternas bedömningar i september 2007 uppjusterades intervallet för 2008, främst på grund av den förväntade olje- och livsmedelsprisutvecklingen.

På penningmängdssidan fanns få tecken på att den finansiella oron sedan augusti 2007 haft någon större inverkan på expansionen i den breda penningmängden och kreditgivningen. Ökningen av bankernas utlåning till den inhemska privata sektorn var i själva verket fortsatt stark andra halvåret 2007, vilket tydde på att kreditgivningen inte hade påverkats negativt. En bred bedömning av penningmängdsdata bekräftade på det hela taget att den underliggande takten i penningmängds- och kreditutvecklingen fortfarande var stark.

Uppåtriskerna för prisstabiliteten gjorde att det i ett läge med kapacitetsbegränsningar och en positiv arbetsmarknadsutveckling blev nödvändigt att förhindra att den tillfälligt höga inflationen fick följd effekter på löne- och prisbildningen och därmed säkerställa prisstabilitet på medellång sikt. ECB-rådet betonade därför återigen att man noga följde löneförhandlingarna i euroområdet. Dessutom borde all indexering av nominella löner till konsumentprisindex undvikas. Andra uppåtrisker handlade om ytterligare höjningar av olje- och jordbrukspriser, i synnerhet en fortsättning på den uppgående trend som observerades de sista månaderna 2007, samt hittills oförutsedda höjningar av administrativt fastställda priser och indirekta skatter.

Mot denna bakgrund beslutade ECB-rådet lämna styrräntorna oförändrade fjärde kvartalet 2007. Samtidigt slog man tydligt fast att ECB stod beredd att agera beslutsamt och i rätt tid för att motverka uppåtrisker för prisstabiliteten i enlighet med sitt mandat enligt fördraget.



Detta ansågs vara motiverat för att förhindra att följd effekter av hög inflation och andra risker för prisstabiliteten materialiseras och för att hålla inflationsförväntningarna på medellång till lång sikt fast förankrade på nivåer förenliga med prisstabilitet.

## 2 DEN MONETÄRA, FINANSIELLA OCH EKONOMISKA UTVECKLINGEN

### 2.1. DET GLOBALA MAKROEKONOMISKA LÄGET

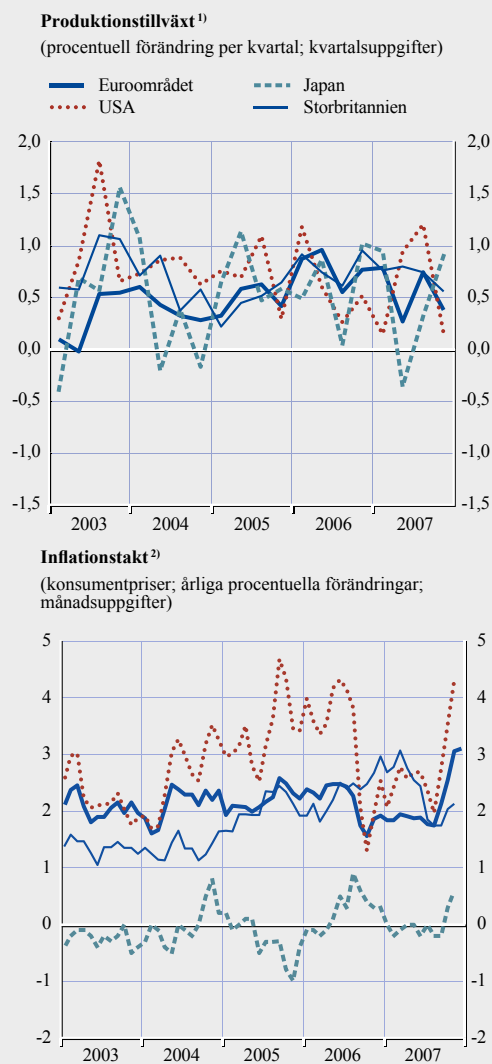
#### DEN GLOBALA TILLVÄXTEN STARK MEN HÅLLER PÅ ATT MATTAS AV

Under 2007 sjönk den globala ekonomiska tillväxten (utanför euroområdet) något från de mycket höga nivåerna de senaste tre åren. Orsaken var dels de globala finansiella spänningar som uppstod i mitten av 2007 och överskuggade den ekonomiska utvecklingen över hela världen, dels att konjunkturen inom den globala tillverkningssektorn hade nått en viss mognad. Den svaga amerikanska bostadsmarknaden hade visserligen en begränsad inverkan på andra amerikanska efterfrågekomponenter, som ökade starkt andra och tredje kvartalet 2007, men den ekonomiska tillväxten i USA sjönk ändå markant fjärde kvartalet. De globala effekterna av de svagare ekonomiska utsikterna i USA var dock ganska begränsade under 2007. I större tillväxtekonomier ledde oron tillfälligt till mer instabila finansmarknader, men de flesta av dem tycktes ha en större förmåga att stå emot turbulensen än tidigare. Totalt sett fortsatte den ekonomiska expansionen på tillväxtmarknaderna i stark takt under 2007 – särskilt i Asien. Samtidigt ökade osäkerheten om de globala ekonomiska utsikterna till följd av den allmänna omvärderingen av risk, stramare finansieringsvillkor, stigande råvarupriser och en nedgång i konfidensindikatorerna.

Efter ett i allmänhet begränsat inflationstryck under året fram till september 2007, steg inflationen i de flesta ekonomier kraftigt mot slutet av 2007 (se diagram 2). I OECD-länderna steg konsumentprisinflationen till 3,3 % i december 2007, främst på grund av högre råvarupriser och ogynnsamma baseffekter. I ett stramt marknadsläge fortsatte oljepriserna att stiga kraftigt under 2007. Priser på andra råvaror fortsatte också att stiga kraftigt under första halvåret 2007 för att därefter fluktuera ganska avsevärt kring förhöjda nivåer. Denna utveckling berodde på kraftigt stigande priser på jordbruksprodukter, särskilt livsmedel, som bara delvis kompenserades av en nedgång i metallpriserna. Priserna på jordbruksprodukter fortsatte att påverkas av en stark efterfrågan från tillväxtekonomierna, utvecklingen inom produktionen av biobränslen och dåliga skördar

i vissa länder. Eftersom livsmedel utgör en större andel av tillväxtekonomiernas prisindex har inflationstrycket varit ännu mer markant i dessa länder än i industriländerna. Exklusive livsmedel och energi var konsumentprisinflationen dock begränsad och låg i december på 2,1 % i OECD-länderna.

Diagram 2 Utveckling i viktiga  
industriekonomier



Källor: Nationella uppgifter, BIS, Eurostat och ECB:s beräkningar.

1) För euroområdet används uppgifter från Eurostat. För USA och Japan används nationella uppgifter. BNP-siffrorna är säsongrensade.

2) HIKP för euroområdet och Storbritannien; KPI för USA och Japan.

I USA växte reala BNP i en årstakt på 2,2 % under 2007 som helhet, vilket var 0,7 procentenheter lägre än 2006. Korrigeringen på bostadsmarknaden, som började redan 2006, fortsatte att vara en betydande tillväxtbroms och ledde till att BNP-tillväxten minskade med nästan en hel procentenhet. Den turbulens på finansmarknaderna som utlöstes av subprimelånekrisen intensifierades dessutom från sommaren 2007 och bromsade tillväxten i slutet av året. Den ekonomiska aktiviteten under 2007 var instabil. Under första kvartalet sjönk BNP-tillväxten under sin potentiella utvecklingstakt. Under andra och tredje kvartalet steg BNP-tillväxten och hamnade över den potentiella utvecklingstakten, men under fjärde kvartalet sjönk den återigen. I detta instabila läge var den privata konsumtionen fortfarande förvånansvärt stark, trots höga energipriser och turbulensen på bostads- och finansmarknaden. Det berodde främst på en fortsatt sysselsättnings- och inkomstillväxt som emellertid försämrades avsevärt mot årets slut. Företagsinvesteringar hade dessutom en stark utveckling, som främjades av bolagens starka lönsamhet, och, under första halvåret, de gynnsamma finansieringsvillkoren. Bidraget från handelsnettot var 2007 positivt för första gången sedan 1995, vilket berodde på en dynamisk global tillväxt och deprecieringen av US-dollarrens reala effektiva växelkurs. Dessa faktorer låg även bakom minskningen av underskottet i bytesbalansen från 6,2 % av BNP 2006 till 5,5 % de första tre kvartalen 2007. Det krympande underskottet i handelsbalansen stod för merparten av förbättringen.

Den turbulens på finansmarknaderna som berodde på ökade betalningsförsummelser och utmätningar på den amerikanska subprimemarknaden tilltog under sommaren. Turbulensens effekter på den amerikanska reala ekonomin var emellertid ganska begränsade under större delen av 2007 och gällde främst tillgången till och prissättningen av lån, särskilt bostadslån som inte uppfyller bankers lånevillkor (s.k. non-conforming mortgages). I övrigt märktes turbulensen främst på penningmarknaderna och inom den finansiella

sektorn, där bankerna tvingades till stora nedskrivningar.

I USA uppgick 12-månadersförändringen i KPI under 2007 till 2,8 %, jämfört med 3,2 % året innan. Konsumentprisinflationen steg första halvåret till följd av betydande höjningar av energipriserna och en accelerering i hyresekvivalentkomponenten i KPI. Efter att ha varit ganska dämpat under sommaren steg inflationstrycket senare till, som högst, en 12-månadersförändring i KPI på 4,3 % i november. Detta var särskilt följd av starka baseffekter och uppgångar i energi- och livsmedelspriser i slutet av året. Inflationen exklusive energi och livsmedel på årsbasis visade också tecken på att stiga igen under årets sista månader. För 2007 som helhet låg den på 2,3 %, vilket var 0,2 procentenheter lägre än 2006.

Under första halvåret 2007 lämnade Federal Reserves penningpolitiska kommitté (FOMC) styrräntan oförändrad på 5,25 %. När turbulensen på finansmarknaderna började öka i slutet av sommaren genomförde Federal Reserve en rad räntesänkningar i september och oktober på sammanlagt 75 punkter. Efter ytterligare en sänkning med 25 punkter i december låg styrräntan i slutet av året på 4,25 %, dvs. en hel procentenhet lägre än i januari. Federal Reserve använde även andra penningpolitiska styrmedel. I augusti minskade centralbanken spreaden mellan styrräntan och diskontot från 100 till 50 punkter. Den 12 december meddelade man nya förändringar i sina penningpolitiska styrmedel. Centralbanken inrättade en tillfällig Term Auction Facility (TAF) för att ge inlåningsinstitut möjlighet att låna medel med längre löptider och mot flera typer av säkerheter än vad som godkänns i öppna marknadsoperationer. Samtidigt ingicks överenskommelser med ECB och den schweiziska centralbanken om tillfälliga likviditetstillförande transaktioner för att tillföra US-dollar som kan användas i deras jurisdiktioner.

När det gäller de offentliga finanserna sjönk det amerikanska budgetunderskottet 2007 jämfört med 2006, främst till följd av ökade skatteintäkter

från privatpersoner och minskade utgifter. Enligt beräkningar av kongressens budgetbyrå uppgick det amerikanska budgetunderskottet till 1,2 % av BNP för budgetåret 2007.

I Japan fortsatte den ekonomiska återhämtningen under 2007, även om den inhemska efterfrågan och framför allt privatkonsumtionen försvagades. Tillväxten i real aktivitet försvagades 2007. Den reala BNP-tillväxten uppgick till 2,1 %, jämfört med 2,4 % 2006, och låg därmed kvar kring sin potentiella utvecklingstakt för fjärde året i rad. Även om den ekonomiska aktiviteten fortfarande fick draghjälp av en fortsatt stark export sjönk den inhemska efterfrågans bidrag till BNP-tillväxten. Exportaktiviteten främjades av utvecklingen för den japanska yens effektiva växelkurs och av en stark utländsk efterfrågan, särskilt från Asien. Takten i privatkonsumtionen sjönk till 1,4 % från 2,0 % 2006, men sysselsättningsvillkoren var på det hela taget fortsatt gynnsamma. Trots den starka exporten sjönk dessutom takten i privata investeringar. Orsaken var att bostadsinvesteringarna sjönk när en revidering av lagen om byggnormer ledde till minskad byggverksamhet, samt på att andra investeringar än bostadsinvesteringar också minskade på grund av ett något svagare företagsförtroende, särskilt bland små och medelstora företag. Trots försvagningen av de ekonomiska villkoren fortsatte bankernas utlåning att öka 2007, om än i långsammare takt än 2006, i ett mer osäkert globalt finansiellt klimat.

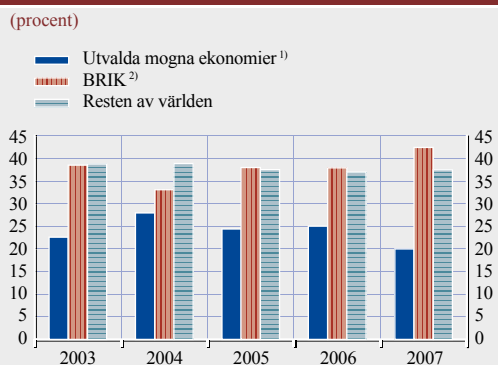
Konsumentprisinflationen var fortsatt dämpad i Japan 2007 och påverkades framför allt av den dämpade löneutvecklingen. Efter att ha varit positiv 2006 i kölvattnet av högre råvarupriser blev konsumentprisinflationen på årsbasis negativ i början av 2007, för att sedan återigen bli positiv i oktober till följd av en ny uppgång i priserna på importerade råvaror. För året som helhet uppgick 12-månadersförändringen i konsumentpriserna till 0,0 %, jämfört med 0,3 % 2006. Exklusive färskva livsmedel var 12-månadersförändringen i konsumentpriserna 0,0 %, jämfört med 0,1 % 2006. Bank of Japan fortsatte under 2007 sin politik att mycket

gradvis strama åt penningpolitiken, i linje med det dämpade inflationstrycket. För andra gången sedan politiken med kvantitativa lättnader upphörde i mars 2006 beslutade Bank of Japan i februari 2007 att höja styrräntan från 0,25 % till 0,50 %.

Tillväxten i tillväxtekonomierna var fortsatt stark och svarade för en betydande andel av världens BNP-tillväxt 2007, medan expansionen i mogna ekonomier försvagades (se diagram 3). Ett visst inflationstryck uppstod i flera länder.

Den ekonomiska aktiviteten var fortsatt stark i de asiatiska tillväxtekonomierna. Trots ett mindre gynnsamt omvärldsklimat under årets andra hälft bidrog en stark inhemska efterfrågan till att hålla tillväxttakten uppe, särskilt i regionens största ekonomier. Inflationstrycket var i de flesta länderna fortsatt begränsat, delvis tack vare den åtstramning av penningpolitiken som ägde rum i många av dem. Ett av undantagen var Kina, där inflationen steg under året. Till följd av regionens starka makroekonomiska utveckling fortsatte värdena på lokala aktiemarknader att stiga och samtidigt fluktuerade kraftigt. På valutamarknaderna verkade utvecklingen vara mer varierad. En del asiatiska tillväxtekonomiers valutor – t.ex. thailändska

**Diagram 3 Bidrag till den globala BNP-tillväxten**



Källa: ECB:s beräkningar.  
Anm. Beräkningarna är baserade på IMF World Economic Outlook databas och prognos från oktober 2007.  
1) USA, Japan och euroområdet.  
2) Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.

baht och indiska rupier – apprecierade betydligt i effektiva termer efter starka kapitalinflöden, medan andra valutor var i stort sett stabila eller deprecierade i effektiva termer.

I Kina fortsatte ekonomin att expandera i stark takt förra året. Reala BNP växte med 11,4 % 2007, från 11,1 % 2006, till följd av både en oförminskad inhemsk efterfrågan och ett starkt exportnetto. Inflationstrycket tilltog och KPI-inflationen steg från 2,2 % i januari till 6,5 % i december, främst på grund av högre livsmedelspriser. Den kinesiska renminbin fortsatte att appreciera gradvis mot US-dollar under hela året, även om rörelserna var mer dämpade i effektiva termer. I maj meddelade People's Bank of China att det dagliga fluktuationsband som renminbins växelkurs får röra sig inom gentemot US-dollar skulle breddas från +/- 0,3 % av referenskursen till +/- 0,5 %. Handelsöverskottet fortsatte att öka till sammanlagt 262 miljarder US-dollar 2007 – eller omkring 8 % av BNP – vilket är nästan 50 % högre än överskottet för hela 2006. I denna situation fortsatte valutareserven att växa till totalt 1,5 biljoner US-dollar, eller nära 50 % av BNP, i slutet av 2007.

Den ekonomiska aktiviteten har även varit oförminskad i Latinamerika, även om det finns skillnader i inflation och tillväxt mellan ekonomierna. Bättre makroekonomiska fundamenta, en ytterligare minskning av finansiella sårbarheter, höga råvarupriser och en stark inhemsk efterfrågan fortsatte att stödja de ekonomiska utsikterna. De externa finansieringsvillkoren försämrades efter turbulensen på de globala finansmarknaderna, men i mindre grad än under tidigare perioder av marknadsinstabilitet. I synnerhet ökade spreadarna mellan CDS-kontrakt (credit default swaps), där de underliggande referens-tillgångarna är statsobligationer, även om de fortfarande var små ur ett historiskt perspektiv. När det gäller regionens ledande ekonomier var takten i den ekonomiska expansionen mer måttlig i Mexiko, till följd av ett mindre gynnsamt omvärldsklimat, men robust i Brasilien, medan inflationen var begränsad i

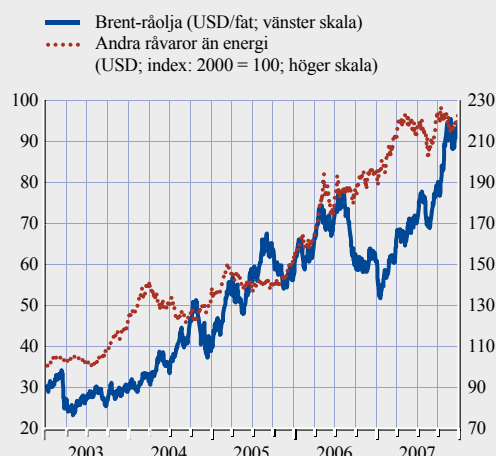
båda länderna. Argentina har fortfarande en hög real BNP-tillväxt och en förhöjd inflation.

#### PRISUTVECKLINGEN PÅ RÅVAROR 2007

Oljepriserna sköt i höjden för fjärde året i rad 2007. Priset på Brentolja steg till omkring 95,6 US-dollar per fat i slutet av november. Oljepriserna var därefter instabila och låg på 94,9 US-dollar/fat i slutet av året, vilket var omkring 17 US-dollar över toppnivåerna i augusti 2006. Uttryckt i euro låg priserna bara omkring 4 euro över nivåerna i augusti 2006 och omkring 40 % över nivån i slutet av 2006. För året som helhet var genomsnittspriset på Brentolja 71 US-dollar/fat, vilket var 9 % över förra årets genomsnitt.

Oljemarknaderna var fortsatt strama under hela året. På utbudssidan sänkte Opec-länderna, Organization of the Petroleum Exporting Countries, sin produktionskvot och faktiska produktion i slutet av 2006, samtidigt som utbudet från länder utanför Opec blev lägre än väntat och därmed inte uppvägs Opec-ländernas minskade produktion. En del produktionsstörningar till följd av orkansäsongen minskade också produktionen tillfälligt. Den globala

Diagram 4 Utvecklingen på råvarumarknaderna



Källor: Bloomberg och HWWI.

efterfrågetillväxten fortsatte att vara relativt stark. En viss svaghet i OECD-ländernas efterfrågan i slutet av året uppvägdes av en stark efterfrågetillväxt i länder utanför OECD. Efterfrågan i de flesta länder utanför OECD, särskilt Kina, var fortsatt stark till följd av en stark ekonomisk utveckling. Efterfrågan på olja främjades dessutom av subventioner på oljeprodukter i många av dessa länder. Lagren i USA och OECD-länderna ökade inte inför vinterhalvåret på norra halvklotet som de brukar. De låga lagernivåerna utlöste en oro över att det inte fanns någon buffert mot eventuella framtida utbudsstörningar (till följd av geopolitiska spänningar och extrema väderförhållanden) i ett läge då marknaderna redan var strama och reservkapaciteten relativt begränsad. Mot årets slut blev priserna alltmer instabila till följd av marknadens uppfattning om en nedgång i USA och i den globala ekonomin, samt en något svagare spekulationsaktivitet. Priserna låg emellertid kvar på höga nivåer, eftersom Internationella energimyndigheten (IEA) bekräftade de positiva utsikterna för den globala oljefterfrågan 2008 tack vare en stark efterfrågetillväxt i länder utanför OECD och antydde att upptäckterna av nya oljeförekomster kunde bli lägre under det kommande decenniet.

Inte bara olja, utan även priserna på andra råvaror, steg markant 2007. Priserna på andra råvaror än energi, mätt av HWWA, Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv, fortsatte att ligga på höga nivåer under större delen av 2007 och låg som högst i mitten av oktober då de också fluktuerade en del. Under årets första hälft fick priser på andra råvaror än energi draghjälp av både kraftiga uppgångar i priserna på industriella råvaror och höjningar av priser på jordbruksvaror som var en följd av stark ekonomisk tillväxt, dåliga skördar och ökad användning av råvaror från jordbruket i produktionen av biobränslen. Under årets andra hälft fortsatte prisuppgången på jordbruksvaror och livsmedel, främst tack vare en stark efterfrågan från Kina, medan priserna på industriella råvaror och i synnerhet icke-

järnmetaller sjönk till följd av den minskade industriproduktionen i OECD-länderna. Totalt sett steg priserna på andra råvaror än energi (i US-dollar) med i genomsnitt ungefär 19 % år 2007, jämfört med året innan.

## 2.2 DEN MONETÄRA OCH FINANSIELLA UTVECKLINGEN

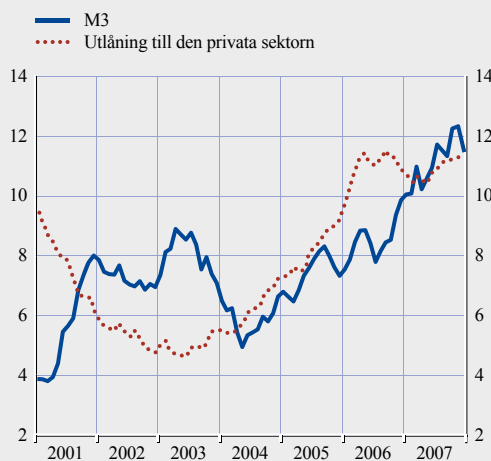
### FORTSATT STARK PENNINGMÄNGDSUTVECKLING

Även 2007 kännetecknades av en stark penningmängds- och kreditutveckling, vilket innebar att den uppgång som har observerats sedan mitten av 2004 fortsatte. Styrkan slår igenom i den fortsatt snabba ökningstakten i både det breda penningmängdsmåttet M3 och utlåningen till den privata sektorn (se diagram 5), som uppgick till 12,0 % respektive 11,1% fjärde kvartalet 2007.

En bred analys av penningmängdsutvecklingen visar att tillväxten i M3 2007 kanske till viss del överdriver den underliggande takten i penningmängdsexpansionen. Skälet är att den relativt flacka avkastningskurvan hade en stimulerande inverkan, eftersom den gjorde kortfristig MFI-inlåning mer attraktivt

Diagram 5 M3 och utlåning till den privata sektorn

(årliga procentuella förändringar; säsongrensat och kalenderkorrigerat)



Källa: ECB.

än mer långfristig inlåning och värdepapper. Den starka tillväxten i M3 kan därför i viss utsträckning ha drivits av en spekulativ efterfrågan på monetära tillgångar. Höjningarna av ECB:s styrräntor sedan december 2005 har samtidigt fortsatt att ha en tydlig inverkan på penningmängds- och kreditutvecklingen. Effekterna av höjningarna av de korta räntorna på penningmängdsdynamiken märktes till exempel i nedgången i den årliga ökningstakten i både M1 och lån till hushållssektorn.

Oron på finansmarknaderna under andra hälften av 2007 verkar hittills ha haft en begränsad inverkan på utvecklingen i det breda penningmängdsmåttet. En del av M3:s komponenter och motposter har dock påverkats, framför allt komponenter som har haft en nära koppling till de spänningar som har uppstått på penningmarknaden, såsom emissioner av andelar i penningmarknadsfonder och monetära finansinstituts räntebärande värdepapper. Någon mer omfattande omplacering av medel till monetära tillgångar på grund av ökad riskaversion inom den icke-finansiella privata sektorn till följd av den finansiella oron tycks emellertid – åtminstone inte hittills – ha ägt rum. Detta bekräftas av den detaljerade analysen av M3:s komponenter och motposter nedan.

### KOMPONENTER I M3 PÅVERKADES AV FLACK AVKASTNINGSKURVA

På komponentsidan sjönk den årliga tillväxten i M1 ytterligare till 4,1 % i slutet av 2007, vilket var klart under den tvåsiffriga tillväxten mellan 2003 och slutet av 2005 innan ECB höjde styrräntorna. Nedgången gällde båda M1:s komponenter, dvs. dagslån och utelöpande sedlar och mynt. Tillväxten i M1 under 2007 påverkades främst av två krafter som uppvägede varandra. Å ena sidan hade stigande alternativkostnader för innehav som ingår i M1 på grund av räntehöjningarna sedan december 2005 en dämpande inverkan. Å andra sidan ökade den transaktionsrelaterade efterfrågan på innehav som ingår i M1 på grund av den fortsatt starka ekonomiska aktiviteten och kanske även en önskan om att

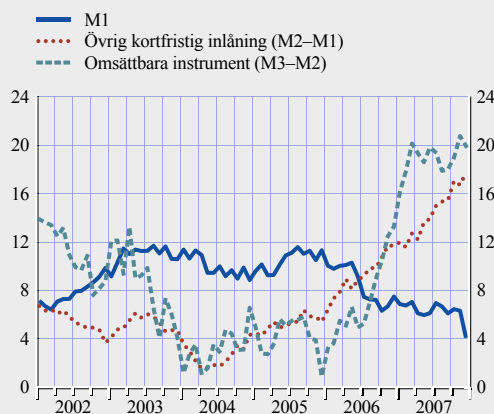
ha en buffert mot bakgrund av den senaste tidens oro på finansmarknaderna.

Den ökning av årstakten för annan kortfristig inlåning än dagslån (M2-M1) som har observerats sedan mitten av 2004 fortsatte under 2007 och låg i december på 17,8 % (se diagram 6). Bidraget från denna typ av kortfristig inlåning till den årliga tillväxten i M3 ökade till 6,6 procentenheter i december 2007, vilket gjorde den till den viktigaste faktorn bakom den starka totala penningmängdsexpansionen och till penningmängdsutvecklingen på senare tid. Det fanns emellertid skillnader i utveckling mellan de olika delkomponenterna. Samtidigt som inflödet till kortfristig tidsbunden inlåning (dvs. inlåning med överenskommen löptid upp till 2 år) var starkt och ökade i en årstakt på 41,4 % i december 2007, jämfört med 27,2 % i december 2006, fortsatte nämligen inlåning med upp till 3 månaders uppsägningstid att sjunka med 3,6 % fram till december 2007, efter att ha haft en låg tillväxttakt i slutet av 2006.

Räntorna på kortfristig tidsbunden inlåning har i stort sett följt de stigande korta penningmarknadsräntorna (se diagram 7).

Diagram 6 M3:s huvudkomponenter

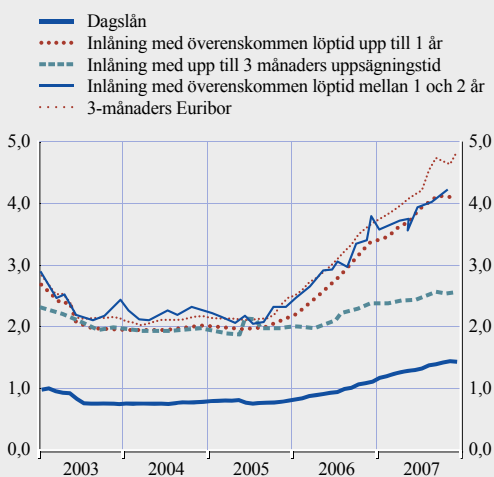
(årliga procentuella förändringar; säsongrensat och kalenderkorrigerat)



Källa: ECB.

**Diagram 7 MFI-räntor på kortfristig inlåning och en penningmarknadsränta**

(procent per år)



Källa: ECB.

Skillnaden jämfört med räntorna på kortfristig sparande och dagslån har alltså blivit större, eftersom räntorna på dessa typer av inlåning har ökat långsammare och i måttligare omfattning, vilket överensstämmer med det historiska utvecklingsmönstret. Detta har främjat omplaceringar från M1 och sparande till tidsbunden inlåning. Den relativt flacka avkastningskurvan ledde dessutom till att kortfristig inlåning blev mer attraktivt än mer riskfyllda tillgångar med längre löptid som inte ingår i M3, eftersom sådan inlåning snabbare kan omsättas till betalningsmedel och medför lägre risk till låg kostnad i termer av avkastning. Detta föranledde även omplaceringar från mer långfristiga tillgångar.

Efter att redan ha stigit betydligt under 2006 ökade årstakten för omsättbara instrument (M3-M2) ytterligare under 2007 till 19,9 % i december, jämfört med 13,3 % i december 2006. Detta berodde i hög grad på den relativt flacka avkastningskurvan i euroområdet som uppmuntrade omplaceringar till mer kortfristiga monetära tillgångar. Bidraget från dessa instrument till årstakten i M3

blev därför relativt stort och uppgick till 2,7 procentenheter i december 2007.

En granskning av delkomponenternas rörelser visar emellertid att utvecklingen gick i olika riktning före respektive efter utbrottet av oro på finansmarknaderna. För andelar i penningmarknadsfonder steg till exempel årstakten stadigt fram till juli 2007. En del penningmarknadsfonder hade exponeringar mot marknaden för strukturerade krediter för att öka sin avkastning och därmed överträffa sin benchmarkränta på penningmarknaden. I samband med den finansiella oron var utflödena från andelar i penningmarknadsfonder särskilt stora i augusti och september och även i december, vilket ledde till en långsammare årstakt. Utflödena berodde förmodligen på en allmän riskaversion mot sådana fonder, eftersom investerarna verkade känna sig osäkra på vilka risker enskilda fonder hade tagit i form av exponeringar mot värdepapper med bakomliggande tillgångar vid en tidpunkt då priset på sådana instrument var instabilt och svårbedömt. Samtidigt med de desinvesteringar som observerades beträffande andelar i penningmarknadsfonder noterades starka inflöden för monetära finansinstituts kortfristiga räntebärande värdepapper. Mellan augusti och november ökade innehavarsektorns innehav av sådana värdepapper i den högsta takten sedan starten av etapp tre av EMU, vilket försåg MFI-sektorn med finansiering.

#### **HUSHÅLLENS PENNINGINNEHAV ÖKADE STARKT**

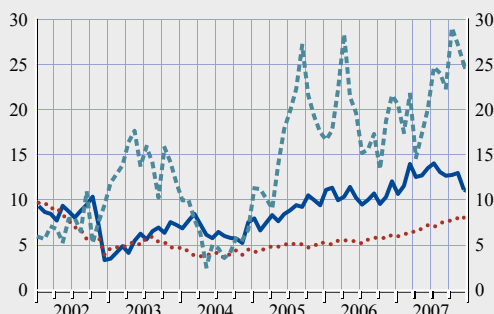
Det bredaste aggregatet av M3-komponenter för vilka det finns tillgänglig statistik uppdelad på innehavarsektor är kortfristig inlåning plus repoavtal (hädanefter kallat "M3-inlåning"). M3-inlåning som innehas av hushållssektorn, som är den sektor som bidrar mest till den totala tillväxten i M3-inlåning, steg i en årstakt på 8,1 % i december 2007 (se diagram 8). Den uppgång som har observerats sedan mitten av 2004 fortsatte därmed och understöddes av inkomst- och förmögenhetsökningar, samt av högre räntor på M3-inlåning. Den starka tillväxten i hushållens M3-inlåning



**Diagram 8 Sektorvis M3-inlåning**

(årlig procentuell förändring; icke säsong- eller kalenderkorrigerat)

- Icke finansiella företag
- ..... Hushåll
- - - - - Andra finansinstitut



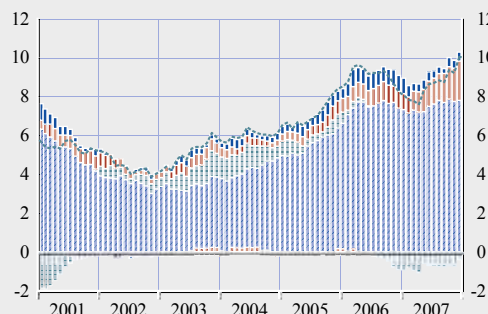
Källa: ECB.

Anm. Den uppgiftslämnande sektorn omfattar monetära finansinstitut utom Eurosystemet och staten. M3-inlåning inkluderar kortfristig upplåning och repoavtal.

**Diagram 9 Kreditgivning till hemmahörande i euroområdet**

(årliga procentuella förändringar; bidrag i procentenheter)

- Aktier och andra ägarandelar
- ..... Den privata sektorns utgivning av andra räntebärande värdepapper än aktier
- - - - - Den offentliga sektorns utgivning av andra räntebärande värdepapper än aktier
- ▨ Utlåning till den privata sektorn
- ▨ Lån till offentliga sektorn
- - - - - Kreditgivning till hemmahörande i euroområdet



Källa: ECB.

Anm. Den uppgiftslämnande sektorn omfattar MFI exklusive Eurosystemet.

bekräftar således styrkan i den underliggande penningmängdsutvecklingen.

När det gäller M3-inlåning som innehas av icke-finansiella företag fortsatte den ökning i årstakten som har observerats sedan slutet av 2004 under första hälften av 2007, för att sedan plana ut och sluta på 11,1 % i december 2007. Företagens starka efterfrågan på likvida tillgångar under 2007 låg helt i linje med den starka lönsamheten och stadiga (nuvarande och planerade) företags investeringar. M3-inlåning som innehas av övriga finansinstitut, vilket inte inkluderar försäkringsföretag och pensionsinstitut, ökade i en årstakt på 25,0 % i december 2007. Uppgången berodde i viss utsträckning på ökningen av interbanklån mot säkerhet via elektroniska handelsplattformar, eftersom ett minskat förtroende bland motparterna i samband med oron på finansmarknaderna fick marknadsdeltagarna att föredra interbanklån mot säkerhet framför lån utan säkerhet. Uppgången berodde också delvis på att en del investeringsfonder behövde större buffertar

av likvida medel och på att inlåningen steg under fjärde kvartalet 2007 i samband med att flera monetära finansinstitut förvärvade ett monetärt finansinstitut i euroområdet via ett icke-monetärt finansinstitut.

#### **KREDITGIVNINGEN TILL DEN PRIVATA SEKTORN ÖKADE STARKT**

Efter att ha ökat både 2004 och 2005 stabiliserades årstakten i monetära finansinstituts utlåning till hemmahörande i euroområdet under 2006. Årstakten var fortsatt stark under 2007 och låg på 9,3 % fjärde kvartalet (se diagram 9). De monetära finansinstituten starka utlåningsaktivitet berodde på att kreditgivningen till den privata sektorn ökade snabbt, medan kreditgivningen till den offentliga sektorn minskade.

De monetära finansinstituten minskade närmare bestämt sina lån till den offentliga sektorn något, samtidigt som de på nettobasis gjorde sig av med ganska betydande innehav av räntebärande värdepapper utgivna av den offentliga sektorn. Innehaven av värdepapper utgivna av den offentliga sektorn minskade

på årsbasis med 5,0 % fjärde kvartalet 2007. Denna utveckling har – med några korta avbrott – pågått sedan mitten av 2006 och är typisk för perioder med stigande korta räntor och finansieringskostnader.

Den årliga ökningstakten i monetära finansinstituts utlåning till den privata sektorn steg gradvis under perioden 2004–2005 för att därefter stabiliseras på en hög nivå 2006. Årstakten var fortsatt stark under 2007 och låg på omkring 11,5 %. Lån till den privata sektorn utgjorde fortfarande den största andelen av de monetära finansinstituts kreditgivning under 2007. Samtidigt ökade de monetära finansinstituts köp av andra värdepapper än aktier.

Den årliga ökningstakten i monetära finansinstituts utlåning till den privata sektorn låg på 11,1% fjärde kvartalet 2007, efter att ha rört sig kring denna höga nivå sedan mitten av 2006 tack vare en stark ekonomisk aktivitet och gynnsamma kreditkrav som har gynnat låneutvecklingen. Samtidigt har stigande bankräntor till följd av ECB:s styrräntehöjningar efter december 2005 dämpat den privata sektorns kreditefterfrågan.

Även om utlåningen till den privata sektorn ökade i stark takt fanns det skillnader i utveckling mellan olika sektorer. Medan årstakten i utlåningen till hushåll sjönk under 2007, och därmed fortsatte den trend som har observerats sedan början av 2006, steg årstakten i utlåningen till finansiella och icke-finansiella företag.

Den långsammare årliga ökningstakten i utlåningen till hushåll berodde främst på att bolåneutvecklingen avtog, vilket i sin tur var en följd av sjunkande bostadspriser och svagare aktivitet på bostadsmarknaderna i flera euroländer, samt av gradvis stigande bolåneräntor i hela euroområdet de senaste kvartalen.

Den årliga ökningstakten för MFI-lån till icke-finansiella företag steg under 2007 till en mycket hög nivå jämfört med de senaste tre decennierna. Under årets första hälft främjades

efterfrågan på lån av en stark ekonomisk tillväxt och fusions- och förvärvsaktivitet och av gynnsamma kreditvillkor. I samband med oron på finansmarknaderna under andra halvåret 2007 gav de monetära finansinstituts omfattande utlåning till den privata icke-finansiella sektorn upphov till frågan om bankernas hantering av sina balansräkningar under den finansiella turbulensen gav en skev bild av det redovisade låneflödet till hushåll och icke-finansiella företag. Tillgänglig information om de lånevolymer som monetära finansinstitut hade lyft ur sina balansräkningar tydde på att bankerna hade kunnat fortsätta att lyfta ur lån ur sina balansräkningar andra halvåret 2007, om än i något långsammare takt. Detta tydde på att flödet av MFI-lån till denna sektor fortfarande underskattades i rapporterade data.

Att lånevolymer var så stora 2007 verkar därför bero på flödet av finansiering från banker till icke-finansiella företag och hushåll och inte på att den finansiella oron ledde till en återföring av lån till balansräkningarna, vilket förmodligen svarade för en obetydlig andel av ökningen av MFI-lån. Uppfattningen att bankernas kreditgivning påverkades avsevärt av oron 2007 stöds alltså inte av tillgängliga data. Stramare kreditgivningsvillkor kan däremot ha spelat en roll, vilket framgår av två enkätundersökningar om bankernas utlåning för tredje och fjärde kvartalet som pekar på att kreditkraven för företag skärptes betydligt, särskilt beträffande lån till större företag och lån med längre löptider. Icke-finansiella företag kan samtidigt ha kunnat fortsätta att låna via godkända kreditlimiter till villkor som överenskomms före den finansiella oron.

Den årliga ökningstakten för lån till övriga finansinstitut steg markant under 2007. Under årets första hälft verkar de monetära finansinstituts utlåning till övriga finansinstitut i första hand ha drivits av efterfrågan från investeringsfonder och efterfrågan på bryggfinansiering i samband med värdepapperiseringar. Under årets andra hälft påverkades låneefterfrågan bl.a. av uppköpet av ett monetärt finansinstitut och investeringsfondernas portföljförvaltning, samt av den finansiella oro som berodde på utnyttjandet av kreditlimiter till s.k.

conduits och SIV (structured investment vehicles) och monetära finansinstituts ökade preferens för interbankutlåning mot säkerhet via elektroniska handelsplattformar.

Under 2007 beviljade monetära finansinstitut krediter till den privata sektorn genom att öka sina innehav av värdepapper utgivna av företagssektorn, framför allt genom köp av räntebärande värdepapper i stället för genom köp av aktier och andra ägarandelar. Merparten av de värdepapper som köptes 2007 hade lång löptid. Den betydande ökningen av dessa värdepappersinnehav, särskilt innan den finansiella oron bröt ut, berodde på värdepapperiseringarna av lån i vissa euroländer och den ökande finansiella integrationen i euroområdet, som leder till att monetära finansinstitut i ett euroland köper instrument som värdepapperiserar bostadslån i andra euroländer i stället för att investera direkt i dessa bostadsmarknader. I slutet av 2007 köpte monetära finansinstitut dessutom stora mängder räntebärande värdepapper i samband med uppköpet av ett monetärt finansinstitut som genomfördes via ett finansieringsbolag som tillhör sektorn ”övriga finansinstitut”. I samband med den finansiella oron kan monetära finansinstitut emellertid ha köpt instrument med anknytning till tidigare värdepapperiserade lån och därmed ha återfört en del av sina låneportföljer.

När det gäller M3:s övriga motposter sjönk årstakten i monetära finansinstituts långfristiga finansiella

skulder (exklusive eget kapital) som innehas av innehavarsektorn av till 7,8 % i december 2007, jämfört med 9,7 % i slutet av 2006. Fram till mitten av 2007 steg dock denna takt för att sedan gradvis försvagas, både för långfristig inlåning och för monetära finansinstituts räntebärande värdepapper. Detta överensstämmer med att innehavarsektorn har ändrat sina preferenser (till förmån för kortare löptider) och kan i viss utsträckning bero på att värdepapperiseringarna har minskat, eftersom de ofta äger rum i samband med uppbyggnaden av långfristig inlåning.

MFI-sektorns nettoställning gentemot utlandet hade en volatil utveckling under 2007. Stora kapitalinflöden första kvartalet 2007 ledde till att det årliga inflödet uppgick till rekordhöga 340 miljarder euro i mars när finansmarknadsaktörerna uppfattade investeringsmöjligheterna i euroområdet som gynnsamma i ett läge med låg volatilitet och gott om likviditet på finansmarknaderna. Under återstoden av året minskade det årliga inflödet till 17 miljarder euro i december, då investeringspositionerna upphörde att vara lönsamma och därför delvis avvecklades (för en ingående analys av MFI-sektorns utlandsställning, se ruta 1). Den monetära uppställningen av betalningsbalansen visar att de årliga inflödena till monetära finansinstituts nettoställning gentemot utlandet huvudsakligen beror på icke-hemmahörande investerares placeringar i euroområdets räntebärande värdepapper.

## Ruta 1

### MONETÄRA FINANSINSTITUTS NETTOTILLGÅNGAR GENTEMOT UTLANDET OCH DERAS INVERKAN PÅ PENNINGMÄNGDSUTVECKLINGEN

De monetära finansinstitutens nettoställning gentemot utlandet är ett mått på transaktioner mellan euroområdets innehavarsektor och dess motparter utanför euroområdet som avvecklas via hemmahörande monetära finansinstitut. Nettoställningen gentemot utlandet är en av motposterna till det breda penningmängdsmåttet M3 och har ibland en stor inverkan på penningmängdsutvecklingen i euroområdet. Till skillnad från större delen av 2006 observerades under 2007 markanta rörelser i flödet på årsbasis i nettoställningen gentemot utlandet, med

en stark ökning i slutet av 2006 och början av 2007, och en nedgång under årets andra hälft. Mellan oktober 2006 och april 2007 speglade dessa rörelser årsflödet till M3, men detta var inte längre fallet mellan maj 2007 och oktober 2007 (se diagram A). I denna ruta görs en genomgång av utvecklingen när det gäller monetära finansinstituts nettotillgångar gentemot utlandet och möjliga förklaringar.

### Några begreppsfrågor

Frågan om huruvida utvecklingen i monetära finansinstituts nettoställning gentemot utlandet påverkar M3 eller inte beror på hur euroområdet innehavarsektorer, t.ex. hushåll eller icke-

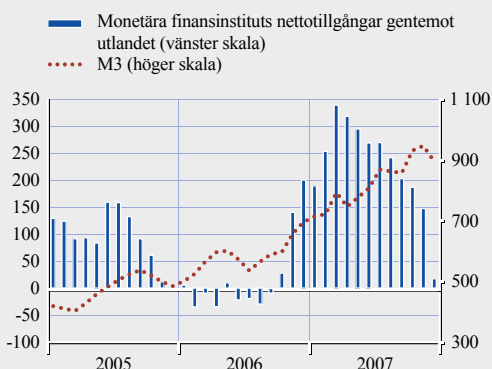
finansiella företag, finansierar sina transaktioner med omvärlden.<sup>1</sup> Säg till exempel att ett hushåll i euroområdet köper en obligation från ett utländskt företag hemmahörande i USA. Om transaktionen genomförs via ett konto i ett monetärt finansinstitut medför den en minskning av MFI-sektorns nettotillgångar gentemot utlandet, eftersom det kreditinstitut i euroområdet som svarar för transaktionen antingen minskar sina fordringar på korrespondentbanken i USA eller gör en deponering hos den amerikanska korrespondentbanken. Effekten på M3 är emellertid inte entydig. Om köpet å ena sidan finansieras med hjälp av den avistainlåning som hushållet håller hos sitt kreditinstitut kommer det att få en dämpande inverkan på M3 eftersom M1-komponenten minskar. Om transaktionen däremot finansieras med ett lån som banken beviljar hushållet kommer den inte att påverka M3, men det kommer att ske en förändring i sammansättningen av M3:s motposter.<sup>2</sup>

Om ett utländskt företag köper ett värdepapper från ett företag i eurorådets innehavarsektor och betalar genom att göra en överföring från sitt bankkonto i ett monetärt finansinstitut i euroområdet till ett bankkonto som innehas av företaget i euroområdet, kommer M3 omvänt att öka eftersom det innebär att eurorådets MFI-sektors nettotillgångar gentemot utlandet ökar.

Den ”monetära uppställningen av betalningsbalansen” är ett viktigt hjälpmedel för att utreda vilka faktorer som ligger bakom rörelserna i MFI-sektorns nettoställning gentemot utlandet. I den monetära uppställningen kopplas betalningsbalansstatistiken till MFI-sektorns balansräkningsstatistik, vilket gör det möjligt att slå fast om det är eurorådets innehavarsektorer eller hemmahörande utanför euroområdet som står bakom kapitalflöden som ger upphov till förändringar i nettoställningen gentemot utlandet, och om de beror på handel med varor och tjänster eller på direkt- och portföljinvesteringar.

**Diagram A Monetära finansinstituts nettotillgångar gentemot utlandet och M3-tillväxt**

(årliga flöden i miljarder euro)



Källa: ECB.

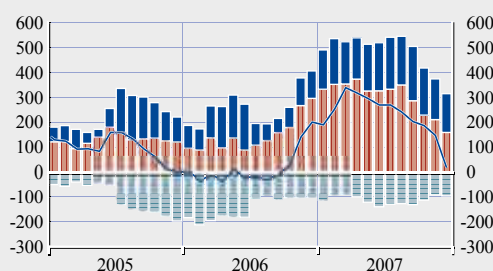
1 En analys av den monetära utvecklingen måste beakta att bara transaktioner mellan eurorådets innehavarsektor, å ena sidan, och banker och hemmahörande utanför euroområdet, å andra sidan, har en direkt inverkan på penningmängden. Transaktioner mellan eurorådets icke-MFI innebär bara att pengar cirkulerar inom innehavarsektorn och påverkar inte den totala penningmängden i euroområdet. Detta är fallet om privata transaktioner finansierades genom en utväxling av aktier.

2 Det bör understrykas att vissa transaktioner som påverkar de monetära finansinstituten nettotillgångar gentemot utlandet inte har någon som helst inverkan på varken penningmängd eller kreditgivning. Ett kreditinstitut som säljer en statsobligation från euroområdet till en utlänning kommer t.ex. påverka MFI-sektorns nettotillgångar gentemot utlandet (ökning) och kreditgivningen till den offentliga sektorn (minskning), men inte påverka M3.

### Diagram B Fördelning av kapitalflöden i innehavarsektorn och monetära finansinstituts nettotillgångar gentemot utlandet

(årliga flöden i miljarder euro)

- Portföljinvesteringar i aktier, netto
- Portföljinvesteringar i räntebärande värdepapper, netto
- Direktinvesteringar, netto
- Monetära finansinstituts nettotillgångar gentemot utlandet

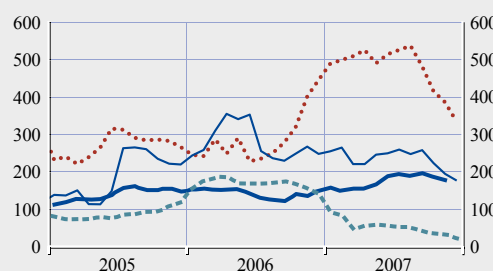


Källa: ECB.

### Diagram C Fördelning av portföljinvesteringsflöden

(årliga flöden i miljarder euro)

- Portföljinvesteringar i räntebärande värdepapper utomlands
- Portföljinvesteringar i räntebärande värdepapper i euroområdet
- Portföljinvesteringar i aktier utomlands
- Portföljinvesteringar i aktier i euroområdet



Källa: ECB.

### Orsaker till utvecklingen i MFI-sektorns nettotillgångar gentemot utlandet sedan slutet av 2006

Den monetära uppställningen av betalningsbalansen tyder på att förbättringen av MFI-sektorns nettoställning gentemot utlandet mellan slutet av 2006 och våren 2007 främst berodde på portföljinvesteringar i euroområdets tillgångar – framför allt i räntebärande värdepapper men även i aktier (se diagram B).<sup>3</sup>

#### Räntebärande värdepapper

En granskning av kapitalflödena tyder på att det ökade flödet av monetära finansinstituts nettotillgångar gentemot utlandet på årsbasis i första hand berodde på ökade utländska investeringar i euroområdet och inte på att hemmahörande i euroområdet repatrierade medel från utlandet. Utländska investerare har gjort stora portföljinvesteringar i euroområdets räntebärande värdepapper sedan mitten av 2006. I april 2007 var flödena på årsbasis rekordhög och låg därefter kvar på förhöjda nivåer fram till tredje kvartalet 2007 (se diagram C). Detta kan bero på att investeringsklimatet i euroområdet var gynnsamt för utländska finansmarknadsaktörer, eftersom det kännetecknades av låg volatilitet och gott om likviditet på finansmarknaderna. Den starka efterfrågan från icke-hemmahörande på euroområdets räntebärande värdepapper i ett läge då den offentliga sektorn i euroområdet hade minskat sin utgivning, uppvägdes till stor del av monetära finansinstituts försäljning av statliga värdepapper.

Under årets andra hälft kan vissa investeringspositioner ha förlorat sin attraktionskraft i samband med den finansiella oron och den ändrade prissättningen av risk. Dessutom kan investerare utanför euroområdet ha behövt likvida medel för andra transaktioner och därför ha avstått från att öka sina investeringar i euroområdet. Samtidigt lockade gynnsamma investeringsmöjligheter i resten av världen hemmahörande i euroområdet att göra investeringar. Detta märktes i den

<sup>3</sup> För mer information om den monetära uppställningen av euroområdets betalningsbalans, se rutan "Monetär framställning av euroområdets betalningsbalans" i ECB:s månadsrapport för juni 2003.

gradvisa ökningen av årsflödet när det gäller portföljinvesteringar av euroområdet investerare i utländska räntebärande värdepapper. Sådana investeringar blev alltmer attraktiva i takt med eurons appreciering. Eftersom utländska investeringar i räntebärande värdepapper i euroområdet var i stort sett oförändrade fram till augusti 2007 för att sedan sjunka rejält, och investeringar av hemmahörande i euroområdet i utlandet var mer eller mindre stabila, försvagades flödet på årsbasis i monetära finansinstituts nettoställning gentemot utlandet under årets andra hälft.

### Aktier och utländska direktinvesteringar

När det gäller portföljinvesteringar i aktier var utlänningars investeringar i euroområdet ganska stabila, om än på en mycket lägre nivå än investeringarna i räntebärande värdepapper, och trots att de sjönk något mot slutet av året. Investeringar av euroområdets icke-MFI i utlandet har däremot minskat stadigt. I slutet av 2006 och början av 2007 visade kvalitativ information att internationella investerare hade en positiv syn på euroområdets aktiemarknader och att deras förväntningar på bolagsvinsterna i euroområdet var positiva. Fram till mitten av 2007 pekade portföljinvesteringarna i aktier på starkare inflöden på årsbasis till MFI-sektorns nettoställning gentemot utlandet, som uppvägdes av en dämpande inverkan från direktinvesteringarna. Under fjärde kvartalet 2007 vände emellertid utvecklingen delvis, när de årliga inflödena i portföljinvesteringar i aktier minskade något, men uppvägdes av minskade nettoutflöden i direktinvesteringar.

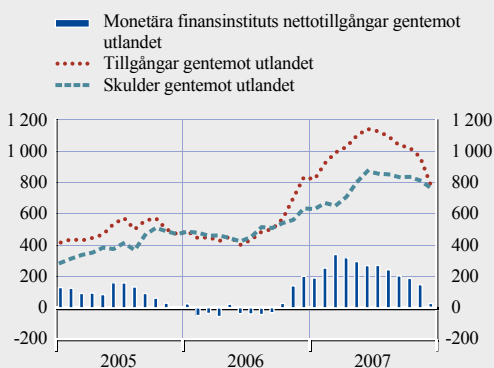
De starka rörelserna i MFI-sektorns nettotillgångar gentemot utlandet sedan slutet av 2006 motsvaras av en lika uttalad utveckling i euroområdets MFI-sektors bruttotillgångar (och skulder) gentemot utlandet. Detta markerar en förändring jämfört med den tidigare relativt stadiga förstärkningen (se diagram D). Att bruttoställningarna ökade samtidigt berodde främst på att MFI-sektorns kreditgivning till resten av världen ökade snabbt, vilket ökade euroområdets MFI-sektors inlåning gentemot hemmahörande utanför euroområdet.

Att bruttotillgångar och bruttoskulder gentemot utlandet ökade samtidigt på detta sätt kan bero på ökad finansiell integration. En följd av denna kan vara att transaktioner mellan monetära finansinstitut – t.ex. att ett monetärt finansinstitut i ett euroland lånar ut medel till ett monetärt finansinstitut i ett annat euroland – allt oftare kanaliseras via ett finansiellt centrum utanför euroområdet. En annan möjlighet är att kreditinstitut i euroområdet, t.ex. penningmarknadsfonder, agerar uteslutande för utländska moderbolags räkning. Om dessa institut bara tar emot medel från resten av världen och bara investerar dem på moderbolagets hemmamarknad figurerar hela deras verksamhet bara under utländska tillgångar och skulder i den konsoliderade balansräkningen för MFI-sektorn.

Att bruttoställningarna gentemot utlandet har ökat starkt får inga omedelbara effekter för nettoställningarna gentemot utlandet. Det kan däremot leda till att stora mängder likviditet snabbt kan flyttas, vilket på kort sikt kan få flödena i de monetära finansinstituten

**Diagram D Förändringar i tillgångar och skulder gentemot utlandet, brutto**

(årliga flöden i miljarder euro)



Källa: ECB.

nettoställning gentemot utlandet att förändras avsevärt i fråga om omfattning och riktning. Detta gör i sin tur att den monetära utvecklingen i euroområdet blir mer exponerad för yttre krafter.

### Slutsatser

MFI-sektorns nettoställning gentemot utlandet har kännetecknats av stora rörelser sedan slutet av 2006, med ett årligt nettoinflöde i mars 2007 som var större än under perioden av portföljförändringar mellan 2001 och 2003. Utvecklingen i nettoställningen gentemot utlandet fram till våren 2007 hade, åtminstone ur ett redovisningsmässigt perspektiv, ett tydligt inflytande på tillväxtmönstret i M3. Euroområdets innehavarsektors transaktioner med omvärlden kommer förmodligen att öka i omfattning i takt med att världens finansmarknader blir alltmer integrerade. Med tanke på att det finns många drivkrafter och upphovsmän till sådana transaktioner kommer en närmare analys av utvecklingen i nettotillgångarna gentemot utlandet att bli en viktig utmaning inom ramen för ECB:s monetära analys.

### FINANSIELL ORO LEDDE TILL SPÄNNINGAR PÅ PENNINGMARKNADERNA

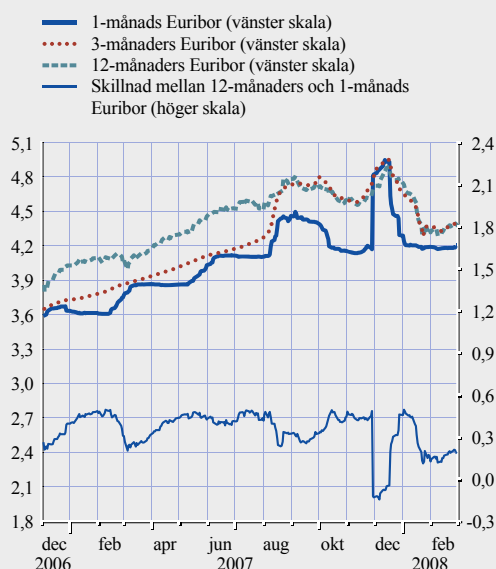
Penningmarknadsräntorna steg över alla löptider under 2007. Under årets första hälft följde uppgången höjningarna av ECB:s styrräntor. Penningmarknadsräntorna på utlåning utan säkerhet fortsatte att stiga kraftigt under årets andra hälft efter turbulensen på penning- och finansmarknaderna. Ränteskillnaden mellan penningmarknadsräntorna på utlåning utan respektive mot säkerhet ökade över alla löptider, med undantag för mycket kortfristiga kontrakt. Även om dessa ränteskillnader har minskat låg de i början av 2008 fortfarande på förhöjda nivåer.

ECB-rådet höjde styrräntorna med 25 punkter i både mars och juni 2007, så att marginalräntan, den lägsta anbudsräntan och inlåningsräntan hamnade på 5 %, 4 % respektive 3 % (se diagram 1). Under återstoden av 2007 och i början av 2008 var ECB:s styrräntor oförändrade. Efter en stadig uppgång under årets första hälft i takt med förväntningarna om att ECB skulle höja styrräntor ytterligare, steg penningmarknadsräntorna på lån utan säkerhet rejält från den 9 augusti och framåt, när oron över bankernas exponering mot förluster knutna till amerikanska subprimelån och komplicerade derivatinstrument ledde till spänningar på penning- och finansmarknaderna (se diagram 10). Räntorna var högst i mitten av december när underliggande spänningar på interbankmarknaden förvärrades av osäkerhet i samband med årsskiftet. Den

29 februari 2008 låg 1-månads, 3-månaders och 12-månaders Euribor på 4,20 %, 4,38 % respektive 4,38 %, vilket var 57, 66 och 35 punkter högre än den 2 januari 2007. Interbankräntorna på utlåning mot säkerhet sjönk däremot efterhand från början av augusti och framåt när marknaderna skrev ned sina förväntningar om räntebanan för ECB:s styrräntor.

Diagram 10 Penningmarknadsräntor

(procent per år; dagliga uppgifter)



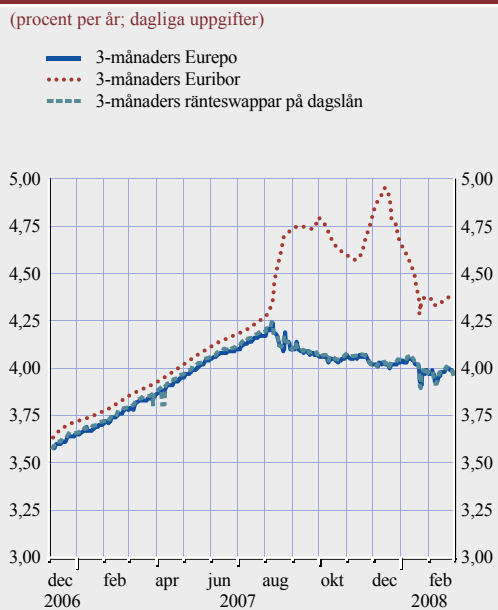
Källor: ECB och Reuters.

Den stora uppgången i penningmarknadsräntor på utlåning utan säkerhet ledde till att skillnaden mellan penningmarknadsräntor på utlåning utan respektive mot säkerhet ökade betydligt, framför allt beträffande löptider från 1 månad och mer (se diagram 11). Dessa ränteskillnader låg kvar på förhöjda nivåer under årets sista månader. Ränteskillnaden mellan 3-månaders Euribor och 3-månaders Eurepo (ett index för den privata sektorns repoavtal) uppgick som mest till 93 punkter den 17 december, vilket berodde på de särskilda spänningar som observerades i slutet av året. Även om ränteskillnaden senare har minskat – till 43 punkter den 29 februari 2008 – var den fortfarande förhöjd jämfört med genomsnittsnivån på omkring 7 punkter första halvåret 2007.

Lutningen på penningmarknadens avkastningskurva – mätt som skillnaden mellan 12-månaders och 1-månaders Euribor – var ganska instabil under 2007 och fluktuerade mellan –15 och 50 punkter. Den 29 februari 2008 uppgick skillnaden till 18 punkter, jämfört med 40 punkter den 2 januari 2007 (se diagram 10). Lutningen på penningmarknadens avkastningskurva bör emellertid tolkas med viss försiktighet, eftersom skillnaderna mellan Euriborräntorna på utlåning utan säkerhet och räntorna på utlåning mot säkerhet (t.ex. Eureporäntorna) historiskt sett var ovanligt stora under årets andra hälft för alla utom mycket korta löptider, vilket var en följd av turbulensen på penningmarknaderna sedan augusti 2007.

De implicita räntorna i 3-månaders Euribor-futures för 2008 steg under 2007. Även detta måste emellertid tolkas med försiktighet eftersom Euriborräntorna steg kraftigt i samband med spänningarna på penningmarknaderna,

**Diagram 11 3-månaders Eurepo, Euribor och ränteswappar på dagslån**



Källor: ECB och Reuters.

vilket förmodligen påverkar tillförlitligheten hos dessa räntors signaler om ränteförväntningarna. Den 29 februari 2008 låg de implicita räntorna i 3-månaders futures med förfall i mars, juni och september 2008 på 4,36 %, 4,05 % respektive 3,71 %, dvs. 33 och 6 punkter högre samt 27 punkter lägre än den 2 januari 2007.

Under första halvåret 2007 minskade den implicita volatilitet som kan utläsas ur optioner på 3-månaders Euribor-futures. Den implicita volatiliteten ökade emellertid betydligt från augusti och framåt när spänningarna på penning- och finansmarknaderna tilltog (se ruta 2).

## Ruta 2

### VOLATILITETEN I PENNINGMARKNADSRÄNTORNA UNDER 2007

En analys av utvecklingen på penningmarknaden under 2007 måste inte bara beakta själva räntenivån (vilket görs i huvudtexten) utan även räntornas volatilitet. Särskilt två saker är relevanta i detta sammanhang: i) hur penningpolitiska beslut påverkar penningmarknaderna och ii) hur väl marknaden



fungerar, framför allt vad gäller transmissionen av penningpolitiska signaler från korta till långa räntor.

Beträffande det förstnämnda försöker centralbankerna se till att deras agerande och uttalanden inte skapar onödigt osäkerhet (t.ex. genom att bidra till ett ökat informationsbrus (noise) i ekonomin), vilket normalt skulle slå igenom i högre volatilitet på finansmarknaderna.

När det gäller det andra ger en analys av volatiliteten insikt i penningmarknadernas mikrostruktur och hur effektivt de fungerar.<sup>1</sup>

Om volatiliteten i räntor med bestämda löptider jämförs med den genomsnittliga volatiliteten

för alla löptider kan centralbanken till exempel upptäcka atypiska rörelser inom vissa segment av penningmarknaden, vilka i sin tur kan bero på ofullkomligheter i marknadens struktur och försvåra en effektiv transmission av penningpolitiska impulser.

En analys av volatiliteten i penningmarknadsräntorna under 2007 kan därför kasta ljus över konsekvenserna av den finansiella oro som observerades från och med augusti 2007. I denna ruta ligger fokus på utvecklingen inom det segment av interbankmarknaden där transaktioner sker utan säkerhet, vilket var det segment som påverkades mest av den finansiella oron. De volatilitetsmått som används har beräknats på grundval av dagslåneräntan, 1-månadersräntan, 3-månadersräntan, 6-månadersräntan och 12-månadersräntan på interbankinlåning, samt 3-månaders Euribor (för vilka det finns olika derivatkontrakt).<sup>2</sup>

### Utvecklingen av volatiliteten i penningmarknadsräntan under 2007

Diagram A visar hur den historiska realiserade volatiliteten i dagslåneräntan utvecklades under 2007. Mellan januari och mitten av juli var den realiserade volatiliteten relativt begränsad och låg ungefär på samma nivåer som de senaste åren. Volatiliteten uppvisade det normala mönstret med återkommande uppgångar under vissa perioder, nämligen under dagarna mellan den sista huvudsakliga refinansieringstransaktionen och den sista dagen i uppfyllandeperioden.

Efter den ökade volatilitet som observerades på de flesta finansmarknader i slutet av juli noterades växande spänningar på penningmarknaden i början av augusti, då osäkerheten om bankernas potentiellt stora förluster på placeringarna på amerikanska subprimemarknader och i relaterade instrument tilltog. Detta resulterade i en högre efterfrågan på likviditet över natten och en kraftigt stigande volatilitet. Volatiliteten fortsatte att vara mycket hög men stabiliserades något i oktober, vilket delvis berodde på ECB:s effektiva likviditetspolicy för att motverka spänningarna på penningmarknaden. Under senare hälften av november observerades emellertid nya spänningar. Dagslåneräntan blev än en gång

**Diagram A Daglig realiserad volatilitet i dagslåneräntan**

(punkter)



Källor: Reuters och ECB:s beräkningar.

1 Ett problem är därför hur man mäter volatiliteten i räntor och finansiella avkastningar. Detta diskuteras i artikeln "The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective", som publicerades i ECB Monthly Bulletin, februari 2008.

2 De två volatilitetsmått som diskuteras i denna ruta, dvs. den realiserade historiska volatiliteten och den implicita volatiliteten, beskrivs ingående i rutan "Measuring volatility in the money market" i den artikel som nämns i fotnot 1.

ovanligt volatil, särskilt mot slutet av året då det fanns en allmän oro på marknaden över en potentiell likviditetsbrist kring årsskiftet.

Utvecklingen var ungefär densamma för de längre räntorna – dvs. räntorna på inlåning med 1, 3 och 12 månaders löptid – (se diagram B). Det fanns dock en del väsentliga skillnader, framför allt att de längre räntorna tenderade att reagera kraftigare på oron i augusti.

### Vad orsakade den ökade volatiliteten i augusti 2007?

Mellan slutet av juni och början av augusti blev det uppenbart att flera europeiska finansinstitut hade ådragit sig stora förluster på grund av sina aktiviteter på de amerikanska subprimemarknaderna. I takt med att oron över exponeringen mot betalningsinställelserna på subprimelån intensifierades blev det svårare för conduiter att refinansiera sig och bankernas efterfrågan på likviditet för att kunna ge krediter till dessa conduiter ökade. Situationen förvärrades av svårigheterna att värdera dessa finansiella produkter. Den ökade efterfrågan på likviditet, i kombination med att motparter förlorade förtroendet för varandra, ledde till att många banker hamstrade likviditet, vilket gjorde att den samlade likviditeten på marknaden minskade betydligt. Räntorna på penningmarknaden steg betydligt, inte minst inom dagslånesegmentet där räntan på intradagsbasis var nästan 70 punkter högre än den lägsta anbudsräntan.

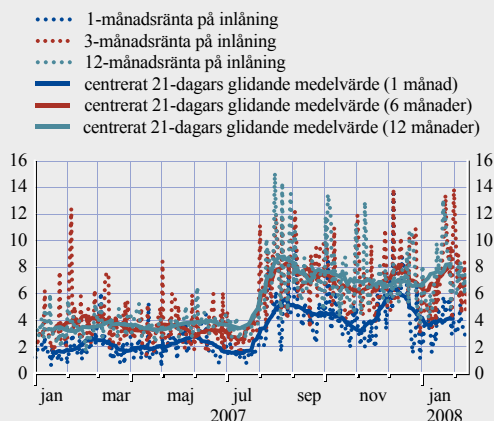
Den starka efterfrågan på likviditet på dagslåneemarknaden, som även ledde till en väsentlig uppgång i de mycket korta marknadsräntorna, fick Eurosystemet att under dagen den 9 augusti pumpa in en betydande mängd likviditet i banksystemet genom en refinansieringstransaktion med löptid över natten. När oron på penningmarknaden höll i sig observerades ränteuppgångar inom penningmarknadssegmenten för lån mellan banker utan säkerhet, vilket ledde till en ränteskillnad i relation till segmenten för upplåning mot säkerhet som var upp till fem gånger så stor som det historiska genomsnittet. För att främja en bättre distribution av likviditeten mellan bankerna genomförde Eurosystemet olika typer av likviditetstillförande transaktioner under årets andra hälft. Detta bidrog i kombination med en aktiv informationspolicy till att marknaden, åtminstone på kort sikt, fungerade bättre och till att bankerna kände sig säkra på att kunna tillgodose sina likviditetsbehov. Följden blev att volatiliteten på marknaden för lån mot säkerhet minskade något beträffande flera löptider.

### Jämförelse av utvecklingen mellan realiserad och implicit volatilitet

Implicit volatilitet<sup>3</sup> beräknas på grundval av optioner baserade på framtidsförväntningar och ger därför en viss indikation beträffande den tidsrymd som lånekontrakten avser (3-månaders

**Diagram B Daglig realiserad volatilitet i långa inlåningsräntor**

(punkter)



Källor: Reuters och ECB:s beräkningar.

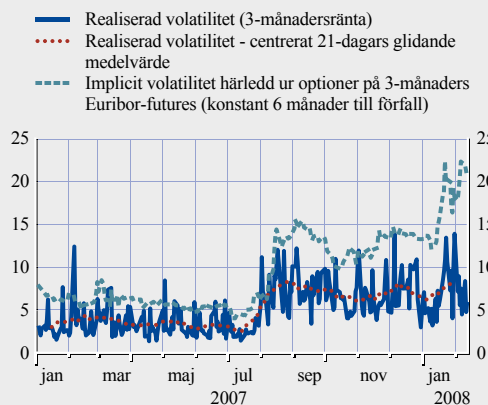
<sup>3</sup> Den implicita volatilitet som används i denna ruta härleds ur optioner på 3-månaders futureskontrakt med konstant 6 månader till förfall.

Euribor-futures). Den realiserade volatiliteten avspeglar däremot den upplevda osäkerheten på marknaden.

Även om båda volatilitetsmåten har haft ungefär samma utveckling är rörelserna i den implicita volatiliteten mer uttalade än dem i den realiserade volatilitet som beräknas på grundval av 3-månadersräntan på inlåning. Diagram C visar att den implicita volatiliteten började öka i mitten av juli och därefter i snabbare takt i början av augusti, med stora fluktuationer. En liknande ökning observerades även i den realiserade volatiliteten beräknad på grundval av 3-månadersräntor på inlåning, även om den var långsammare och sammantaget mer begränsad, även i augusti (dvs. under den mest kritiska perioden på europenningmarknaden).

**Diagram C Realiserad volatilitet och implicit volatilitet i penningmarknadsräntor med 3 månaders löptid**

(punkter)



Källor: Reuters och ECB:s beräkningar.

Utvecklingen i de två volatilitetsmåten beror mestadels på deras respektive karaktär. Medan uppgången i 3-månadersräntans realiserade volatilitet berodde på de upplevda spänningarna inom segmentet för 3-månadersräntor på lån utan säkerhet, tar den implicita volatiliteten även hänsyn till osäkerheten om de framtida effekterna av den oro som uppstod efter det att flera europeiska banker meddelade sina exponeringar mot värdepapperiserade produkter med anknytning till subprimemarknaden. De fortsatta spänningarna på penningmarknaden ledde framför allt till en ökad osäkerhet om det finansiella och makroekonomiska klimatet framöver, vilket beaktas i måttet på den implicita volatiliteten men inte i måttet på den realiserade volatiliteten.

Efter de exceptionellt höga nivåerna fram till början av september sjönk den realiserade volatiliteten något under denna månad, vilket möjligen kan ha berott på den generösa likviditetspolicyn från och med mitten av augusti. Den implicita volatiliteten var samtidigt fortsatt hög, vilket förmodligen hade att göra med de mer uttalade spänningarna inom marknadssegmentet för lån utan säkerhet, i synnerhet med 3 månaders löptid, men även den visade en tendens att sjunka i september.

Trots dessa nedgångar stabiliserades båda måten i stort sett därefter. De var emellertid fortfarande högre än före utbrottet av finansiell oro i augusti, vilket visar att en återgång till de stabila marknadsvillkor som rådde före krisen kan dröja.

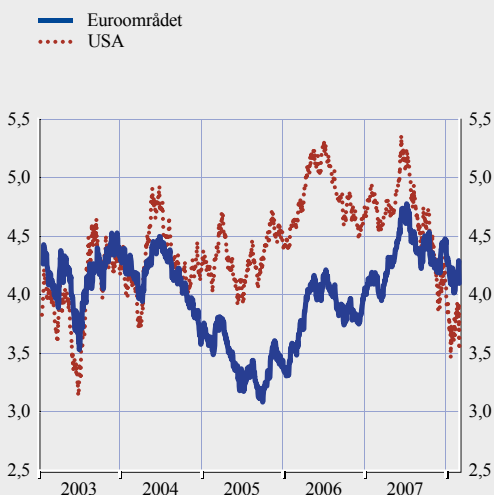
### STORA SVÄNGNINGAR PÅ GLOBALA OBLIGATIONSMARKNADER UNDER 2007

Räntorna på långfristiga statsobligationer i euroområdet låg på 4,4 % i slutet av 2007, vilket var omkring 40 punkter högre än ett år tidigare (se diagram 12). Även om ränteförändringen var ganska begränsad totalt sett var ränterörelserna dock relativt stora under året. Den finansiella oro som utbröt till följd av problemen inom den amerikanska

fastighetssektorn ledde framför allt till en ökad volatilitet på de globala obligationsmarknaderna under årets andra hälft. Även om förändringen i räntorna på långfristiga nominella obligationer i euroområdet var måttligt totalt sett steg räntorna på 10-åriga realränteobligationer och motsvarande långfristig break even-inflation något. Räntan på realränteobligationer med förfall 2015 – som är ett mått på de långa realräntorna – låg på 2 % i slutet

Diagram 12 Långa statsobligationsräntor <sup>1)</sup>

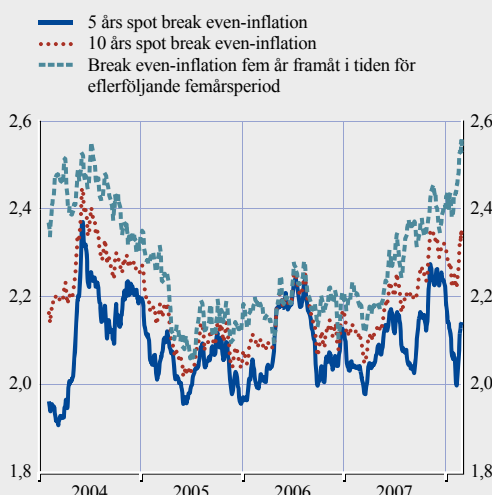
(procent per år; dagliga uppgifter)



Källor: Reuters, Bloomberg och Thomson Financial Datastream.  
1) Obligationer med 10 års eller närmast tillgängliga löptid.

Diagram 13 Spot och break even-inflationen i euroområdet

(procent per år; fem års glidande medelvärde för dagsdata, säsongjusterat)



Källor: Reuters och ECB:s beräkningar.

av 2007, vilket var omkring 20 punkter högre än i slutet av 2006. Break even-inflationen fem år framåt i tiden för efterföljande femårsperiod, som är ett mått på marknadsdeltagarnas långsiktiga inflationsförväntningar och relaterade inflationsriskpremier, steg med 20 punkter under 2007 och låg i slutet av året på nära 2,4 %.

Under första halvåret 2007 steg de långa obligationsräntorna markant på båda sidor av Atlanten. I euroområdet steg den 10-åriga statsobligationsräntan som mest med omkring 70 punkter mellan slutet av december 2006 och början av juli 2007, medan den 10-åriga obligationsräntan i USA nådde sin högsta nivå i mitten av juni som var omkring 60 punkter högre än i slutet av 2006. Uppgången i euroområdets långräntor berodde på marknadens förväntningar om en stark ekonomisk tillväxt. Marknadens bedömning baserades på publiceringen av nya data om stämningläget i makroekonomin och näringslivet som i genomsnitt var bättre än väntat. Den gradvisa uppgången i euroområdets obligationsräntor avbröts kortvarigt vid två tillfällen under de första sex månaderna 2007. Först sjönk de långa obligationsräntorna

i slutet av februari och början av mars när riskaptiten minskade markant och föranledde portföljförändringar från aktiemarknaderna till obligationsmarknaderna. Därefter steg de långa obligationsräntorna markant i början av juni till följd av omfattande utförsäljningar på de amerikanska obligationsmarknaderna.

Den relativt starka återhämtningen i nominella obligationsräntor som observerades första halvåret 2007 berodde främst på en uppgång i realräntekomponenten. Samtidigt steg marknadsdeltagarnas långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och relaterade riskpremier bara marginellt under denna period. Break even-inflationen fem år framåt i tiden för efterföljande femårsperiod steg till exempel med 10 punkter under de första sex månaderna 2007 och låg i slutet av juni på 2,3 % (se diagram 13).

Under sommaren 2007 började oron över tillståndet på den amerikanska fastighetsmarknaden att växa. Det blev framför allt uppenbart att låntagare med lägst kreditvärdighet hade svårt att klara

sina betalningar på s.k. subprimelån som hade tagits under perioden med mycket låga räntor mellan 2002 och 2004. Investerarna trodde inledningsvis att problemen skulle vara begränsade till USA och bara påverka ett relativt begränsat antal tillgångar. Detta lindriga scenario omkullkastades i slutet av juli när det visade sig att även europeiska finansinstitut hade stora exponeringar mot den amerikanska subprimemarknaden. I några få fall riskerade förlusterna till följd av dessa exponeringar till och med att leda till att de berörda instituten gick omkull. När dessa allvarliga risker avslöjades utbröt en mer allmän oro på finansmarknaderna som ledde till en ökad riskaversion och utlöste en flykt till säkra placeringar (t.ex. statsobligationer).

På grund av oron hade euroområdet 10-åriga statsobligationsränta i slutet av året fallit med 30 punkter jämfört med nivåerna i början

av juli, främst på grund av lägre realräntor. De amerikanska obligationsräntorna sjönk betydligt mer. I slutet av året var den 10-åriga obligationsräntan omkring 130 punkter lägre än sin högsta nivå i mitten av juni. Den större nedgången i de amerikanska räntorna tycks bero på att tillväxtutsikterna för den amerikanska ekonomin har försämrats i investerarnas ögon, samt på besluten av Federal Reserves penningpolitiska utskott att sänka räntorna den 18 september, 31 oktober och 11 december.

Den senaste tidens turbulens inträffade i slutet av en ganska lång period med lugna marknadsförhållanden. Det relativt lugna marknadsläget före turbulensen fick förmodligen många marknadsdeltagare att fatta investeringsbeslut utifrån riskbedömningar som senare visade sig ha varit alltför optimistiska. De största likheterna och skillnaderna mellan oron 2007 och oron 1998 beskrivs i ruta 3.

### Ruta 3

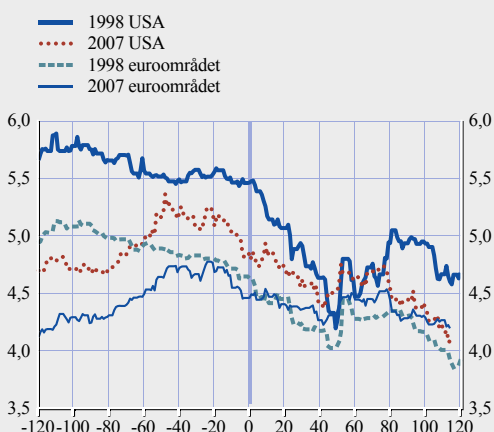
#### LIKHETER OCH SKILLNADER MELLAN EPISODERNA AV FINANSIELL TURBULENS 2007 OCH 1998

Under andra halvåret 2007 påverkades priserna på de globala finansmarknaderna kraftigt av en allmänt ändrad prissättning av finansiell risk som spred sig från ett specifikt segment av kreditmarknaden (tillgångar med subprimelån som bakomliggande tillgångar) till hela kreditmarknaden och det finansiella systemet i stort. I viss mån påminner händelseutvecklingen i samband med den senaste finansiella oron om den som utlöste turbulensen på finansmarknaderna andra halvåret 1998, den s.k. "LTCM-krisen". I denna ruta beskrivs de största likheterna och skillnaderna mellan de två episoderna utifrån olika finansmarknadsindikatorer.

Under första halvåret 1998 var marknadsläget gynnsamt i de flesta utvecklade ekonomier, med starkt stigande aktiekurser, en stabil utveckling i de långa obligationsräntorna och krympande ränteskillnader mellan företagsobligationer och statsobligationer, vilket delvis understöddes av goda makroekonomiska förhållanden (se diagram A och B om obligationsräntor och aktiekurser i USA och euroområdet). Det generellt lugna klimatet på de globala finansmarknaderna började förändras sommaren 1998. Att stämmningsläget på finansmarknaden och investerarnas riskaptit förändrades verkade i hög grad bero på följande två faktorer: för det första blev marknadsdeltagarna mer pessimistiska om hur nedgången på de asiatiska tillväxtmarknaderna skulle påverka den globala ekonomin, och för det andra började marknaden känna en ökad oro över hållbarheten i den ryska statsskulden. Oron kulminerade den 17 augusti, då Ryssland beslutade att omstrukturera sin skuld, låta växelkursen flyta och belägga skuldbetalningar

**Diagram A Långa obligationsräntor i USA och euroområdet 1998 och 2007**

(procent per år)

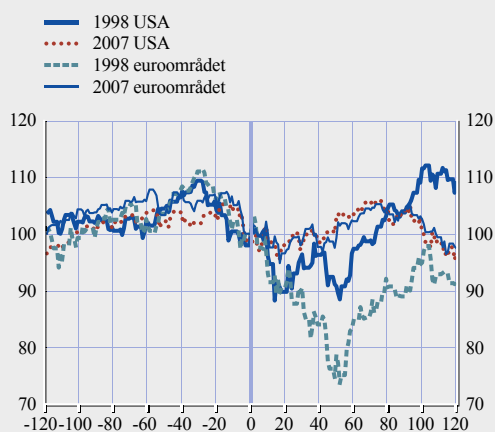


Källa: Reuters och ECB:s beräkningar.

Anm. X-axeln visar 120 affärsdagar före och efter den 17 augusti 1998 och 30 juli 2007. Datum för 1998 var det för Rysslands moratorium och datumet för 2007 var det då en tysk bank, IKB, varnade för stora förluster efter att ha investerat i strukturella kreditinstrument i USA.

**Diagram B Aktiekurser i USA och euroområdet 1998 och 2007**

(index ombaserat till 100 den 17 augusti 1998 och den 30 juli 2007)



Källor: Reuters och ECB:s beräkningar.

Anm. X-axeln visar 120 affärsdagar före och efter den 17 augusti 1998 och 30 juli 2007. Datum för 1998 var det för Rysslands moratorium och datumet för 2007 var det då en tysk bank, IKB, varnade för stora förluster efter att ha investerat i strukturella kreditinstrument i USA.

till utlandet med ett moratorium. Detta utlöste utförsäljningar på globala aktiemarknader och företagsobligationsmarknader. Portföljförändringar som var en följd av flykten till säkra placeringar ledde till lägre avkastning på långfristiga statsobligationer (se diagram A).

Marknadens starka reaktion på den ryska betalningskrisen ledde till en stigande rädsla för en global kreditåtstramning. Många hedgefonder och bankers avdelningar för egenhandel rapporterade stora förluster, som främst berodde på att ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer ökade, liksom andra riskspreddar. De vidgade spreadarna ledde till krav på tilläggssäkerheter och därmed till ett behov av extra likviditet för att finansiera positioner. I början av september 1998 blev de kortsiktiga finansieringsproblemen särskilt allvarliga för en av de största hedgefonderna – Long-Term Capital Management (LTCM). Det fanns utbredda farhågor om att LTCM skulle tvingas avveckla stora positioner i ett redan stramt marknadsläge, vilket skulle kunna ge upphov till allvarliga systemrisker för det globala finansiella systemet. Flera åtgärder under de efterföljande veckorna bidrog dock till att marknaden kunde börja fungera normalt igen: för det första tillkännagavs den 23 september en privat räddningsaktion för LTCM, och för det andra beslutade Federal Reserve att sänka styrräntorna med sammanlagt 100 punkter i tre steg. Krisen hade på det hela taget ingen större inverkan på den reala ekonomin.

Det finns framför allt två likheter mellan episoderna av turbulens 2007 och 1998. Den första gäller klimatet på finansmarknaden före turbulensen och den andra att oron i båda fallen utlöstes av en relativt liten chock.

När det gäller den förstnämnda likheten kännetecknades klimatet före turbulensen i båda fallen av en långvarig allmän uppgång i tillgångspriserna inom de flesta segment, samt en låg volatilitet på finansmarknaderna. Att marknadsförhållandena var så gynnsamma kan ha fått vissa investerare

att fatta investeringsbeslut på grundval av riskbedömningar som sedan visade sig vara alltför optimistiska. Dessa investerare fäste kanske alltför stor vikt vid erfarenheterna på senare tid genom att extrapolera de senaste utvecklingstendenserna, trots att de inte stämde överens med jämviktsvärden och sannolikheter.

I båda fallen utbröt den finansiella turbulensen utan att det hade förekommit några större inflationsstörningar eller ekonomiska störningar. I stället utlöstes de två kriserna av relativt små störningar (nämligen av oförutsedda betalningsinställelser inom stora, men inte extremt stora, marknadssegment) som ledde till en allmän ändring av prissättningen av finansiell risk och i sin tur till extrema prisrörelser inom vissa marknadssegment (särskilt kreditmarknaden). Det kan inte uteslutas att marknadens starka reaktioner kan ha förstärkts av att marknadsklimatet dessförinnan var så lugnt och att värderingarna av vissa tillgångsklasser, åtminstone i efterhand, tycks ha varit något förhöjda mot bakgrund av ekonomiska fundamenta.

Trots dessa likheter finns det också flera skillnader mellan de två kriserna. För det första är det på grund av de finansiella innovationer som har utvecklats det senaste decenniet inom kreditrisköverföring betydligt svårare att fastställa vilka sektorer och konkreta bolag som i slutändan bär dessa risker. Även om den ökade användningen av värdepapperisering, som innebär att illikvida lån omvandlas till likvida instrument, har förbättrat investerarnas diversifieringsmöjligheter, är prissättningen av dessa nya produkter i många fall ytterst komplicerad. Att användningen av sådana instrument har ökat så starkt, liksom osäkerheten när det gäller motparternas exponering, kan delvis förklara utvecklingen på senare tid inom flera marknadssegment. Den senaste finansiella oron har för det andra främst påverkat spreadar och likviditet på kredit- och penningmarknaderna. År 1998 uppstod däremot en likviditetsbrist även på statsobligationsmarknaderna, eftersom många riskfyllda investeringsstrategier som genomfördes under denna period även inbegrep positioner i statliga räntebärande värdepapper.

För det tredje visar de två diagrammen att reaktionerna i tillgångspriserna i euroområdet i viss utsträckning var frikopplade från reaktionerna i USA under de två finanskriserna. År 1998 föll aktiekurserna mer i euroområdet än i USA. Skillnaden i börsutveckling berodde förmodligen på att tillväxtskillnaderna mellan de två ekonomierna ökade. Detta framgår av att produktionstillväxten var stabil i USA under hela 1998, medan den reala BNP-tillväxten i euroområdet sjönk från en årstakt på 3,8 % första kvartalet 1998 till 2,4 % fjärde kvartalet. De långa obligationsräntorna sjönk däremot ungefär lika mycket i båda ekonomierna. Även 2007 kan förväntade tillväxtskillnader ha bidragit till att tillgångspriserna i euroområdet och USA utvecklades på olika sätt. Ränteskillnaden mellan långfristiga obligationer i USA och euroområdet krympte till exempel under månaderna efter det att oron hade brutit ut och blev till och med negativ för första gången sedan början av 2004. Under senare delen av 2007 verkar marknadsdeltagarna ha ansett att euroområdets ekonomi var något mer motståndskraftig mot den finansiella oron än den amerikanska ekonomin. Motsvarande förväntningar om att de penningpolitiska reaktionerna i USA skulle bli starkare efter sådana förändringar i investerarnas tillväxtprognoser för de två ekonomierna bidrog till denna teckenförändring i skillnaden mellan långräntorna i USA och euroområdet. Samtidigt rörde sig aktiekurserna i USA och euroområdet mer eller mindre parallellt under den senaste turbulensen, vilket tyder på att en internationell faktor hade en stark inverkan på aktiekurserna på båda sidor av Atlanten.

För det fjärde har tillväxtmarknaderna klarat oron på marknaden 2007 mycket bättre än 1998. Den begränsade inverkan 2007 tyder på att tillväxtmarknaderna har blivit mer motståndskraftiga mot

störningar i det globala finansiella systemet det senaste decenniet. Medan tillväxtmarknadernas skuldsättning spelade en viktig roll under oron 1998 har tillväxtmarknaderna nästan inte varit inblandade alls i den senaste finansiella oron, utan snarare dämpat riskerna för den globala ekonomin.

Break even-inflationen fem år framåt i tiden för efterföljande femårsperiod steg med 10 punkter under de sista sex månaderna 2007 och låg i slutet av året på 2,4 %. Den allmänna uppgången i break even-inflationen 2007 kan ha berott på att de kortsiktiga inflationsutsikterna försämrades, vilket delvis berodde på de stigande olje- och livsmedelspriserna. Det är emellertid oklart i vilken grad den allmänna uppgången i denna indikator beror på utvecklingen i marknadsdeltagarnas långsiktiga inflationsförväntningar och förändringar i relaterade riskpremier.

Marknadsaktörernas syn på osäkerheten på obligationsmarknaderna i euroområdet, vilken mäts genom den implicita volatiliteten, var oförändrad under årets första sex månader. Detta berodde på förväntningar om ett fortsatt gynnsamt klimat i både euroområdet och globalt. Denna positiva bedömning förändrades till följd av den finansiella oron, vilket fick den implicita volatiliteten på obligationsmarknaderna att stiga markant under juni och augusti. Därefter låg den implicita volatiliteten i euroområdet i stort sett kvar oförändrad på något förhöjda nivåer.

Under de första två månaderna 2008 sjönk euroområdets långa obligationsräntor med omkring 30 punkter till 4,1 % den 29 februari. Liknande nedgångar i räntorna på realränteobligationer tyder på att marknadsdeltagarna i början av 2008 har blivit något mer pessimistiska beträffande utsikterna för den ekonomiska aktiviteten i euroområdet.

### STIGANDE OCH MYCKET VOLATILA AKTIEKURSER I EUROOMRÅDET 2007

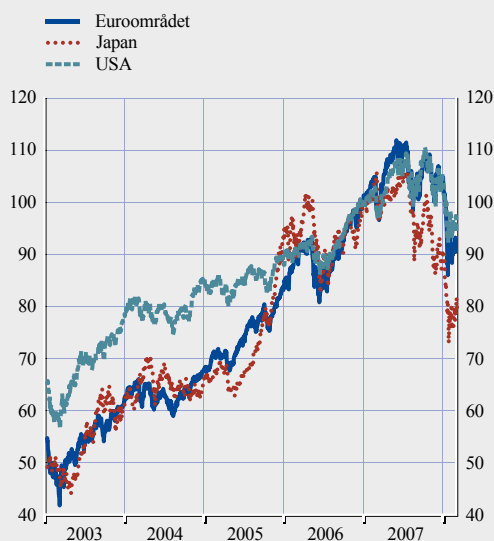
Trots en betydande volatilitet under året steg euroområdets aktiekurser totalt sett under 2007. Därmed fortsatte den uppgång som har observerats sedan början av 2003 (se diagram 14). Dow Jones EURO STOXX

hade vid årets slut stigit med totalt 5 % jämfört med slutet av 2006. Även för aktiemarknaderna i USA slutade 2007 positivt, med en uppgång i Standard & Poor's 500 på 3,5 %, medan de japanska aktiekurserna, mätta genom Nikkei 225, föll med omkring 11 %. I likhet med utvecklingen på obligationsmarknaderna var fluktuationerna i euroområdets aktiekurser särskilt markanta under sommarmånaderna när investerarna blev ovilliga att inneha riskfyllda tillgångar, t.ex. aktier. Den allmänt positiva utvecklingen på aktiemarknaderna i euroområdet berodde främst på att den faktiska och förväntade vinsttillväxten var fortsatt stark.

Aktiekurserna i euroområdet tenderade att stiga stadigt under de första sex månaderna

Diagram 14 Viktiga aktieindex <sup>1)</sup>

(index ombaserat till 100 den 2 januari 2007; dagliga noteringar)



Källor: Reuters, Thomson Financial Datastream och ECB:s beräkningar.

<sup>1)</sup> De index som används är Dow Jones EURO STOXX breda index för euroområdet, Standard & Poor's 500 index för USA och Nikkei 225 för Japan.



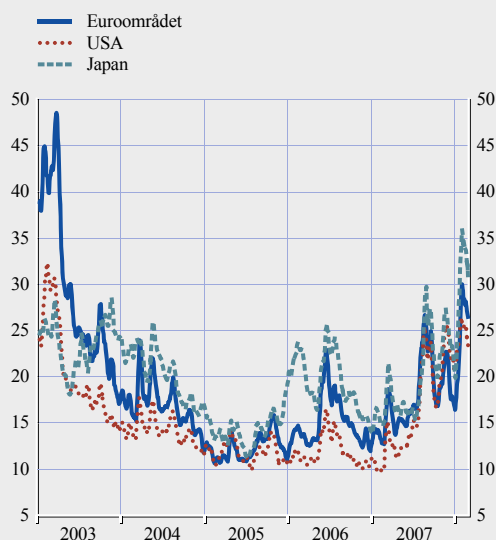
2007. Uppgången avbröts tillfälligt i slutet av februari och början av mars, då aktiekurserna i euroområdet, precis som kurserna på de flesta andra större marknader, blev föremål för en kraftig korrigering som delvis utlöstes av utvecklingen på de kinesiska marknaderna. Dow Jones EURO STOXX föll med omkring 4 % mellan den 6 februari och den 7 mars. Marknaderna återhämtade sig senare, vilket delvis berodde på en ökad riskappetit, fusions- och förvärvsaktivitet och en ihållande gynnsam vinstutveckling. Hur stark vinstutvecklingen var framgår av att vinsten per aktie i företag som ingår i Dow Jones EURO STOXX ökade på årsbasis med i genomsnitt nästan 17 % mellan januari och juni. I slutet av juni var aktiekurserna i euroområdet sammantaget 10 % högre än i slutet av 2006.

Optimismen på de globala aktiemarknaderna vände tvärt när utbrottet av finansiell oro ledde till en allmän omvärdering av kreditrisker och finansiella risker och till en ökad riskaversion bland investerarna. Det börsfall som följde i euroområdet verkar främst ha berott på den stora höjningen av den aktieriskpremie som krävs för att hålla euroområdets aktier, framför allt aktier inom den finansiella sektorn. Samtidigt ökade den implicita volatiliteten på aktiemarknaden kraftigt till de högsta nivåerna sedan 2003 (se diagram 15). Utförsäljningen på euroområdets aktiemarknader var särskilt omfattande i juli och augusti när Dow Jones EURO STOXX prisindex sjönk med omkring 5 %.

I september och början av oktober steg aktiekurserna i euroområdet igen precis som efter den kortvariga korrigeringen i slutet av februari och början av mars. Längre fram, från mitten av oktober fram till slutet av året, ökade dock investerarnas riskaversion återigen när flera finansinstitut avslöjade att de hade drabbats av större förluster på amerikanska subprimeinvesteringar än de inledningsvis hade räknat med. Detta ledde till ett kursras i euroområdet och globalt och osäkerheten på aktiemarknaden, mätt genom den implicita volatiliteten, steg återigen till nästan lika höga nivåer som under sommarmånaderna.

**Diagram 15 Implicit volatilitet på aktiemarknaderna**

(procent per år; tio dagars glidande medelvärde av dagsnoteringar)



Källor: Bloomberg och ECB:s beräkningar.

Anm. De implicita volatilitetsserierna visar den förväntade standardavvikelsen i procentuella aktiekursförändringar under en period på upp till 3 månader beräknat utifrån optionspriserna på aktieindex. De aktieindex som den implicita volatiliteten avser är Dow Jones EURO STOXX 50 för euroområdet, Standard & Poor's 500 för USA och Nikkei 225 för Japan

Oron på finansmarknaderna hade en anmärkningsvärt liten inverkan på den förväntade och faktiska vinststillväxten i euroområdets företag. Mellan december 2006 och december 2007 steg vinsten per aktie i företag som ingår i Dow Jones EURO STOXX med 15 %. Samtidigt räknade analytiker med att vinsten skulle öka i en årstakt på omkring 9 % under 2008. Det faktum att oron på finansmarknaderna inte hade någon nämnvärd inverkan på lönsamheten i euroområdets företag bidrog sannolikt till att begränsa den totala nedgången under andra halvåret 2007.

När det gäller utvecklingen inom olika branscher överträffade telekommunikations- och kraftförsörjningssektorerna index med stor marginal. Den starka utvecklingen inom dessa branscher berodde förmodligen på att investerarna föredrog företag med relativt stadiga kassaflöden. Den finansiella sektorn utvecklades emellertid sämre än index. Sektorns dåliga utveckling berodde

på en stigande oro över dess lönsamhet mot bakgrund av dess i allmänhet stora exponeringar mot tillgångar som direkt eller indirekt är knutna till den problemtunga subprimemarknaden i USA.

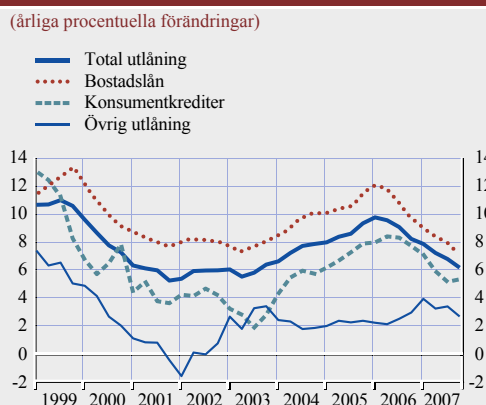
I början av 2008 sjönk aktiekurserna till följd av den fortsatta oron över kreditrisker i kombination med sämre vinstförväntningar. Både Dow Jones EURO STOXX och Standard and Poor's 500 sjönk med omkring 14 % respektive 9 % mellan slutet av 2007 och den 29 februari 2008.

### GRADVIS MINSKAD ÖKNINGSTAKT I HUSHÅLLENS UPPLÅNING

Ökningen i hushållens upplåning mattades av 2007, vilket delvis speglade effekten av högre låneräntor, långivarnas mer försiktiga bedömning av kreditrisker och en svalare bostadsmarknad. Hushållen lånade främst från monetära finansinstitut, och den årliga ökningstakten för MFI-lån till hushåll var fortfarande stark på 6,2 % i december 2007, jämfört med 7,2 % i mitten av 2007 och 8,2 % i slutet av 2006. Att nedgången i utlåningen till hushåll har varit gradvis och oavbruten tyder på att den främst drivs av fundamentala faktorer och att den finansiella turbulensen hittills endast har haft en begränsad inverkan på utlåningen till hushållen. Samtidigt fortsatte årstakten i utlåningen till hushåll från icke-MFI (dvs. övriga finansinstitut, försäkringsföretag och pensionsinstitut) att under 2007 överstiga MFI:s utlåning till hushållen.

En uppdelning av MFI:s utlåning till hushåll på låneändamål visar att det viktigaste motivet fortfarande var bostadsköp. Bostadslånen ökade med 7,1 % i årstakt i december 2007, jämfört med 9,6 % i december 2006 (se diagram 16). Denna avmattning var en följd av den nedgång i bostadsprisutvecklingen och aktiviteten på bostadsmarknaden som noterats i flera euroländer. Resultaten av Eurosystemets enkätundersökning om bankernas utlåning stöder denna bedömning: under 2007 uppgav bankerna att utsikterna på bostadsmarknaden och, i allt högre grad, utvecklingen av konsumentförtroendet bidrog till att minska

Diagram 16 MFI:s utlåning till hushåll



Källa: ECB.

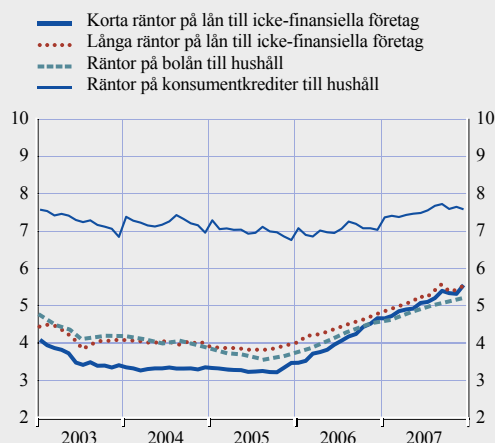
hushållens efterfrågan på bostadslån. Den långsammare låneutvecklingen i slutet av 2007 kan också ha varit en följd av att bankerna skärpte sina kreditkrav när oron över utvecklingen på bostadsmarknaden och de allmänna ekonomiska utsikterna ökade.

Nedgången i den årliga ökningstakten för bostadslån berodde också på den dämpande effekten av höjningarna av ECB:s styrräntor sedan december 2005. I en fortsättning på den trend som iaktogs 2006 steg MFI:s bolåneräntor med 66 punkter mellan december 2006 och slutet av december 2007 (se diagram 17). Räntorna på bostadslån med rörlig ränta och en ursprunglig räntebindningsperiod på upp till ett år eller över tio år steg mer än räntorna på lån med medellånga löptider.

Precis som för bostadslånen sjönk även den årliga tillväxttakten för konsumentkrediter, om än inte lika mycket, till 5,3 % i december 2007, jämfört med 7,7 % i slutet av 2006. Den årliga tillväxttakten för konsumentkrediter sjönk i takt med det svagare konsumentförtroendet och den gradvis långsammare ökningstakten i detaljhandelsförsäljningen i euroområdet. Enligt enkätundersökningen om bankernas utlåning lättade bankerna på kreditkraven totalt sett under de tre första kvartalen 2007, vilket främjade en ökning av utlåningen, men skärpte dem under

**Diagram 17 Räkningar på lån till hushåll och icke-finansiella företag**

(procent per år; exklusive avgifter; räntor på nya avtal; viktjusterade)

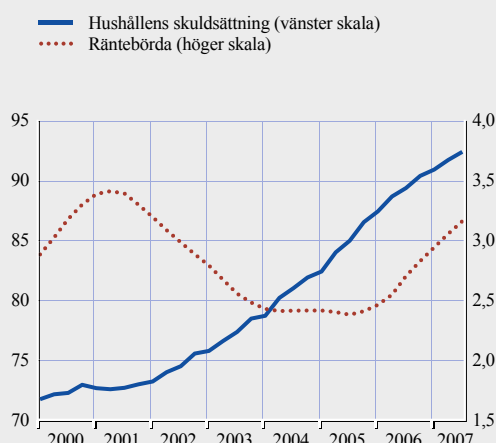


Källa: ECB.

Anm. För perioden fr.o.m. december 2003 beräknas viktjusterade MFI-räntor med hjälp av ländervikter som konstruerats utifrån ett 12-månaders glidande medelvärde av nya avtal. För perioden innan, januari–november 2003, beräknas viktjusterade MFI-räntor med hjälp av ländervikter som konstruerats utifrån medelvärdet av nya avtal 2003. För mer information, se ruta 3 i ECB Monthly Bulletin, augusti 2004

**Diagram 18 Hushållens skuldsättning och räntebetalningar**

(i procent av hushållens disponibla bruttoinkomst)



Källa: ECB.

fjärde kvartalet i samband med finansorn. I detta sammanhang bör det också noteras att bankerna under året rapporterade en växande oro över konsumenternas kreditvärdighet och utsikterna för den allmänna ekonomiska aktiviteten, vilket kan ha dämpat utlåningen. Samtidigt steg MFI-räntorna på konsumentkrediter – som fortsatt låg klart över bolåneräntorna – med 55 punkter mellan december 2006 och december 2007, vilket bidrog till att minska efterfrågan på denna typ av krediter.

#### HUSHÅLLENS SKULDSÄTTNING ÖKADE YTTRELLIGARE

Även om utlåningen till hushållen dämpades ledde hushållens fortsatt stora upplåning till att deras skuld i förhållande till den disponibla inkomsten ökade ytterligare till 92,5 % tredje kvartalet (se diagram 18), medan skulden i förhållande till BNP steg till 60,3 % under det kvartalet, vilket framgår av uppgifter från euroområdet integrerade räkenskaper. Jämfört med USA och Storbritannien är hushållens skuldsättning i euroområdet emellertid

fortfarande relativt blygsam. Det faktum att hushållens skuldsättning har fortsatt att stiga har gjort dem mer sårbara för förändringar i räntor, inkomster och tillgångspriser. Det bör påpekas att denna kvot utgör ett genomsnitt och att skuldsättningsnivåerna kan variera kraftigt mellan olika hushåll i olika euroländer. Skuldnivåerna är till exempel högre för hushåll som har utnyttjat det exceptionellt låga ränteläget de senaste åren och tecknat bolån till rörlig ränta med låga initiala räntebetalningar. Den ökande skuldsättningen, i kombination med högre utlåningsräntor för hushåll, bidrog till en ökad skuld tjänst 2007, mätt som räntebetalningar plus amorteringar i procent av den disponibla inkomsten. Räntebördan ökade ytterligare till 3,2 % tredje kvartalet 2007, jämfört med 2,8 % i slutet av 2006 och långt över nivåerna 2004 och 2005, men samtidigt lägre än den senaste toppnivån 2001.

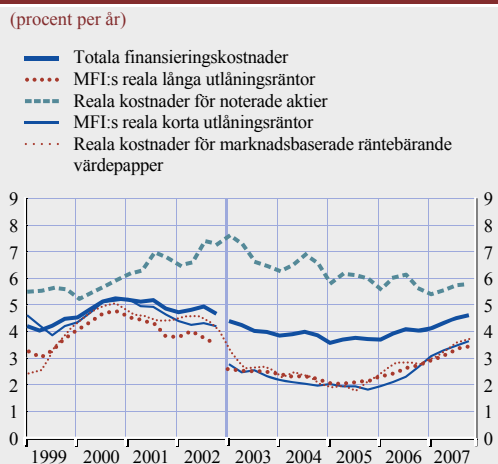
## KOSTNADERNA FÖR ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGS EXTERNA FINANSIERING ÖKADE 2007

Under 2007 ökade gradvis de reala kostnaderna för euroområdet icke-finansiella företags externa finansiering, i en fortsättning på trenden från 2006, samtidigt som företagen uppvisade en fortsatt stark lönsamhet. Trots detta, och till följd av ett större finansieringsgap, var ökningstakten i de icke-finansiella företagens externa finansiering fortsatt mycket hög, pådriven av en stark efterfrågan på MFI-lån. De icke-finansiella företagens skuldsättning bedöms därför ha ökat ytterligare under 2007.

Efter höjningarna av ECB:s styrräntor 2006 och första halvåret 2007 fortsatte de totala reala kostnaderna för euroområdet icke-finansiella företags externa finansiering att stiga 2007 (se diagram 19).<sup>2</sup> Under hela året var den viktigaste faktorn bakom denna ökning de fortsatt stigande reala kostnaderna för lånefinansiering, även om kostnaderna för egenkapitalfinansiering också rörde sig uppåt. Under sista kvartalet 2007 bidrog turbulensen på kreditmarknaderna till att kostnaderna för företagens externa finansiering ökade i takt med att långgivare och andra investerare omprövade den upplevda kreditrisken, vilket stramade åt villkoren för marknadsfinansiering.

När det gäller de olika komponenterna i företagens externa finansiering steg räntorna på MFI-lån till icke-finansiella företag kraftigt under 2007 i både reala och nominella termer (se diagram 19). Uppgången i de korta penningmarknadsräntorna – där 3-månaders Euribor uppgick till 120 punkter mellan slutet av 2006 och slutet av 2007 – följdes av mindre uppgångar i de korta MFI-räntorna på lån till företag. I synnerhet steg räntorna på lån med rörlig ränta och en ursprunglig räntebindningstid på upp till 1 år med omkring 90–100 punkter i fråga om små och stora lån under samma period. Dessa uppgångar speglade förmodligen även effekterna av stigande penningmarknadsräntor under 2006 på MFI:s korta utlåningsräntor, och följde därmed det mönster av eftersläpande genomslag som observerats under tidigare konjunkturcykler. Räntorna på MFI:s långfristiga lån steg också under samma period – med mellan 60 och 85 punkter. Under samma period steg den

Diagram 19 Euroområdets icke-finansiella företags reala kostnader för extern finansiering



Källor: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch and Consensus Economics Forecasts.

Anm. Icke-finansiella företags reala kostnader för extern finansiering beräknas som ett vägt genomsnitt av kostnaderna för banklån, kostnaderna för räntebärande värdepapper och kostnaderna för aktier, baserat på deras respektive utestående belopp och deflaterat med inflationsförväntningar (se ruta 4 i ECB:s månadsrapport för mars 2005). Införandet av harmoniserade MFI-utlåningsräntor i början av 2003 ledde till ett avbrott i statistikserien.

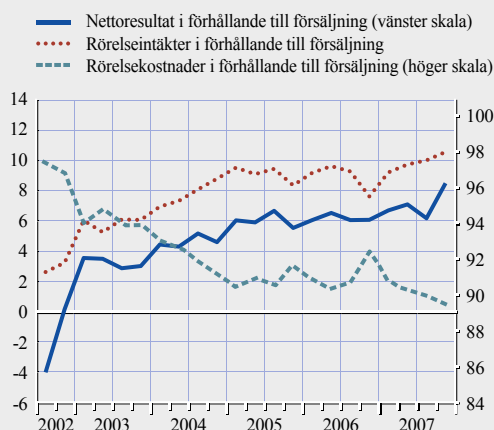
femåriga statsobligationsräntan med 30 punkter. Följaktligen ökade skillnaderna kraftigt mellan bankernas räntor på långfristiga lån och jämförbara marknadsräntor, särskilt under årets andra hälft. Den ökande ränteskillnaden speglade uppgången i bankernas kostnader för finansiering.

De icke-finansiella företagens reala kostnader för marknadsfinansiering ökade också kraftigt 2007, i en fortsättning på den trend som inleddes 2006. I december 2007 låg denna kostnad cirka 190 punkter över bottennoteringen sommaren 2005. Från och med juni 2007 var uppgången i företagsobligationsräntorna större än uppgången i motsvarande statsobligationsräntor, vilket innebar att ränteskillnaden ökade under årets andra hälft. Den ökade ränteskillnaden berodde sannolikt på uppfattningar om högre kredit- och

<sup>2</sup> De reala kostnaderna för icke-finansiella företags externa finansiering beräknas genom att de olika externa finansieringskällorna vägs på grundval av utestående belopp (korrigerade för värderingseffekter). För en närmare beskrivning av detta mått, se rutan "Ett mått på den reala kostnaden för extern finansiering av icke-finansiella företag i euroområdet" i ECB:s månadsrapport för mars 2005.

**Diagram 20 Vinstkvoter i noterade icke-finansiella företag i euroområdet**

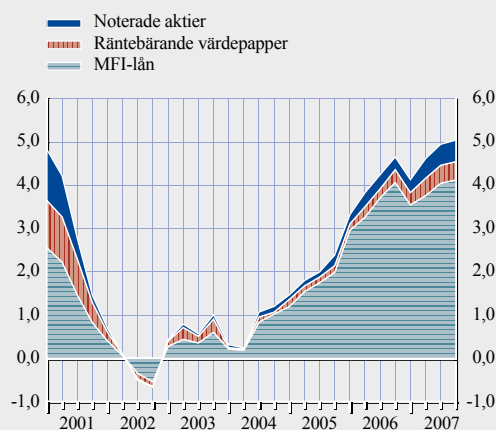
(procent av BNP; fyra kvartals glidande medelvärde)



Källa: Thomson Financial Datastream och ECB:s beräkningar.  
 Anm. Beräkningen baseras på euroområdets noterade icke-finansiella företags kvartalsbokslut. Urvalet har rensats för extremvärden. Jämfört med rörelseintäkter, som definieras som försäljning minus rörelsekostnader, är nettoresultatet rörelseintäkter och rörelsefrämmande intäkter efter skatt och extraordinära poster.

**Diagram 21 Real årlig ökningstakt för icke-finansiella företags externa finansiering**

(årliga procentuella förändringar)



Källa: ECB.  
 Anm. Den reala årliga ökningstakten definieras som skillnaden mellan den faktiska årliga ökningstakten och BNP-deflatorns ökningstakt.

likviditetsrisker bland investerare över hela världen, samt en ökad volatilitet på finansmarknaderna efter en lång period med mycket små ränteskillnader.<sup>3</sup>

Även för börsnoterade icke-finansiella företag ökade den reala kostnaden för eget kapital gradvis under 2007, trots kursuppgången (mätt, till exempel, genom det breda indexet för euroområdet) under årets första hälft. Under andra hälften av 2007 bidrog nedgångar i aktiekurserna till att kostnaderna för aktieemissioner ökade. Den beräknade kostnaden för eget kapital utgår emellertid från vissa antaganden om företagens förväntade kassaflöden och resultaten bör därför tolkas med viss försiktighet.

#### YTTERLIGARE UPPGÅNG I ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGS EFTERFRÅGAN PÅ EXTERN FINANSIERING

De icke-finansiella företagens efterfrågan på extern finansiering var fortsatt stark 2007, i en fortsättning på den uppåttrend som noterats sedan slutet av 2004. Fjärde kvartalet 2007 steg den reala årstakten i de icke-finansiella företagens externa finansiering till 5 %, från

ett genomsnitt på 4 % 2006. Denna utveckling drevs främst av ett ökat bidrag från MFI-lån, med en mer begränsad ökning av bidraget från räntebärande värdepapper och noterade aktier (se diagram 21).

Efterfrågan på extern finansiering var fortsatt mycket stark trots den kraftiga genereringen av interna medel. I synnerhet var vinsterna fortsatt goda under hela 2007, enligt aggregerade företagsdata (se diagram 20).<sup>4</sup> Det bör emellertid samtidigt påpekas att även om vinstförväntningarna i euroområdet var fortsatt höga under hela året, så ökade antalet nedskrivningar av vinstförväntningarna för noterade företag i euroområdet betydligt sista kvartalet 2007.

Ökningstakten för MFI:s utlåning till icke-finansiella företag ökade generellt sett ytterligare under 2007, i en fortsättning på den trend som noterats sedan början av 2004, och låg på 14,5 % i

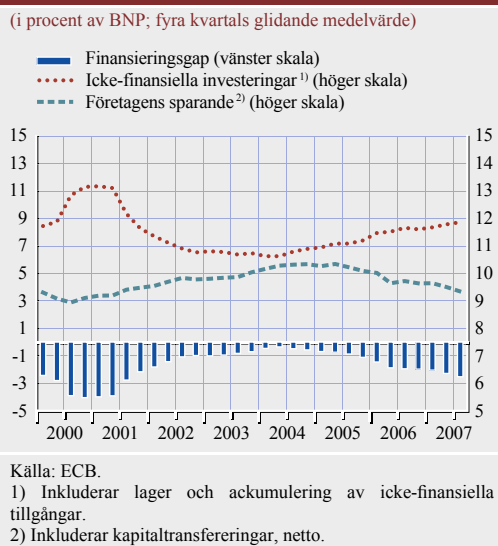
<sup>3</sup> Se rutan med rubriken "The recent repricing of credit risk" i ECB Monthly Bulletin, oktober 2007.

<sup>4</sup> Den starka lönsamhetsutvecklingen hos företag i euroområdet tycks dessutom ha ägt rum i samtliga euroländer. Se även rutan med rubriken "Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area" i ECB Monthly Bulletin, oktober 2007.

december 2007 för att därefter öka ytterligare till 14,6 % i januari 2008. En sådan hög ökningstakt i utlåningen har inte setts sedan införandet av euron 1999. Tillförlitlig statistik visar alltså att det inte fanns några tecken på att ökningen i utlåningen till icke-finansiella företag hade mattats av till följd av den senaste turbulensen på kreditmarknaderna. En del av den fortsatta styrkan i ökningen av MFI-lån i euroområdet kan förklaras av följande två faktorer. I de senaste enkätundersökningarna om bankernas utlåning rapporterade bankerna för det första att de ansåg att den ihållande ökningen av efterfrågan på lån motiverades av finansieringsbehov som är kopplade till den reala ekonomiska aktiviteten – i synnerhet lager, rörelsekapital och investeringar i fasta anläggningstillgångar. För det andra kan ökningen av utlåningen till icke-finansiella företag också ha understötts av en viss omläggning bort från marknadsbaserad skuldfinansiering till följd av de svårare förhållanden som observerats på marknaderna för företagsobligationer under den senare delen av 2007. Däremot bidrog förmodligen andra mer finansiella faktorer, t.ex. ett minskat finansieringsbehov i samband med fusions- och förvärvsverksamhet, eller de stigande utlåningsräntorna, till att dämpa efterfrågan på lån. I detta avseende kan de mindre gynnsamma finansieringsvillkoren för själva bankerna ha bidragit till den minskade efterfrågan på lån då bankerna övervältrade sina mer strama finansieringsvillkor när de beviljade kredit till företagskunder.

Marknadsfinansieringen – via både räntebärande värdepapper och aktier – ökade också i linje med ökningen av den bankbaserade företagsfinansieringen, om än i mycket mindre utsträckning. Årstakten i icke-finansiella företags utgivning av räntebärande värdepapper ökade från cirka 4,5 % i början av året till 10,1 % i juli 2007, dvs. en kraftig ökning, särskilt jämfört med den relativt blygsamma ökningen under de senaste åren. På senare tid har årstakten i icke-finansiella företags utgivning av räntebärande värdepapper minskat något. Om man ser till utvecklingen på kort sikt när det gäller säsongrensade uppgifter blir minskningen i icke-finansiella företags utgivning mycket mer uttalad från och med augusti 2007. Detta kan ha berott på den ökande

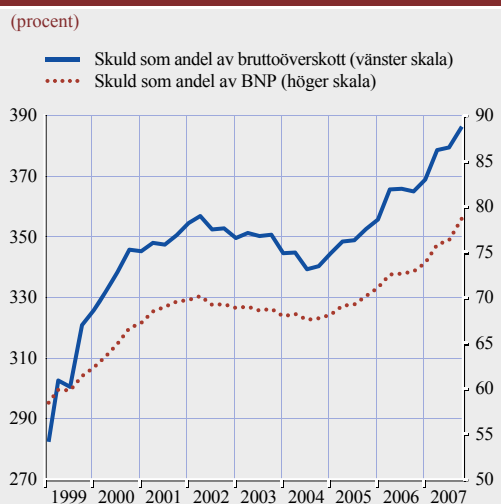
**Diagram 22 Icke-finansiella företags finansieringsgap och dess viktigaste komponenter**



ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer, samt på minskad fusions- och förvärvsverksamhet. Årstakten för de icke-finansiella företags utgivning av noterade aktier tenderade att öka något 2007, men var fortfarande dämpad. Det totalt sett blygsamma bidraget från nettoutgivningen av noterade aktier till den samlade finansieringen av företagssektorn i euroområdet berodde förmodligen på en betydligt högre real kostnad för eget kapital än den reala kostnaden för räntebärande värdepapper, dels på den goda tillgången till interna medel. Samtidigt steg bruttoutgivningen något 2007 till följd av utvecklingen för både börsintroduktioner och nyemissioner.

Den totala ökningen av icke-finansiella företags externa finansiering kan kopplas till det större finansieringsgapet eller nettouplåningen – mätt som skillnaden mellan företags sparande och icke-finansiella investeringar (se diagram 22). Det ökade finansieringsgapet för icke-finansiella företag i euroområdet 2006 och de tre första kvartalen 2007 berodde på ökade reala investeringar och företags minskade sparande. I ett läge med stora rörelsevinster berodde företags minskade sparande främst på ökade räntebetalningar, men även på att företagen

**Diagram 23 Icke-finansiella företags skuldkvoter**



Källor: ECB, Eurostat och ECB:s beräkningar.  
 Anm. Skulden baseras på europeiska sektorns kvartalsbokslut. Det inkluderar lån, utgivna räntebärande värdepapper och pensionsfundsreserver. Data inkluderar till och med tredje kvartalet 2007.

genom räntebärande värdepapper till ytterligare ökning av skuldkvoterna, i en fortsättning på den trend som noterats sedan början av 2005 (se diagram 23). I detta avseende steg den beräknade skulden i förhållande till BNP och den beräknade skulden i förhållande till driftöverskottet brutto till omkring 78 % respektive 386 % sista kvartalet 2007. Efter den period av konsolidering under 2002–2004, som följde på en kraftigt ökad skuldsättning under senare hälften av 1990-talet, har de icke-finansiella företags skuldkvoter stigit oavbrutet de senaste tre åren. Till skillnad från deras skuld i förhållande till inkomster var de icke-finansiella företags skuld i förhållande till finansiella tillgångar fortsatt stabil de tre första kvartalen 2007, efter att ha minskat sedan första kvartalet 2003. Den senaste tidens ökade skuldsättning har tillsammans med räntehöjningarna lett till att de icke-finansiella företags räntebörda har ökat kraftigt under 2007.

delade ut en större andel av sina vinster under denna period.

### STIGANDE SKULDSÄTTNING HOS FÖRETAGEN

När det gäller utvecklingen av euroområdet icke-finansiella företags balansräkningar ledde den betydande ökningen av finansiering

### 2.3 PRIS- OCH KOSTNADSUTVECKLINGEN

Den totala HIKP-inflationen låg i genomsnitt på 2,1 % 2007, dvs. 0,1 procentenhet lägre än de två föregående åren (se tabell 1). Genomsnittet under 2007 är emellertid ett resultat av två olika mönster i HIKP-

**Tabell 1 Prisutveckling**

(årlig förändring i procent, om inget annat anges)

	2005	2006	2007	2006 4 kv	2007 1 kv	2007 2 kv	2007 3 kv	2007 4 kv	2008 jan	2008 feb
<b>HIKP och dess komponenter</b>										
HIKP totalt <sup>1)</sup>	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energi	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Oförädlade livsmedel	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Förädlade livsmedel	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Industrivaror exkl. energi	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Tjänster	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
<b>Andra pris- och kostnadsindikatorer</b>										
Industrins producentpriser <sup>2)</sup>	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Oljepriser (euro/fat) <sup>3)</sup>	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Råvarupriser <sup>4)</sup>	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

Källor: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) och ECB:s beräkningar.

Anm. Uppgifterna om industrins producentpriser avser euroområdet inklusive Cypern och Malta.

1) HIKP-inflation i januari 2008 enligt Eurostats snabbstatistik.

2) Exklusive byggverksamhet.

3) Brent Blend (en månads termin).

4) Exklusive energi; i euro.

utvecklingen under året: den årliga inflationen låg under 2 % och var i stort sett stabil fram till slutet av sommaren, men steg därefter i snabb takt. I september 2007 låg konsumentprisinflationen något över 2 % för första gången sedan augusti 2006. Därefter steg den ytterligare till som högst 3,1 % i november och december 2007.

HIKP-inflationens utveckling 2007 berodde främst på kraftigt stigande priser på energi och livsmedel (se diagram 24). Effekterna av oljeprishöjningarna i början av 2007 på energipris-komponenten i HIKP reducerades av gynnsamma baseffekter fram till juli 2007. Därefter ledde en kombination av stigande

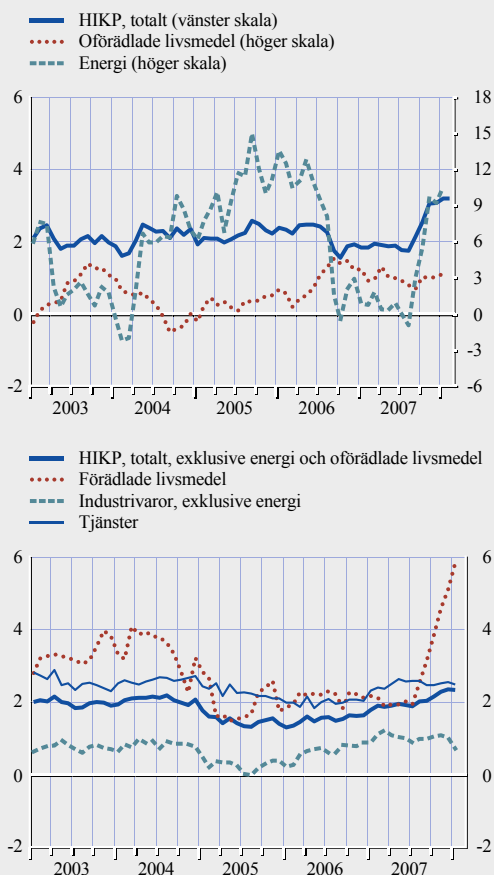
oljepriser och negativa baseffekter till ett kraftigt bidrag till den totala HIKP-inflationen från denna komponent. Den årliga förändringstakten i priserna på oförädlade livsmedel steg under större delen av 2007. Priserna på förädlade livsmedel steg från och med slutet av sommaren och bidrog kraftigt till den högre inflationen under årets sista månader.

Under 2007 påverkades HIKP-inflationen dessutom av en momshöjning på 3 procentenheter i Tyskland som trädde i kraft den 1 januari 2007.

Arbetskraftskostnaderna var fortsatt måttliga fram till tredje kvartalet 2007, medan enhetsarbetskostnaderna ökade något till följd av en långsammare arbetsproduktivitetsutveckling.

**Diagram 24 HIKP-inflationen fördelat på de viktigaste delkomponenterna**

(årliga procentuella förändringar; manadsuppgifter)



Källa: Eurostat.

#### HIKP-INFLATIONEN PÅVERKADES KRAFTIGT AV ENERGI- OCH LIVSMEDELSPRISERNAS UTVECKLING

En närmare granskning av HIKP-utvecklingen under 2007 visar att oljeprishöjningar och baseffekter till följd av den tidigare prisutvecklingen på energi, i kombination med prisökningar på livsmedel, hade ett stort inflytande på HIKP-inflationen.

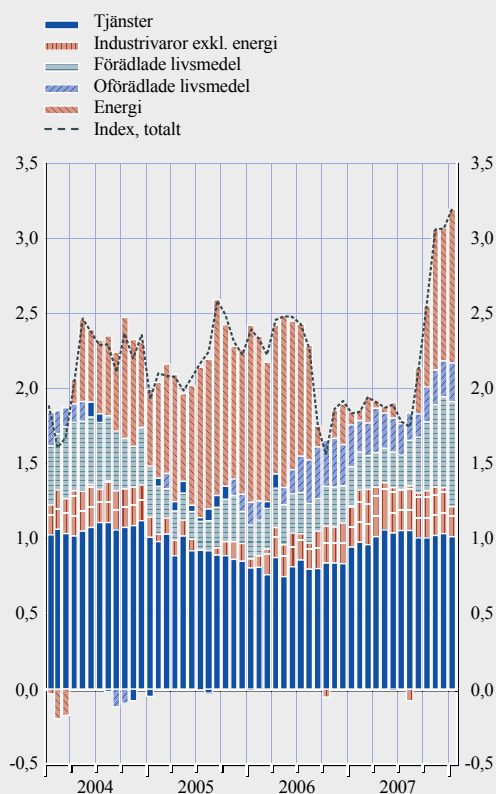
I mitten av januari 2007 upphörde den betydande nedgång i världsmarknadspriserna på olja som hade inletts i augusti 2006 och priserna började åter stiga. I december 2007 var oljepriserna omkring 32 % högre än ett år tidigare.<sup>5</sup> Under flera månader under perioden januari–juli 2007 reducerades effekterna av prishöjningarna på olja på energipris-komponenten i HIKP av gynnsamma baseffekter till följd av den kraftiga uppgången i energipriserna ett år tidigare. Från och med september 2007 ledde en kombination av stigande oljepriser och negativa baseffekter till ett kraftigt bidrag från energikomponenten till den totala HIKP-inflationen (se diagram 25). Under årets fjärde kvartal låg den årliga förändringstakten i energipriser i HIKP på 8,1 %, jämfört med ett genomsnitt på 0,8 % under årets första tre kvartal. Samtidigt som

5 Det årliga genomsnittliga priset i euro på ett fat Brent-råolja var i stort sett oförändrat under 2007, medan oljepriserna under 2006 i genomsnitt var 19 % högre än priserna 2005.



**Diagram 25 Huvudkomponenternas bidrag till HIKP-inflationen**

(årliga bidrag i procent; månadsuppgifter)



Källa: Eurostat.

Anm. På grund av avrundning överensstämmer summan av bidragen inte helt med det totala indexet.

månadsutvecklingen i den årliga HIKP-inflationen påverkades av baseffekter utjämnade gynnsamma och ogynnsamma baseffekter i stort sett varandra under året som helhet, vilket tyder på att energikomponentens bidrag till den totala inflationen under 2007 speglade prisökningar på olja under årets lopp (se ruta 4).

Priserna på oförädlade livsmedel – som utgör den andra normalt volatila inflationskomponenten – bidrog också till ökningen av den totala inflationen 2007, efter en uppgång i denna komponent 2006. Den årliga förändringstakten i priserna på oförädlade livsmedel var fortsatt hög under större delen av 2007, även om utvecklingen på månadsbasis kännetecknades av kraftig volatilitet, främst till följd av prisändringar på frukt och grönsaker, som påverkades av dåliga väderförhållanden i Europa, särskilt under våren 2007. Priserna på kött, som steg stadigt under 2006, fortsatte att stiga i hög takt 2007. Denna utveckling speglade delvis högre världsmarknadspriser på djurfoder och andra insatskostnader.

Priserna på förädlade livsmedel, som började öka i starkare takt mot slutet av sommaren, bidrog kraftigt till ökningen av HIKP-inflationen i slutet av 2007. Under årets sista kvartal låg den årliga ökningstakten i komponenten förädlade livsmedel

#### Ruta 4

##### INVERKAN AV BASEFFEKTER FRÅN ENERGIKOMponentEN PÅ HIKP-INFLATIONEN 2007

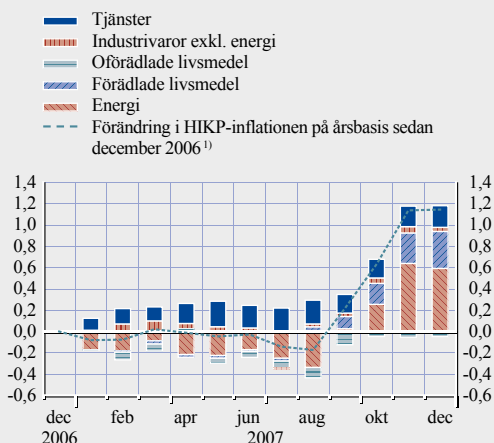
Den årliga HIKP-inflationen steg kraftigt under 2007. I december hade den stigit till 3,1 % – den högsta nivån sedan maj 2001 – från 1,9 % i november 2006. Denna ökning berodde nästan helt på att inflationen på årsbasis steg kraftigt i september, oktober och november, och drevs främst av stora bidrag från prisutvecklingen i komponenterna energi och förädlade livsmedel (se diagram A).

Det är viktigt att fastställa i vilken omfattning förändringar i den årliga inflationen speglar den aktuella utvecklingen (dvs. faktiska ”händelser” från månad till månad) och i vilken omfattning de speglar effekter till följd av volatiliteten i priserna året innan, genom s.k. baseffekter.<sup>1</sup> I denna

1 En baseffekt kan definieras som bidraget till förändringen i inflationstakten mätt från år till år under en viss månad som härrör från en avvikelse i förändringstakten mätt från månad till månad under basmånaden (dvs. samma månad ett år tidigare) från det vanliga eller ”normala” mönstret, med hänsyn till säsongvariationer.

**Diagram A Bidrag till förändringen i HIKP-inflationen på årsbasis sedan december 2006**

(procentenheter)

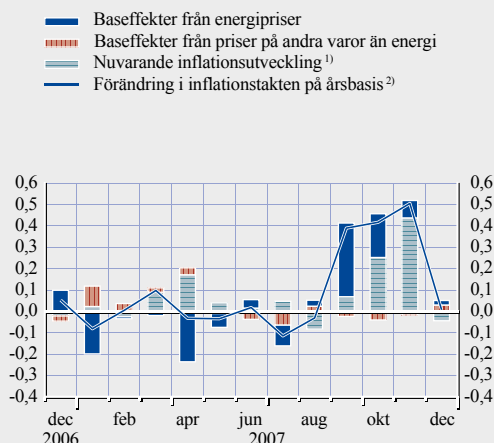


Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

1) Beräknat som skillnaden mellan ökningen i HIKP en viss månad jämfört med samma period ett år tidigare och ökningen i HIKP i december 2006.

**Diagram B Dekomponering av månadsförändringar i HIKP-inflationen på årsbasis**

(procentenheter)



Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

1) Beräknat som skillnaden mellan förändringen i inflationstakt på årsbasis och de samlade baseffekterna från energipriser och priser på andra varor än energi.

2) Beräknat som skillnaden i inflationstakt på årsbasis mellan två på varandra följande månader.

ruta granskas den betydelse som baseffekter, särskilt baseffekter från energiprisutvecklingen, har på den aktuella utvecklingen av HIKP-inflationen. Dessutom ges viss information om den eventuella inverkan av baseffekter under 2008.

Genom att härleda ett månatligt säsongsmonter för varje HIKP-komponent blir det möjligt att separera bidragen från baseffekter och den aktuella utvecklingen av månadsförändringar i årstakten för HIKP-inflationen (se diagram B).<sup>2</sup>

Under 2007 påverkades den totala inflationsutvecklingen i stor utsträckning av baseffekter, vilket var väntat.<sup>3</sup> Baseffekter från energipris-komponenten stod för det största månatliga bidraget under året, till följd av den volatila månatliga oljeprisutvecklingen 2006. Mellan januari och juli 2007 hade gynnsamma baseffekter från energikomponenten en nedåtriktad inverkan på den totala inflationen. Under andra hälften av 2007 påverkades däremot ökningstakten i den årliga HIKP-inflationen av ogynnsamma baseffekter från energikomponenten som var särskilt kraftiga i september och oktober. Baseffekterna från andra komponenter än energi var totalt sett relativt små under 2007.

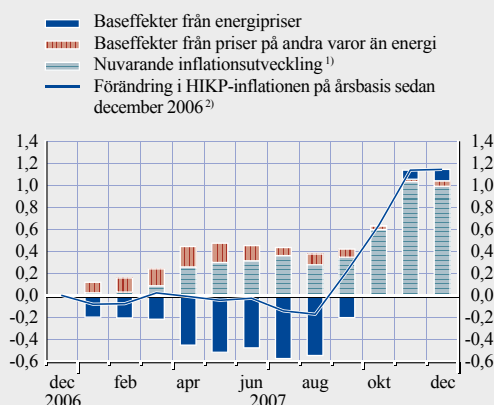
Trots detta drevs inflationsutvecklingen under årets sista kvartal främst av prisutvecklingen från månad till månad, till följd av uppgången på senare tid i energipriserna samt priserna på förädlade livsmedel. Särskilt i november berodde energikomponentens bidrag till ökningen av HIKP-inflationen på genomslaget från de senaste höjningarna av världsmarknadspriserna på olja.

2 Baseffektens bidrag till månatliga förändringar i inflationen mätt från år till år beräknas som avvikelser i den (icke-säsongsrensade) förändringen månad från månad 12 månader tidigare från den beräknade "normala" förändringen mätt från månad till månad. Den "normala" förändringen mätt från månad till månad beräknas genom att en beräknad säsongsfaktor för varje månad läggs till den genomsnittliga förändringen mätt från månad till månad som observerats sedan januari 1995.

3 Se rutan med rubriken "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" i ECB Monthly Bulletin, januari 2007.

### Diagram C Dekomponering av förändringar i HIKP-inflationen på årsbasis sedan december 2006

(procentenheter)



Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

1) Beräknat som skillnaden mellan förändringen i inflationstakten på årsbasis sedan december 2006 och den kumulativa bas-effekten från energipriser och från priser på andra varor än energi sedan december 2006.

2) Beräknat som skillnaden mellan årlig HIKP-inflationstakt en given månad och den årliga HIKP-inflationstakten i december 2007.

Vid sidan om råoljeprisernas inverkan ökade även raffineringsmarginalen något, vilket speglade ökade vinster för energileverantörer. I december utövade energikomponenten däremot ett visst nedåtryck på den totala inflationstakten, men detta uppvägdes i stort sett av ytterligare uppåtryck från priser på förädlade livsmedel. Nedgången i energikomponenten berodde främst på effekten av en nedgång i råoljepriserna under månaden, medan baseffekten från utvecklingen i energipriserna ett år tidigare var nästan försumbar.

Om man ser till året som helhet hade de totala baseffekterna från energikomponenten och andra komponenter än energi en relativt liten samlad inverkan på den årliga ökningstakten i HIKP-inflationen, eftersom gynnsamma och ogynnsamma effekter nästan helt uppvägdes varandra (se diagram C).

Av den totala ökningen på 1,1 procentenhet i den årliga ökningstakten i HIKP-inflationen mellan december 2006 och december 2007, berodde endast 0,1 procentenhet på den samlade uppåtriktade effekten av baseffekter från energikomponenten, medan resterande 1 procentenhet speglade prisutvecklingen under 2007. Merparten av den totala ökningen av den årliga HIKP-inflationen tycks därmed ha berott på den aktuella inflationsutvecklingen.

Framöver förväntas HIKP-inflationen sjunka under 2008, förutsatt att en del av den senaste tidens uppgångar i världsmarknadspriserna på energi och livsmedelsråvaror går tillbaka i linje med terminspriser. Under 2008 väntas totala baseffekter från både energipriserna och priser på andra varor än energi bidra väsentligt till en långsammare inflationsutveckling (med ca 1,1 procentenhet sammanlagt under 12-månadersperioden fram till 2008).<sup>4</sup> Effekten kommer i allmänhet att vara koncentrerad till slutet av året eftersom de kraftiga uppgångarna i energi- och livsmedelspriserna andra halvåret 2007 inte längre kommer att omfattas av den årliga jämförelsen 12 månader senare. Om dessa negativa baseffekter även kommer att leda till en lägre HIKP-inflation är emellertid i mycket hög grad beroende av att det inte uppstår några ytterligare störningar i olje- och livsmedelspriserna och av en måttlig utveckling i de övriga HIKP-komponenterna, framför allt frånvaron av andrahandseffekter.

4 Se rutan med rubriken "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" i ECB Monthly Bulletin, januari 2008.

på 4,5 %, dvs. den högsta takten någonsin sedan starten av den monetära unionen 1999. Ökningen av den årliga förändringstakten för förädlade livsmedel skedde i ett läge med kraftiga ökning av världsmarknadspriserna på vissa jordbruksråvaror, som drevs av en kombination

av tillfälliga och strukturella faktorer (se ruta 5). Delkomponenterna "bröd och spannmål" och "mjölk, ost och ägg" påverkades mest.

Priserna på industrivaror exklusive energi steg med 1,0 % 2007, vilket var en större

## INFLATIONEN I PRISERNA PÅ LIVSMEDEL I EUROOMRÅDET

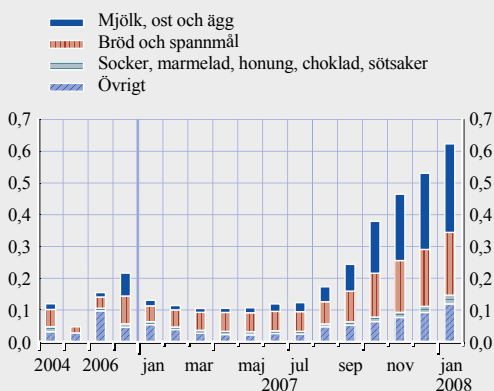
Livsmedelspriserna steg kraftigt i euroområdet under andra hälften av 2007 både i producent- och konsumentledet. I producentledet steg priserna på livsmedel och drycker med i genomsnitt 4,5 % 2007, vilket är den högsta takten på över sex år. Livsmedelspriserna i HIKP steg med 4,3 % i december 2007, jämfört med ett genomsnitt på 2,4 % 2006. Uppgången i livsmedelspriserna i HIKP drevs främst av komponenten förädlade livsmedel. Inom denna komponent steg priserna på spannmål och bröd samt priserna på mjölk, ost och ägg särskilt mycket (se diagram A). Livsmedelspriserna hade stor betydelse för den totala HIKP-inflationen andra halvåret 2007. I denna ruta granskas de potentiella faktorer som driver inflationen i livsmedelspriserna i euroområdet och utsikterna diskuteras.

De stigande livsmedelspriserna i euroområdet beror till största delen på globala faktorer. Priserna på flera jordbruksråvaror, t.ex. spannmål och oljeväxter, steg kraftigt på världsmarknaderna 2007 (se diagram B).

Prisökningarna berodde delvis på tillfälliga faktorer, t.ex. dåliga väderförhållanden i vissa länder med stor export av jordbruksråvaror, vilket påverkade utbudet av sådana råvaror på världsmarknaderna. Höga energipriser ökade dessutom kostnaderna för energiintensiva insatsvaror i jordbruket, t.ex. gödningsmedel och bränsle för transporter och maskiner. Dessutom drevs världsmarknadspriserna på livsmedel upp av en kraftigt ökad global efterfrågan på livsmedel som är en följd av nya konsumtionsvanor i många tillväxtekonomier och den stigande efterfrågan på vissa jordbruksråvaror för nya användningsområden, framför allt produktionen av biobränslen. Eftersom denna utveckling är av strukturell karaktär kommer den sannolikt att utöva ett uppåtttryck på livsmedelspriserna på världsmarknaden även i framtiden. Prisökningarna på mejeriprodukter kan även ha speglat det faktum att strukturen på mjölkmarknaderna skiljer sig

**Diagram A Bidrag från priser på förädlade livsmedel till HIKP-inflationen på årsbasis**

(procentenheter)

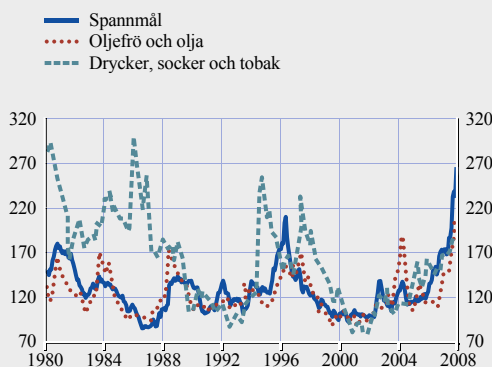


Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

Anm. Den vänstra delen visar det årliga bidraget för åren 2004-2007.

**Diagram B Prisutveckling på livsmedel och tropiska drycker**

(månadsuppgifter i USD; indexnummer: genomsnitt 2000 = 100)



Källa: Hamburg Institute of International Economics och ECB:s beräkningar.

Anm. Senaste observationen avser december 2007.

## HIKP förädlade livsmedel exklusive tobak i euroländerna

(årlig förändring i procent)

	Vikter	Genomsnitt			Årstakt	
	2007	2005	2006	2007	2007 dec.	2008 feb.
Belgien	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Tyskland	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irland	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grekland	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Spanien	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Frankrike	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italien	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luxemburg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Nederländerna	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Österrike	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugal	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Slovenien	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finland	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Euroområdet	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

mellan olika länder i Europa, förutom prisökningarna på globala marknader för mjölk, djurfoder och andra insatsvaror.

Att prischocken på livsmedel är ett globalt fenomen understryks av att livsmedelspriserna började stiga samtidigt i flera stora ekonomier utanför euroområdet 2007. Dessutom steg även priserna på de livsmedelskomponenter som bidrog mest till inflationen i euroområdet (t.ex. spannmål och mejeriprodukter) i dessa ekonomier, vilket tyder på att det låg en gemensam chock bakom prisökningarna.

I euroområdet slog den globala prischocken på livsmedel igenom i priserna i enskilda euroländer med avsevärt varierande hastighet och omfattning. Den årliga HIKP-inflationen för förädlade livsmedel exklusive tobak 2007 varierade till exempel från 5,7 % i Slovenien – den högsta takten i euroområdet – till 0,7 % i Frankrike och 0,8 % i Finland, där takten låg långt under genomsnittet i euroområdet (se tabellen). Färskare uppgifter visar på en kraftigare prisinflation för förädlade livsmedel i de två sistnämnda länderna.

Detaljhandelsmarknaderna för livsmedel är sedan länge segmenterade mellan länderna. Därför kan skillnader i efterfrågeförhållanden, marknadsstrukturer, prisnivåer på livsmedel och konkurrenstryck inom detalj- och distributionssektorerna förmodligen vara orsaken till att livsmedelspriserna reagerade olika på den gemensamma externa chocken.

Utsikterna för både internationella och inhemska livsmedelspriser är fortsatt mycket osäkra. Även om utbudet av jordbruksprodukter så småningom bör reagera på den ökande efterfrågan, kan inhämtningsperioden bli längre än vad som för närvarande väntas. Dessutom är livsmedelspriserna beroende av ett antal faktorer som är svåra att förutse, däribland tekniska framsteg och eventuella energipolitiska förändringar. Totalt sett förefaller riskerna ligga på uppåtssidan.

ökning än de föregående åren. Detta var som signalerats av inhemska producentpriser framför allt en följd av momshöjningen i på konsumtionsvaror, och det faktum att Tyskland, det kostnadstryck från insatsvaror kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin

låg på historiskt höga nivåer under hela året. Dessa effekter mer än uppvägde den dämpande inverkan av lägre pristryck på importen, vilket speglade växelkursutvecklingen, i samband med stark internationell konkurrens. Slutligen ökade priserna på tjänster kraftigt i början av 2007, främst till följd av momshöjningen i Tyskland, och låg kvar på höga nivåer under hela året.

Medan den årliga ökningstakten i totala HIKP i stort sett var stabil under 2007, ökade den årliga takten i HIKP exklusive den volatila komponenten oförädlade livsmedel och komponenten energi till 2,0 % 2007, jämfört med 1,5 % de föregående två åren. Denna indikator påverkades av den tyska momshöjningen i början av året. Den var oförändrad på 1,9 % mellan februari och juli 2007, men började därefter åter att öka i augusti, främst till följd av kraftiga prisökningar på förädlade livsmedel. I slutet av året låg HIKP-inflationen exklusive oförädlade livsmedel och energi på 2,3 %, den högsta nivån sedan slutet av 2002.

### LÄGRE GENOMSnittlig INFLATION I PRODUCENTLEDET, MEN UPPÅTRYCK MOT SLUTET AV 2007

Inflationen i producentledet sjönk under årets första hälft, främst till följd av baseffekter från energikomponenten, för att sedan stiga, pådriven av prisutvecklingen på energi och livsmedel.

Den årliga förändringstakten i industrins producentpriser (exklusive byggsektorn) i euroområdet uppgick till 2,8 % 2007, dvs. avsevärt lägre än de två föregående åren. Prisinflationen i producentledet, som nådde en högsta nivå på 6 % i juli 2006, minskade undan för undan till 1,8 % i juli 2007, främst till följd av baseffekter som påverkade energikomponenten. Från och med september 2007 ledde högre årliga ökningstakter i producentpriserna på energi – till följd av oljeprisökningar och baseffekter – och en ökning av producentpriserna på energi till en ökning av inflationen i producentledet. I december 2007 låg inflationen i producentledet på 4,3 %.

Den årliga ökningstakten i producentpriserna inom industrin exklusive byggverksamhet och energi sjönk något under året, men var fortsatt hög. Detta berodde på en varierande utveckling i de viktigaste komponenterna (se diagram 26).

Den årliga prisökningstakten för halvfabrikat fortsatte att sjunka under 2007, till 3,5 % i december från som högst 6,5 % i augusti 2006. Under årets första hälft steg priserna på halvfabrikat alltjämt på grund av högre råvarupriser inom industrin, som är den faktor som påverkar deras utveckling mest. Den senare nedgången i världsmarknadspriserna på råvaror, samt apprecieringen av euron, dämpade prisutvecklingen inom flera delar av sektorn för halvfabrikat. Priserna ökade kraftigt för producenter av livsmedelsrelaterade varor under årets tredje kvartal till följd av stigande världsmarknadspriser på vissa jordbruksråvaror (se ruta 5). Den årliga ökningen av priserna på kapitalvaror upphörde i juni 2007 och vände till en minskning till 1,5 % fjärde kvartalet 2007,

Diagram 26 Producentpriser inom industrin

(årliga procentuella förändringar, månadsuppgifter)



Källa: Eurostat.

Anm. Uppgifterna avser euroområdet inkl. Cypern och Malta.

vilket speglade de gynnsamma effekterna av eurons appreciering.

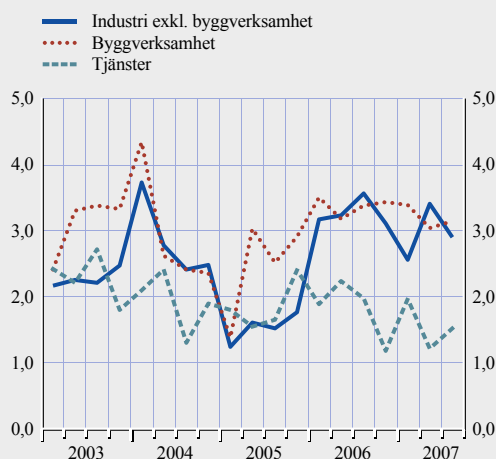
Längre fram i produktionskedjan fortsatte priserna på konsumtionsvaror den stigande utveckling som har observerats sedan mitten av 2005. Den årliga förändringstakten i de totala priserna på konsumtionsvaror steg till 3,9 % i december 2007, den högsta ökningstakten sedan starten av den monetära unionen 1999. Denna utveckling drevs främst av priserna på icke varaktiga konsumtionsvaror, som steg från och med juli till följd av det globala uppåttrycket på livsmedelspriserna som pressade upp priserna i konsumentledet. Exklusive priser på tobak och livsmedel var den årliga förändringstakten i priser på konsumtionsvaror emellertid oförändrad på runt 1,3 % hela året

#### FORTSATT MÅTTLIGA ARBETSKRAFTSKOSTNADER

Den årliga ökningstakten i löner inklusive kollektiva avgifter per anställd var fortsatt måttlig 2007. Den genomsnittliga årliga ökningstakten under årets tre första kvartal låg på 2,0 %, dvs. något lägre än den genomsnittliga ökningstakten 2006 (se tabell 2). Sektorsstatistik visar att liksom året innan var ökningstakten i fråga om löner inklusive kollektiva avgifter per anställd under 2007 högre inom industrisektorn än inom tjänstesektorn, vilket är helt i linje med produktivitetens utvecklingen (se diagram 27). Inom industrisektorn låg den genomsnittliga ökningstakten under de tre första kvartalen 2007 i stort sett i linje med utvecklingen sedan början

**Diagram 27 Löner inklusive kollektiva avgifter per anställd inom olika sektorer**

(årliga procentuella förändringar; kvartalsuppgifter)



Källa: Eurostat och ECB:s beräkningar.

av 2006. Årstakten för löner inklusive kollektiva avgifter per anställd inom byggsektorn mattades av – även om den var något högre än inom industrisektorn – under året i samband med de första tecknen på en sysselsättningsnedgång inom denna sektor. Den årliga ökningstakten för löner inklusive kollektiva avgifter per anställd inom tjänstesektorn var lägre de tre första kvartalen 2007 än de två föregående åren.

Den genomsnittliga ökningen av de totala arbetskostnaderna per timme under de tre första kvartalen 2007 var lägre än ökningstakten 2006. Den svagare årstakten för löner inklusive kollektiva

**Tabell 2 Arbetskostnadsindikatorer**

(årlig förändring i procent, om inget annat anges)

	2005	2006	2007	4 kv 2006	1 kv 2007	2 kv 2007	3 kv 2007	4 kv 2007
Avtalslöner	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Totala arbetskostnader per timme	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Löner inkl. kollektiva avgifter per anställd	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Memo:</i>								
Arbetsproduktivitet	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Enhetsarbetskostnader	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Källor: Eurostat, nationella uppgifter och ECB:s beräkningar.

Anm. Uppgifter om löner inkl. kollektiva avgifter per anställd, arbetsproduktivitet och enhetsarbetskostnader avser euroområdet inklusive Cypern och Malta.

avgifter per anställd och totala arbetskostnader per timme berodde delvis på de dämpande effekterna av sänkningar av socialförsäkringsavgifter som genomfördes i vissa euroländer 2007.

Andra tillgängliga arbetskostnadsindikatorer bekräftar att löneutvecklingen förblev måttlig under 2007. I synnerhet uppgick ökningen av avtalade löner till i genomsnitt 2,1 % i euroområdet 2007, dvs. något under nivån 2006, även om löneutvecklingen varierade stort mellan länderna. Den lägre arbetslösheten tycks ha haft en relativt måttlig inverkan på löneavtalen. Struktureller reformer på arbets- och produktmarknader, ändringar i sammansättningen av arbetskraftsutbud och sysselsättning, och internationell konkurrens tycks ha bidragit till en fortsatt måttlig arbetskostnadsutveckling i euroområdet.

Trots en måttlig löneutveckling steg den årliga ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna något under året, främst till följd av en nedgång i ökningen av arbetsproduktiviteten. Enhetsarbetskostnaderna steg med i genomsnitt 1,1 % de tre första kvartalen 2007, jämfört med genomsnitt på 0,9 % och 1,0 % de två föregående åren. Ökningen i enhetsarbetskostnaderna fick lönsamhetsutvecklingen att sjunka något under 2007. Indikatoren för det totala vinstpåslaget,

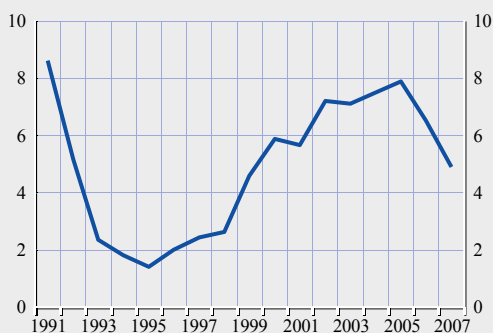
mätt som skillnaden mellan BNP-deflatorn och enhetsarbetskostnaderna, pekade på en fortsatt stadig vinstökning fram till tredje kvartalet 2007, om än långsammare än 2006. Den genomsnittliga vinstökningen under de tre första kvartalen 2007 uppgick till 0,6 %, jämfört med 0,8 % 2006.

### BOSTADSPRISUTVECKLINGEN DÄMPADES YTTRELLIGARE

Utvecklingen i euroområdets bostadspriser, som inte ingår i HIKP, dämpades första halvåret 2007, i en fortsättning på trenden andra halvåret 2005 och 2006 (se diagram 28). Enligt de senaste beräkningarna minskade den årliga ökningstakten i bostadspriserna i euroområdet som helhet till 5,0 % första halvåret 2007, från 6,1 % andra halvåret 2006. Tillgängliga uppgifter på nationell nivå tyder på att den dämpande bostadsprisutvecklingen var särskilt uttalad i de länder där bostadspriserna ökat relativt mycket de senaste åren, t.ex. Belgien, Irland, Spanien, Frankrike och Malta. I Italien, Nederländerna och Österrike tyder tillgängliga uppgifter däremot på att bostadsprisutvecklingen var i stort sett oförändrad 2007 jämfört med 2006. När det gäller Tyskland steg bostadspriserna något 2007, efter en dämpad utveckling fram till 2005.

**Diagram 28 Bostadsprisutvecklingen i euroområdet**

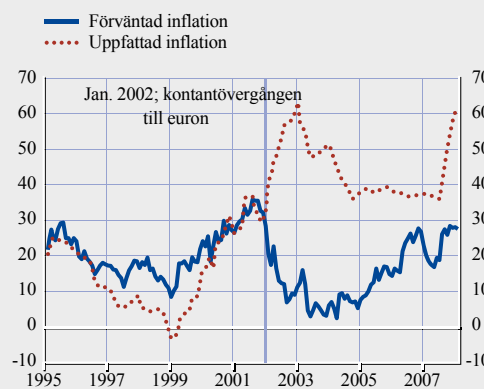
(årliga procentuella förändringar; årssuppgifter)



Källa: ECB:s beräkningar, baserade på icke-harmoniserade nationella uppgifter.  
Anm. Uppgifterna för 2007 avser det första halvåret.

**Diagram 29 Uppfattad och förväntad inflation hos konsumenterna i euroområdet i kvalitativa termer**

(nettotal; säsongrensad)



Källa: Europeiska kommissionens företags- och hushållsenkäter.  
Anm. Uppgifterna avser euroområdet inkl. Cypern och Malta.



## UTVECKLINGEN I FRÅGA OM UPPEVD OCH FÖRVÄNTAD INFLATION

Mot bakgrund av uppgången i den totala inflationen mot slutet av 2007 blev den upplevda och förväntade inflationen en nyckelfråga i bedömningen av den framtida inflationsutvecklingen. Europeiska kommissionens mått på konsumenternas kvalitativt upplevda inflation under den föregående 12-månadersperioden ökade kraftigt andra halvåret 2007 efter en ökning av den faktiska inflationen, till de högsta nivåerna sedan kontantutbytet till euron i januari 2002 (se diagram 29).<sup>6</sup> Till skillnad från 2002 ökade konsumenternas inflationsförväntningar för nästa 12-månadersperiod – om än i mindre omfattning – under andra halvåret 2007. På samma sätt visade information som härletts från professionella prognosmakare att enkätbaserade långsiktiga inflationsförväntningar låg kvar på 1,9 % enligt prognoserna i oktober 2007 från Consensus Economics och ökade till 2,0 % enligt Euro Zone Barometer från januari 2008 och ECB:s enkät SPF (Survey of Professional Forecasters) för första kvartalet 2008. Dessutom ökade takten i den break even-inflation som härleds från realränteobligationer och swappar i euroområdet efter september 2007, vilket tyder på att den förväntade inflationen eller inflationsriskpremien har ökat på finansmarknaderna (se även avsnitt 2.2 i detta kapitel).

## 2.4 PRODUKTION, EFTERFRÅGAN OCH UTVECKLING PÅ ARBETSMARKNADEN

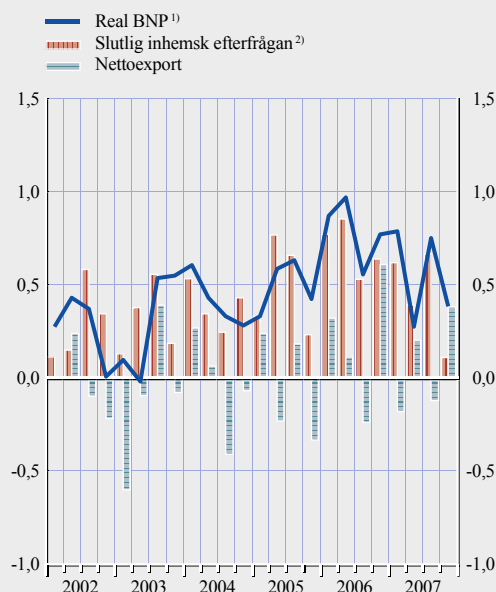
### GYNNSAM EKONOMISK TILLVÄXT 2007

Den ekonomiska utvecklingen var på det hela taget gynnsam 2007, även om tillväxten dämpades något under året. Den reala BNP-tillväxten i euroområdet låg i genomsnitt på 2,6 % 2007, dvs. något lägre än tillväxten på 2,8 % 2006 men högre än tillväxten åren innan (se diagram 30).

Den långsammare BNP-tillväxten 2007 berodde främst på utvecklingen i den privata konsumtionen och privata bostadsinvesteringar. Nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten var 0,4 procentenheter,

Diagram 30 Bidrag till real BNP-ökning per kvartal

(bidrag i procentenheter; kvartalsuppgifter; säsongrensat)



Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

Anm. Uppgifterna avser euroområdet inkl. Cypern och Malta.

1) Procentuell förändring jämfört med kvartalet innan.

2) Definierad som inhemsk efterfrågan exkl. lagerförändringar.

dvs. dubbelt så stort som bidraget 2006 (se tabell 3).

Den långsammare tillväxten berodde – förutom på engångseffekten på konsumtionen av en momshöjning i Tyskland – framför allt på den negativa effekten av högre livsmedels- och energipriser på hushållens reala disponibla inkomster och på konsumenternas och företagets förtroende. Denna inflationsutveckling och den följande finansiella turbulensen som bröt ut i augusti och var nära kopplad till subprimekrisen i USA, bidrog till att konsumenternas och företagets förväntningar försämrades andra halvåret 2007. Den ekonomiska aktiviteten dämpades också av en svagare bostadsmarknad i flera euroländer.

Trots ökad osäkerhet under årets andra hälft var euroområdets ekonomi stark 2007, vilket framgår av den betydande och stadiga minskningen av

<sup>6</sup> För mer information, se rutan med rubriken "Recent developments in consumers' inflation perceptions and expectations in the euro area" i ECB Monthly Bulletin, november 2007.

**Tabell 3 Den reala BNP-tillväxtens sammansättning**

(förändring i procent, om inget annat anges; säsongrensad)

	Årstakt <sup>1)</sup>								Kvartalstakt <sup>2)</sup>				
	2005	2006	2007	2006 4 kv	2007 1 kv	2007 2 kv	2007 3 kv	2007 4 kv	2006 4 kv	2007 1 kv	2007 2 kv	2007 3 kv	2007 4 kv
Real bruttonationalprodukt varav:	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
Inhemsk efterfrågan <sup>3)</sup>	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Privatkonsumtion	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Offentlig konsumtion	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Fasta bruttoinvesteringar	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Lagerförändringar <sup>4)</sup>	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Exportnetto <sup>3)</sup>	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Export <sup>5)</sup>	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Import <sup>5)</sup>	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Realt bruttofördlingsvärde varav:													
Industri exkl. byggverksamhet	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Byggverksamhet	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Marknadsrelaterade tjänster <sup>6)</sup>	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

Anm. Rapporterade data är säsongrensade och delvis kalenderkorrigerade, eftersom inte alla euroländer rapporterar kvartalsvisa nationalräkenskaper som är kalenderkorrigerade. Uppgifterna avser euroområdet inklusive Cypern och Malta.

1) Förändring i procent jämfört med samma period ett år tidigare.

2) Förändring i procent jämfört med kvartalet innan.

3) Bidrag till real BNP-tillväxt; i procentenheter.

4) Inklusive investering i värdeföremål.

5) Export och import omfattar varor och tjänster samt inbegriper gränsöverskridande handel in om euroområdet. Handeln inom euroområdet är inte borttatt i de import- och exportsiffror som används i nationalräkenskaperna. Dessa uppgifter är därför inte helt jämförbara med betalningsbalansstatistiken.

6) Omfattar handel och reparationer, hotell- och restaurangverksamhet, transport och kommunikation, finansiell verksamhet, fastighets-, uthyrnings- och affärsverksamhet.

arbetslösheten. Arbetslösheten i euroområdet sjönk till 7,1 % i december, vilket är den lägsta nivån på 25 år. Denna positiva utveckling beror på starka ekonomiska fundamenta i euroområdet och särskilt på lönsamheten i företagen och en stadig sysselsättningsstillväxt.

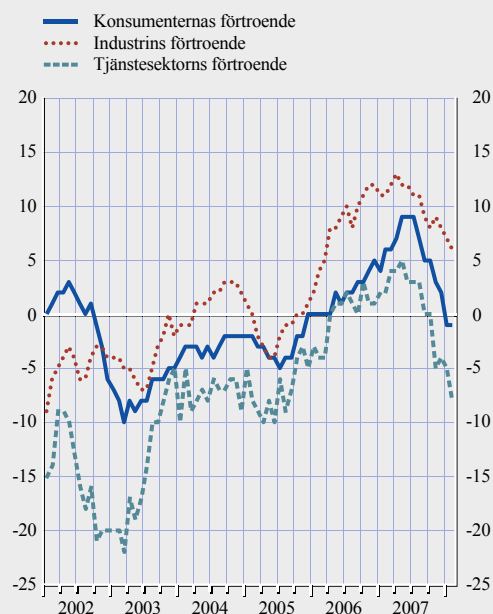
Den privata konsumtionen ökade med 1,4 % 2007, dvs. en nedgång från 1,8 % 2006. Mönstret för konsumtionsutvecklingen under 2007 påverkades kraftigt av en momshöjning i Tyskland i januari 2007. Denna ledde till att inköp tidigare lades för att undvika skattehöjningen, framför allt inköp av dyra varor som till exempel varaktiga konsumtionsvaror. Till följd av detta sjönk årstakten i den privata konsumtionen i euroområdet kraftigt till 1,4 % första kvartalet 2007, från 2,1 % fjärde kvartalet 2006. Hushållens konsumtion återhämtade sig under de följande månaderna, i linje med förbättringarna i hushållens reala disponibla inkomster som främst berodde på den positiva sysselsättningsutvecklingen och, i mindre omfattning, ökningen av hushållens reala förmögenhet. Under årets andra hälft

försvagades undan för undan konsumenternas förtroende, något som tycks ha varit kopplat till turbulensen på finansmarknaderna, oron över situationen i omvärlden och inflationsökningen (se diagram 31). Den finansiella turbulensen antas emellertid endast ha haft en begränsad direkt effekt på konsumtionen, även om kreditkraven för hushåll skärptes under årets sista månader, efter att ha lättat under de föregående kvartalen.

Efter att ha börjat öka starkt igen under 2006 var den totala investeringstillväxten stadig under 2007 och låg på 4,4 % för året som helhet. Tillväxten sjönk dock gradvis under året. Avmattningen märktes framför allt inom bostadsinvesteringar, vilket markerade slutet på konjunkturcykelns expansiva fas inom byggsektorn i ett läge där bostadspriserna började mattas av. Den långsammare takten i bostadsinvesteringarna var mer uttalad i vissa länder som har haft en mycket snabb tillväxt de senaste åren. Enligt Eurosystemets enkätundersökning om bankernas utlåning föll nettoefterfrågan på bostadslån från hushåll

Diagram 31 Konfidensindikatorer

(netttotal i procent: säsongrensad)



Källa: Euroeiska kommissionens företags- och hushållsenkäter.  
Anm. De redovisade siffrorna är beräknade som avvikelser från genomsnittet för perioden sedan januari 1985 för konsumenternas och industrins förtroende och sedan april 1995 för förtroendet inom tjänstesektorn. Uppgifterna avser euroområdet inkl. Cypern och Malta.

kraftigt fjärde kvartalet 2007, vilket berodde på en mindre gynnsam bedömning av utsikterna på bostadsmarknaden och konsumenternas försämrade förtroende.

Trots eurons snabba appreciering under året och stark konkurrens från Kina och andra asiatiska länder ökade euroområdets export kraftigt med 5,9 % 2007, vilket speglade den kraftiga tillväxten i efterfrågan från omvärlden. Även euroområdets import ökade kraftigt och fick draghjälp av den starka utvecklingen i företagens investeringar och export samt eurons appreciering. Totalt bidrog handelsnettot positivt med 0,4 procentenheter till BNP-tillväxten.

Sett till olika sektorer understöddes den ekonomiska aktiviteten under 2007 främst av den oförminskade utvecklingen inom tjänstesektorn, där den årliga tillväxttakten minskade svagt från 2,5 % 2006 till 2,4 % 2007.

Industrisektorn (exkl. byggverksamhet) visade stor motståndskraft under hela året, vilket främst berodde på den robusta exporttillväxten som uppvägs nedgången i byggverksamheten. Ökningen av förädlingsvärdet inom byggsektorn i euroområdet minskade kraftigt 2007, särskilt under årets andra hälft. Som nämnts ovan berodde denna utveckling främst på försämrade förväntningar på bostadsmarknaderna, men tillväxten var även långsammare inom annan byggverksamhet – däribland annan byggverksamhet än bostadsbyggande och anläggningsarbeten.

#### YTTERLIGARE FÖRBÄTTRING PÅ ARBETSMARKNADEN

Arbetsmarknadsläget i euroområdet har visat en klar förbättring de senaste åren. Särskilt 2006, efter år av dämpad tillväxt, ökade sysselsättningen med 1,5 %. Sysselsättnings tillväxten var dessutom mer jämnt fördelad över ålder, kön och grad av utbildning.<sup>7</sup> Den kraftiga sysselsättningstillväxten fortsatte under 2007 och den årliga ökningstakten på 1,7 % var den högsta sedan 2001 (se tabell 4). Sysselsättningstillväxten minskade emellertid under andra hälften av 2007, till följd av svagare ekonomiska förhållanden.

Sett till olika sektorer speglade den snabba sysselsättningstillväxten 2007 delvis ett kraftigt sysselsättningsskapande inom byggsektorn, där sysselsättning ökade med 4,3 % på årsbasis tredje kvartalet 2007, jämfört med 2,7 % under 2006 som helhet. Den utdragna nedgången i sysselsättningen inom industrin (exkl. byggverksamhet) upphörde 2007, då en nettoökning av arbetstillfällena – om än mycket blygsam – observerades för första gången sedan 2001. Sysselsättningen inom tjänstesektorn ökade också mycket snabbt, till 2,2 % tredje kvartalet 2007 från ett genomsnitt på 2,1 % 2006. Detta berodde främst på utvecklingen inom delsektorerna finans- och företagstjänster samt handel och transport. Under andra halvåret 2007 sjönk sysselsättningstillväxten inom dessa delsektorer samt inom byggsektorn,

<sup>7</sup> För mer information se ruta 8 i ECB:s månadsrapport för september 2007.

**Tabell 4 Arbetsmarknadsutveckling**

(förändring i procent jämfört med perioden innan; procent)

	2005	2006	2007	2005	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007
				3 kv	4 kv	1 kv	2 kv	3 kv	4 kv	1 kv	2 kv	3 kv	4 kv
Arbetskraft	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Sysselsättning	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Jordbruk <sup>1)</sup>	-1,2	-1,6	.	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	.
Industri <sup>2)</sup>	-0,3	0,6	.	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	.
- exklusive byggverksamhet	-1,4	-0,3	.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	.
- byggverksamhet	2,3	2,7	.	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	.
Tjänster <sup>3)</sup>	1,5	2,1	.	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	.
Arbetslöshet <sup>4)</sup>													
Totalt	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
Under 25 år	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
25 år och över	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

Anm. Arbetslöshetsuppgifterna avser euroområdet inklusive Cypern och Malta.

1) Inklusive fiske, jakt och skogsbruk.

2) Inklusive tillverkning, byggverksamhet, gruvdrift och mineralutvinning, el-, gas- och vattenförsörjning.

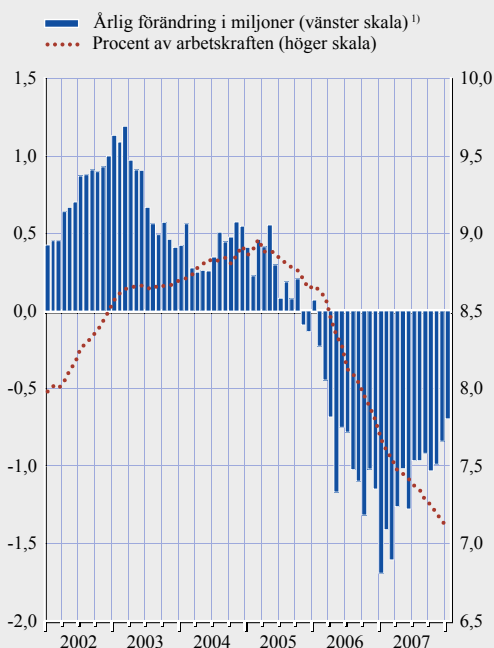
3) Exklusive verksamhet vid internationella organisationer, utländska ambassader o.dyl.

4) Procent av arbetskraften i enlighet med ILO:s rekommendationer.

där nedgången var mer uttalad. Utvecklingen inom byggsektorn berodde på slutet av konjunkturuppgången inom bostadsbyggandet och annan byggverksamhet.

**Diagram 32 Arbetslöshet**

(månadsuppgifter; säsongrensade)



Källa: Eurostat.

Anm. Uppgifterna avser euroområdet inkl. Cypern och Malta.

1) Årliga förändringar är inte säsongrensade.

Arbetslösheten, som började sjunka i början av 2005 och låg på 7,9 % fjärde kvartalet 2006, sjönk ytterligare under 2007 till 7,1 % i slutet av året (se diagram 32).

I genomsnitt sjönk antalet arbetslösa med cirka 80 000 personer per månad 2007. Totalt sett beror den lägre arbetslösheten på den sysselsättningstillväxt som har att göra med konjunkturläget och på effekterna av marknadsreformer och en fortsatt måttlig löneutveckling.

Arbetsproduktivitetsutvecklingen i hela ekonomin, mätt genom reala BNP delat med den totala sysselsättningen, accelererade med knappa 0,8 % 2007, jämfört med 1,3 % 2006 då arbetsproduktiviteten nådde en topp fjärde kvartalet med en årlig tillväxttakt på 1,6 %. Den starkare arbetsproduktivitetsutvecklingen 2006, som främst berodde på konjunkturuppgången i euroområdets ekonomi, var relativ kortlivad och den årliga tillväxten föll till 0,6 % fjärde kvartalet 2007.

### NEDGÅNGEN I ARBETSLÖSHETEN I EUROOMRÅDET PÅ SENARE ÅR

De senaste nio åren har sysselsättningstillväxten i euroområdet ökat med i genomsnitt 1,3 % på årsbasis, medan arbetslösheten har sjunkit med 1,5 procentenheter sedan andra kvartalet 2003, till 7,2 % i december 2007. Denna nedgång beror inte bara på det ekonomiska uppsvinget utan också på effekten av en fortsatt måttlig löneutveckling och arbetsmarknadsreformer i euroområdet.

Om man ser till arbetslöshetsutvecklingen de senaste två åren går det att urskilja två perioder (se diagram A). Den första perioden löper från mitten av 2003 till början av 2005 och kännetecknades av en långsamt växande arbetslöshet, trots att aktiviteten ökade. Detta följde på en period då arbetslösheten steg kraftigt från som lägst 7,8 % i mitten av 2001 till 8,7 % i mitten av 2003. Den andra perioden löper från början av 2005 till 2007 och kännetecknades av att arbetslösheten sjönk kraftigt i ett läge med stadig ekonomisk tillväxt till de lägsta nivåerna sedan i början av 1980-talet. I absoluta tal har arbetslösheten sjunkit med omkring 1,6 miljoner personer sedan juni 2003, och upphävt nästan hela den ökning som ägde rum från mitten av 2001 till mitten av 2003. I denna ruta granskas den sjunkande arbetslösheten i euroområdet sedan 2003, framför allt mönstren beträffande ålder, kön, grad av utbildning och varaktighet.

#### Den sjunkande arbetslösheten beror främst på en stark sysselsättningstillväxt

Nedgången i arbetslösheten är en följd av den starka sysselsättningstillväxten. Den samlade sysselsättningen har ökat med i genomsnitt 0,3 % varje kvartal sedan mitten av 2003, jämfört med knappa 0,1 % mellan mitten av 2001 och mitten av 2003. Detta motsvarar en ökning på mer än 7,5 miljoner anställda. Sett till olika sektorer stod tjänstesektorn för omkring 85 % av sysselsättningsökningen, medan resterande sysselsättning skapades inom byggsektorn. Sysselsättningen inom jordbruket och industrin exklusive byggverksamhet fortsatte att minska.

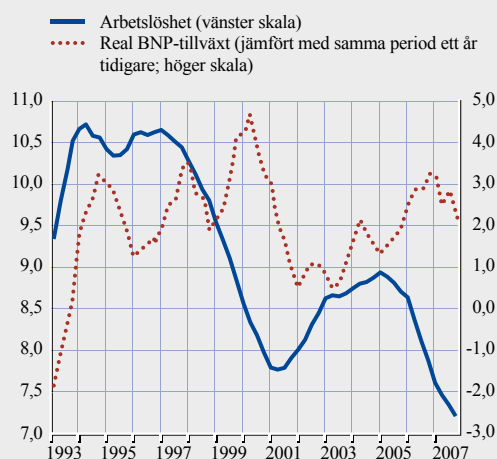
Det är värt att notera att minskningen av arbetslösheten skedde mot bakgrund av en pågående ökning av arbetskraften, även om denna under de senaste två åren har visat vissa tecken på att dämpas. Arbetskraftsutbudet har, främst till följd av ett ökat arbetskraftsdeltagande, fortsatt att öka sedan början av 2003, i en genomsnittlig årstakt på något över 0,9 %. Utvecklingen i sysselsättningen sedan 2003 har med andra ord inte bara absorberat ökningen i arbetskraften utan också lett till en kraftigt minskad arbetslöshet.

#### Alla grupper gynnas av förbättringarna på arbetsmarknaden

Arbetslösheten har sjunkit inom alla relevanta grupper sedan 2003 och särskilt inom grupper

Diagram A Arbetslöshetsutvecklingen i euroområdet

(procent; årliga procentuella förändringar)



Källa: Eurostat.

Anm. Arbetslösheten i procent av arbetskraften.

## Arbetslöshet i euroområdet fördelat på kön, ålder och kvalifikationer

(procent; procentenheter)

	Ålder	2003	2005	2007	Förändring 2003-2007
<b>Alla</b>	över 15	8,7	9,0	7,2	-1,5
<b>Män</b>	över 15	7,7	8,2	6,5	-1,2
<b>Kvinnor</b>	över 15	9,9	10,0	8,0	-1,9
<b>Unga</b>	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
<b>Äldre</b>	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
<b>Kvalifikationer</b>	25-64				
lägre än sekundärskola		10,3	10,2	9,1	-1,2
minst sekundärskola		7,7	7,9	6,2	-1,5
högskola eller universitet		5,2	5,0	4,0	-1,2
<b>Långtidsarbetslöshet</b>	över 15	44,2	45,4	44,4	0,2

Källa: Eurostat.

Anm. Data för 2003, 2005 och 2007 avser juni, mars och december och är härledda från den harmoniserade arbetslöshetsnivån för alla kategorier utom äldre, kvalifikationer och långtidsarbetslösa, för vilka data avser mars och är härledda från EU Labour Force Survey.

där arbetslösheten varit mycket hög, t.ex. ungdomar och kvinnor. Skillnaden i arbetslösheten mellan olika grupper är emellertid fortfarande betydande (se tabellen).

Arbetslösheten bland ungdomar (under 25 år) – som är omkring dubbelt så hög som den totala arbetslöshetsgraden i euroområdet – har sjunkit från 16,5 % i juni 2003 till 14,3 % i december 2007. Totalt sett har omkring en tredjedel av den totala minskningen i arbetslösheten ägt rum i denna grupp. Arbetslösheten bland kvinnor minskade med 1,9 procentenheter till 8,0 % mellan juni 2003 och december 2007, vilket är en klart större minskning än den för manliga arbetstagare. Båda dessa grupper, dvs. ungdomar och kvinnor, har fortsatt gynnats av lättnader i bestämmelserna om visstidsanställning samt av åtgärder som syftar till att främja deltidsarbete, vilket har ökat dessa gruppers anställningsbarhet. De har också gynnats av den strukturella sysselsättningsstillväxten inom tjänstesektorn.

Mindre glädjande är att förhållandet mellan långtidsarbetslösa och antalet arbetslösa tycks ha varit i stort sett oförändrat mellan 2003 och 2007 på något över 44 %, vilket är mycket högt jämfört med andra ekonomiska områden. Förhållandet mellan de som varit arbetslösa i över ett år och den totala arbetslösheten har emellertid minskat med 1,0 procentenhet sedan 2005. Detta tyder på att personer i den gruppen gynnas av den ekonomiska återhämtningen med viss tidsfördröjning. Som framgår av den trendmässiga minskningen gynnas långtidsarbetslösa dessutom av arbetsmarknadsreformer som särskilt syftar till att förbättra anställningsbarheten hos de mest sårbara grupperna och öka incitamenten att arbeta.

### Fler reformer och fortsatt dämpad löneutveckling krävs för att arbetslösheten ska sjunka ytterligare

Totalt sett har arbetslösheten sjunkit mycket kraftigt sedan mitten av 2003. För att den ska sjunka ytterligare under de kommande åren krävs, förutom en dämpad löneutveckling, fortsatta reformer på arbets- och produktmarknaderna i euroområdet. Europeiska kommissionen har nyligen sammanställt en databas (kallad LABREF) över de viktigaste inslagen i de politiska initiativ som tagits sedan 2000, med fokus på utformning, omfattning och varaktighet.<sup>1</sup>

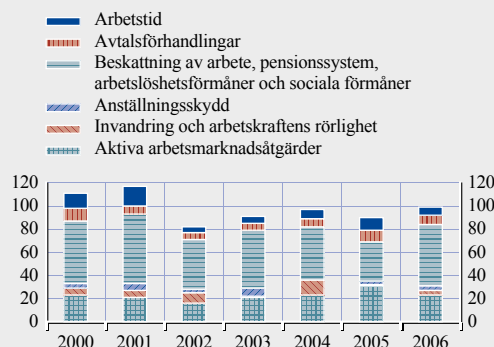
<sup>1</sup> Reformerna har kategoriserats utifrån åtta övergripande politiska dimensioner som omfattar beskattning av arbete, system för arbetslöshetsunderstöd (tillsammans med andra välfärdsrelaterade förmåner), aktiva arbetsmarknadsåtgärder, anställningsskydd, pensionssystem, löneförhandlingar, arbetstidens förläggning, migrationspolitik och arbetstagares rörlighet. Inom dessa övergripande politikområden undersöks totalt 36 åtgärdsområden.

Diagram B visar att mellan 2000 och 2006 har i genomsnitt 98 åtgärder vidtagits i syfte att förändra arbetsmarknadspolitiken i euroområdet. Det har mestadels handlat om aktiva arbetsmarknadsåtgärder (särskilt initiativ som rör offentliga arbetsförmedlingar och yrkesutbildningsorganisationer), följt av pensionssystem (främst beloppet och kriterier för berättigande) och beskattning av arbete (i form av åtgärder som främst påverkar inkomstbeskattning och arbetsgivarnas socialförsäkringsbidrag).

Trots att flera euroländer har gjort framsteg när det gäller att anta och genomföra strukturreformer krävs ytterligare insatser inom flera politikområden. Reformerna bör öka sysselsättningsmöjligheterna för i synnerhet ungdomar och kvinnor. Alla euroländer måste därför undanröja snedvridningar på marknaden och strikt genomföra de nationella reformprogram som står i centrum för Lissabonprocessen. Framstegen när det gäller att förändra lagstiftningen om anställningsskydd och att inom ramen för skatte- och förmånssystem skapa incitament att arbeta har varit relativt begränsade. Kraftfulla reformer inom dessa områden skulle på ett väsentligt sätt bidra till flexiblare arbetsmarknader och stödja euroländernas anpassningsförmåga. Dessutom krävs ökade ansträngningar för att slutföra och fördjupa EU:s inre marknad för varor och tjänster och för att öka forskning och utveckling och innovation, i syfte att öka produktiviteten och sysselsättningsmöjligheterna. Dessutom är reformer av löneförhandlingssystem som syftar till att undanröja stelheter välkomna med tanke på deras betydelse för att minska arbetslöshetsskillnader mellan olika grupper.

**Diagram B Reformintensitet i euroområdet<sup>1)</sup> och fördelning på typ av reform, 2000-2006**

(antal reformer som har genomförts)



Källa: ECB:s beräkningar på grundval av LABREF-databasen.  
1) Inklusive Slovenien.

## 2.5 DE OFFENTLIGA FINANSERNAS UTVECKLING

### FORTSATT BUDGETFÖRBÄTTRINGAR 2007

De offentliga finanserna fortsatte att utvecklas i relativt gynnsam riktning 2007, främst till följd av en stark ekonomisk aktivitet, ytterligare oförutsedda inkomstökningar, vissa konsolideringsinsatser, samt att effekterna av tillfälliga faktorer som ökade Italiens underskott 2006 avtog. Enligt euroländernas uppdaterade stabilitetsprogram minskade det genomsnittliga underskottet i de offentliga finanserna från 1,5 % av BNP 2006 till 0,8 % 2007 (se tabell 5).<sup>8</sup> Underskotten i Italien och Portugal, de två euroländer som omfattas av förfaranden vid alltför stora underskott, sjönk till 2,4 % respektive 3 % av BNP. När det gäller Italien sjönk, enligt mer aktuella beräkningar, underskottet till 1,9 %

av BNP. För Belgiens del uppgick, enligt mer aktuella beräkningar, underskottet för 2007 till 0,1 % av BNP och skuldkvoten till 85,1 % av BNP. För första gången sedan 2000 uppvisade inget av euroländerna ett underskott på mer än 3 % av BNP 2007 (undantaget intäkterna från försäljningen av UMTS-licenser).

Om man jämför siffrorna för 2007 med budgetmålen i de uppdaterade stabilitetsprogram som offentliggjordes i slutet av 2006 och början av 2007, förbättrades det genomsnittliga underskottet i euroområdet med 0,7 procentenheter av BNP. Denna förbättring beror främst på en baseffekt, som

<sup>8</sup> Uppgifterna för 2007 i stabilitetsprogrammet är baserade på uppskattningar och kan skilja sig från de slutgiltiga uppgifterna.

**Tabell 5 Läget i de offentliga finanserna i euroområdet**

(i procent av BNP)

**Offentliga sektorns överskott (+) / underskott (-)**

	2005	2006	2007
Euroområdet	-2,5	-1,5	-0,8
Belgien	-2,3	0,4	-0,3
Tyskland	-3,4	-1,6	0,0
Irland	1,2	2,9	0,5
Grekland	-5,1	-2,5	-2,7
Spanien	1,0	1,8	1,8
Frankrike	-2,9	-2,5	-2,4
Italien	-4,2	-4,4	-2,4
Luxemburg	-0,1	0,7	1,0
Nederländerna	-0,3	0,6	-0,4
Österrike	-1,6	-1,4	-0,7
Portugal	-6,1	-3,9	-3,0
Slovenien	-1,5	-1,2	-0,6
Finland	2,7	3,8	4,5

**Offentliga sektorns bruttoskuld**

	2005	2006	2007
Euroområdet	70,3	68,6	66,7
Belgien	92,2	88,2	84,6
Tyskland	67,8	67,5	65,0
Irland	27,4	25,1	25,1
Grekland	98,0	95,3	93,4
Spanien	43,0	39,7	36,2
Frankrike	66,7	64,2	64,2
Italien	106,2	106,8	105,0
Luxemburg	6,2	6,6	6,9
Nederländerna	52,3	47,9	46,8
Österrike	63,4	61,7	59,9
Portugal	63,7	64,8	64,4
Slovenien	27,4	27,1	25,6
Finland	41,4	39,2	35,3

Källa: Europeiska kommissionen (för 2005-06, för Belgien även 2007), uppdaterade stabilitetsprogram (för 2007) och ECB:s beräkningar.

Anm. Uppgifterna för 2007 stabilitetsprogrammet är baserade på uppskattningar och kan skilja sig från den slutgiltiga uppgiften.

speglar bättre än väntade resultat 2006. För en majoritet av länderna, framför allt Tyskland, Luxemburg och Finland, var resultaten 2007 bättre än väntat.

Till följd av detta minskade den genomsnittliga offentliga skuldkvoten i euroområdet med närmare 2 procentenheter till 66,7 % av BNP, den lägsta skulden i förhållande till BNP sedan starten av etapp tre av EMU 1999. Frankrike samt Irland och Luxemburg (två länder med låg statsskuld) utgjorde undantag till denna utveckling. I sex länder låg dessutom skuldkvoterna kvar över referensvärdet på 60 % av BNP. Trots de förbättrade budgetresultaten

ökade statens utgivning av räntebärande värdepapper i euroområdet 2007 (se ruta 7).

Det genomsnittliga strukturella saldot (dvs. det konjunkturrensade saldot utan beaktande av engångsåtgärder och andra tillfälliga åtgärder) i euroområdet förbättrades från -1,2 % av BNP 2006 till -0,8 % 2007. Denna förbättring speglade snarare en stigande ökning av skatteintäkter utöver den ökning som kan förklaras av utvecklingen i förväntade makroekonomiska skattebaser än konkreta konsolideringsåtgärder på utgiftssidan. Om man ser till enskilda länder rapporterade Tyskland, Grekland, Italien, Portugal och Slovenien väsentliga förbättringar av de strukturella saldona på 0,5 procentenheter



### UTVECKLINGEN I STATENS UTGIVNING AV RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER OCH SKILLNADER I OBLIGATIONSRÄNTOR I EUROOMRÅDET

Under ett år som till största delen kännetecknades av stigande räntor ökade den offentliga sektorns nettoutgivning av räntebärande värdepapper i euroområdet 2007. Denna ökning var anmärkningsvärt kraftig i fråga om utgivningen av kortfristiga värdepapper. I nettotermer ökade euroområdets offentliga sektors upplåning med 2,8 % i december 2007, dvs. knappt 0,4 procentenheter mer än 2006 (se tabell A).<sup>1</sup> Den offentliga skuldkvoten minskade emellertid i de flesta av euroländerna i ett läge med stark ekonomisk tillväxt.

En av anledningarna till att statens utgivning av kortfristiga räntebärande värdepapper ökade i förhållande till långfristiga räntebärande värdepapper med 1 procentenhet 2007 kan vara uppgången i de långa räntorna under årets första hälft. Den brantare avkastningskurvan ledde alltså till att den årliga tillväxttakten för långfristiga räntebärande värdepapper sjönk från 3,4 % 2006 till 2,3 % 2007, samtidigt som den årliga tillväxttakten för kortfristiga räntebärande värdepapper steg betydligt och till och med blev positiv 2007.

En analys av strukturen på den utestående stocken räntebärande värdepapper utgiven av den offentliga sektorn visar att staten dominerar denna utgivning. Staten stod för 93,5 % av den utestående stocken 2007, medan andra delsektorer inom den offentliga sektorn stod för resterande 6,5 %. De senare har emellertid blivit mer aktiva med tiden och deras utgivning av räntebärande värdepapper mer eller mindre fördubblades under perioden 1999–2006 medan statens utgivning stadigt minskade under samma period.

I allmänhet har länderna inte ändrat sin långsiktiga inriktning på skuldförvaltningen. Långfristiga räntebärande värdepapper stod för omkring 92,5 % av den utestående stocken 2007, dvs. något lägre än 2006, medan andelen kortfristiga räntebärande värdepapper ökade från 7,1 % 2006 till 7,5 % 2007 (se tabell B). Som framgår av tabell B gavs den övervägande delen av den offentliga sektorns långfristiga räntebärande värdepapper dessutom ut till fast ränta. Andelen värdepapper som getts ut med rörlig ränta ökade svagt under 2007 och fortsatte därmed den uppåttrend som inleddes 2004.

För att belysa effekten av räntehöjningar på räntebetalningarna på den offentliga sektorns skuld kan förändringen i räntebetalningarna delas upp enligt följande: i) en effekt som härrör

<sup>1</sup> Ökningstakter beräknas på grundval av finansiella transaktioner och exkluderar därför omklassificeringar, omvärderingar, växelkursvariationer och andra förändringar som inte är en följd av transaktioner. För närmare information, se Tekniska anmärkningar för tabell 4.3 och 4.4 i avsnittet "Statistik för euroområdet" i ECB:s månadsrapport.

**Tabell A Årlig ökning i räntebärande värdepapper utgivna av offentliga sektorn i euroområdet**

(procent; vid periodens slut)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Staten, totalt	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
<i>Långfristiga</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
Fast ränta		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
Rörlig ränta		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
<i>Kortfristiga</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Källa: ECB.

**Tabell B Utestående räntebärande värdepapper utgivna av staten i euroområdet; fördelning**

(procent av räntebärande värdepapper utgivna av offentliga sektorn, totalt; vid periodens slut)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Staten	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
Långfristiga räntebärande värdepapper	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
Kortfristiga räntebärande värdepapper	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Övrig offentlig sektor	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
Långfristiga värdepapper	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
Kortfristiga värdepapper	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Offentlig sektor, totalt									
Långfristiga	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
Fast ränta	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
Rörlig ränta	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
Kortfristiga	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Offentlig sektor, totalt, i miljarder euro	3 453,3	3 549,0	3 775,3	3 949,2	4 151,6	4 386,6	4 602,9	4 704,8	4 835,0

Källa: ECB.

från förändringar i statsskulden, ii) en effekt som uppstår till följd av ändrade räntor och iii) en resterande korseffekt.<sup>2</sup> Diagram A visar att under 2007 bidrog ränteförändringen för första gången sedan 2000 positivt till den totala förändringen i räntebetalningar. Dessutom var effekten från ränteförändringen större än effekten från skuldförändringen.

Om man ser till skillnader mellan olika länder har de tyska tioåriga statsobligationsräntorna hittills i genomsnitt varit de lägsta bland euroländerna, främst till följd av obligationernas högre likviditet och benchmarkstatus. I diagram B visas skillnader i statsobligationsräntor för andra

2 Förändringen i räntebetalningar, I, kan delas upp enligt följande:

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

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effekt via} \\ \text{förändring} \\ \text{av skuld} \end{array} \right.$ 

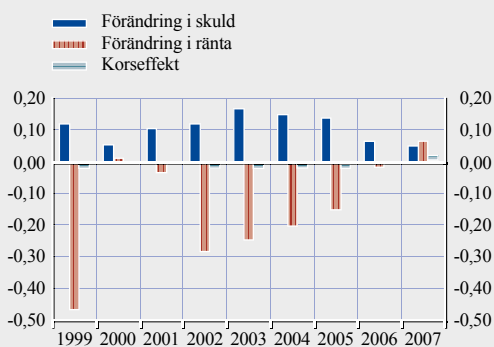
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Effekt via} \\ \text{förändring} \\ \text{av räntan} \end{array} \right.$ 

 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Korseffekt} \\ \text{(residual)} \end{array} \right.$

där B är den offentliga sektorns skuld och i är den genomsnittliga implicita räntan (I/B).

**Diagram A Dekomponering av förändringar i räntebetalningar under perioden 1999-2007**

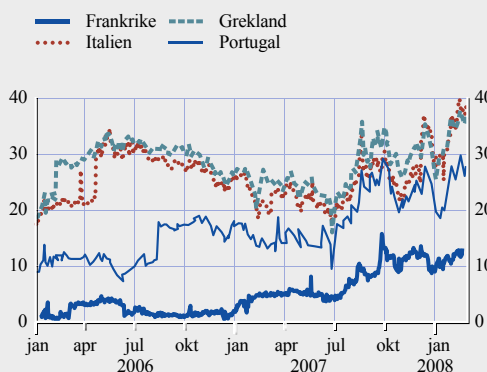
(i procent av BNP; årsdata)



Källa: Europeiska kommissionen (AMECO-databasen) och ECB:s beräkningar.

**Diagram B Ränteskillnader mot tyska statsobligationer**

(i punkter, dagliga uppgifter)



Källor: Reuters och ECB:s beräkningar

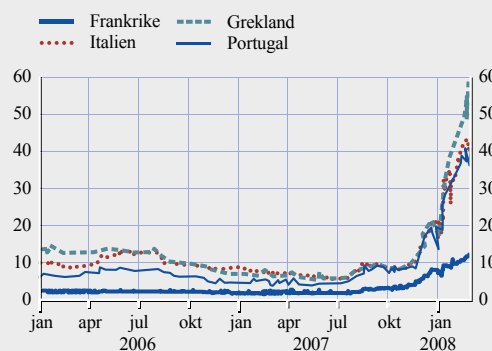
euroländer än Tyskland som omfattades av förfaranden vid alltför stora underskott i slutet av 2006, gentemot tyska obligationer.

Skillnaderna mellan statsobligationsräntorna i euroländerna speglar skillnader i likviditet och kreditrisk. Två trender kunde urskiljas i fråga om statsobligationsräntorna 2007. Under första halvåret sjönk statsobligationsräntorna i vissa av euroländerna. Under turbulensen på finansmarknaderna andra halvåret 2007 och till följd av en allmän omvärdering av risk, ökade de emellertid, särskilt i Grekland, Frankrike, Italien och Portugal. De nedgångar som noterades i slutet av september vände i november, efter förnyad oro hos investerarna över turbulensen på kreditmarknaderna.

För att bekräfta den senaste ökningen av skillnaderna mellan statsobligationsräntorna visar diagram C CDS-spreadar (credit default swaps). Rent konstruktionsmässigt kan CDS-spreadar också betraktas som mått på kreditrisken för innehav av motsvarande statsobligationer. I just detta sammanhang har CDS-spreadar fördelen att de inte snedvrids av ändringar i benchmarkobligationer i de berörda länderna, inte påverkas av någon obalans mellan löptider för inlåning och utlåning (maturity mismatch), och har en tendens att vara mer följsamma för marknadsförändringar. I överensstämmelse med analysen ovan av skillnader i statsobligationsräntorna har även CDS-spreadarna för ovan nämnda länder ökat sommaren 2007. Denna trend fortsatte i början av 2008.

**Diagram C CDS-kontrakt med statsobligationer som referenstillgångar**

(i punkter; dagliga uppgifter)



Källa: Bloomberg.

av BNP eller mer. Däremot försämrades det strukturella saldot kraftigt i Irland och Nederländerna, med över 1 procentenhet av BNP. En liten majoritet av euroländerna nådde eller fortsatte att uppfylla sina medelfristiga budgetmål 2007.

#### **BUDGETKONSOLIDERINGEN VÄNTAS STANNA AV 2008**

Euroländernas budgetplaner för 2008, som ingår i de uppdaterade stabilitetsprogram som offentliggjordes i slutet av 2007, tyder på att den minskning av det genomsnittliga offentliga underskottet i euroområdet som har ägt rum sedan 2004 kommer att stanna av och att underskottet kommer att stiga något till 0,9 % av BNP. Både statens utgifter och inkomster skulle minska i ungefär samma storleksordning (0,25 procentenheter av BNP). Eftersom den ekonomiska tillväxten i stort sett väntas ligga

kvar på sin potentiella nivå, speglar det i det närmaste stabiliserade genomsnittliga underskottet i euroområdet en minskning eller till och med ett upphävande av konsolideringsinsatserna i vissa länder och lägre överskott i andra. Till följd av detta väntas den genomsnittliga offentliga skuldkvoten i euroområdet att minska något långsammare 2008, med omkring 1,5 procentenheter, till 65,1 % av BNP.

Närmare bestämt förväntas inga större konsolideringsframsteg i Frankrike eller Italien, utan dessa länders totala underskott förmodas ligga rätt nära referensvärdet på 3 % av BNP, precis som i Portugal. Framstegen i de andra länder som ännu inte har nått sina medelfristiga budgetmål väntas bli relativt begränsade och de strukturella saldona till och med försämrats i vissa fall. Antalet länder som uppfyller sina medelfristiga budgetmål

förväntas minska till följd av budgetförsämringar i Tyskland och Irland.

### **DET KRÄVS EN MER AMBITIÖS BUDGETKONSOLIDERING**

Enligt de uppdaterade stabilitetsprogrammen fortsätter det makroekonomiska läget under 2008 att gynna snabba framsteg mot euroländernas medelfristiga budgetmål. Enligt stabilitets- och tillväxtpaketen ska euroländerna förbättra budgetsaldot med minst 0,5 % av BNP per år som riktmärke, med en större anpassning i goda tider. I april 2007 bekräftade ministrarna i Eurogruppen sitt åtagande att eftersträva sunda offentliga finanser inom ramen för bestämmelserna i stabilitets- och tillväxtpakten. De slog fast att euroområdet upplever goda ekonomiska tider och åtog sig att fullt ut dra nytta av det väntade gynnsamma ekonomiska klimatet och de högre än väntade skatteintäkterna för att påskynda minskningen av underskott och skuld. Ministrarna i Eurogruppen har enats om att de flesta av euroländerna ska ha nått de medelfristiga budgetmålen 2008 eller 2009 och att alla ska sträva efter att uppnå dem senast 2010. De euroländer som redan har nått sina medelfristiga budgetmål förväntas upprätthålla sin starka budgetställning för att undvika att finanspolitiken blir alltför expansiv när tiderna är goda. I oktober 2007 enades Ekofinrådet om en rad välkomna åtgärder för att förbättra effektiviteten i stabilitets- och tillväxtpakten, särskilt genom att stärka paktens förebyggande delar. Ekofinrådet slog vidare fast att paktens riktmärke för strukturförbättring av budgetsaldot på 0,5 % av BNP per år måste följas. Osäkerheten kring hur turbulensen på finansmarknaderna sedan sommaren 2007 kan påverka ekonomin och budgeten kräver ökad försiktighet vid utformningen av budgetpolitiken.

De euroländer som fortfarande omfattas av förfaranden vid alltför stora underskott bör på ett hållbart sätt minska sina underskott under referensvärdet på 3 % av BNP. De bör dessutom dels uppfylla riktmärket om en strukturförbättring av budgetsaldot på minst 0,5 % av BNP, dels de ytterligare konsolideringskraven i Ekofinrådets rekommendationer. För att undvika risken för att

referensvärdet för underskott överskrids igen på kort sikt måste arbetet för att uppnå sunda offentliga finanser fortsätta även efter det att underskottet har sjunkit till under 3 % av BNP. I annat fall kan en negativ utveckling leda till att underskottet snabbt överskrider referensvärdet igen. Aktuella prognoser i stabilitetsprogrammen för de två länder som är föremål för EU:s underskotts förfarande, Italien och Portugal, tyder på att underskotten kommer att minska till under 3 % av BNP 2008 men fortsatt skulle vara relativt höga och förutsätta ytterligare konsolideringsåtgärder.

Andra euroländer som inte nådde sina medelfristiga budgetmål 2007 bör eftersträva en konsolideringsstrategi i linje med bestämmelserna i stabilitets- och tillväxtpakten. Detta kräver en strukturell konsolidering på 0,5 % av BNP per år som riktmärke, och ökade konsolideringsinsatser i goda tider. Dessutom, vilket konstaterats ovan, bör euroländerna sträva efter att nå sina medelfristiga budgetmål senast 2010. Om man ser till de senaste uppdateringarna av stabilitetsprogrammen förefaller uppfyllandet av dessa politiska åtaganden begränsat. I synnerhet väntas varken Irland, Grekland, Frankrike eller Italien nå sina medelfristiga budgetmål senast 2010, och i Belgien, Frankrike, Italien och Österrike väntas den strukturella anpassningen under 2008 inte nå riktmärket på 0,5 % av BNP. Denna utveckling är särskilt nedslående eftersom vissa länder fortsätter att gynnas av exceptionellt goda intäkter som förbättrar det strukturella budgetsaldot, även om det är långt från klart att detta kommer att hålla i sig. Ett misslyckande att uppfylla bestämmelserna i stabilitets- och tillväxtpakten och de politiska åtaganden som gjorts på senare tid kan kraftigt undergräva trovärdigheten i paktens förebyggande delar.

De euroländer som redan har nått sina medelfristiga budgetmål rekommenderas undvika att föra en procyklisk finanspolitik i goda tider, eftersom det skulle underblåsa inflation och makroekonomiska obalanser. Att låta automatiska stabilisatorer verka fritt skulle bidra till att jämna ut makroekonomiska svängningar. Ett antal länder som nådde sina

medelfristiga budgetmål 2007 planerar att avvika från denna strukturella budgetställning 2008.

offentliga finansernas hållbarhet och öka bördan för framtida generationer.

Det krävs mer kraftfulla insatser i euroländerna för att nå och upprätthålla sunda offentliga finanser, inte bara med tanke på makroekonomisk stabilitet på kort sikt – genom att låta automatiska stabilisatorer verka fritt – utan även till följd av behovet av att stärka den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna. En lägre statskuld skulle delvis uppväga det utgiftstryck som följer av en åldrande befolkning de kommande årtiondena. Andra åtgärder som krävs för att stärka hållbarheten i de offentliga finanserna avser reformer på områdena för hälso- och sjukvård och pensionssystem samt att öka det effektiva arbetskraftsutbudet. Att inte agera i god tid för att ta itu med budgetkonsekvenserna av den åldrande befolkningen kommer att äventyra de

Tecken på att en del av de starka intäktsökningarna har använts för att finansiera nya offentliga utgifter i vissa länder pekar på risken med en expansiv finanspolitik och en upprepning av de politiska misstagen 2000–2001, då säkerhetsmarginalerna eroderades, vilket ledde till att flera länder blev föremål för förfaranden vid alltför stora underskott när de ekonomiska förhållandena försämrades (se ruta 8). I detta avseende kan – om de utformas korrekt och genomförs strikt – bindande ramar för de offentliga finanserna på medellång sikt bidra till att motverka inhemska tryck att använda oförutsedda inkomster för att finansiera nya utgifter eller skattesänkningar, och bidra till att skapa en tillräckligt stor budgetbuffert under referensvärdet på 3 % av BNP. Sådana

## Ruta 8

### LÄRDOMAR SOM KAN DRAS AV FINANSPOLITIKEN UNDER ÅREN 2000–2001

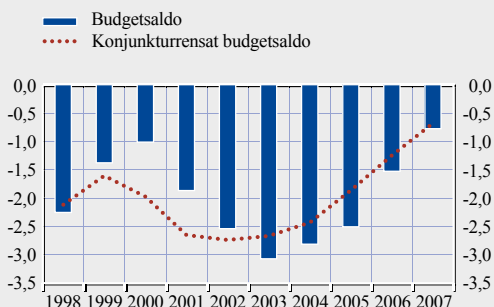
Under 2007 väntas budgetunderskottet i euroområdet ha minskat till 0,8 % av BNP. Om man bortser från effekterna av intäkterna från försäljningen av UMTS-licenser är detta lägre än nivån i samband med den förra konjunkturtoppen 2000 (se diagram A). En nyckelfråga för finanspolitiken framöver är att undvika en upprepning av erfarenheterna i början av detta årtionde då de offentliga finanserna snabbt försämrades och flera euroländer ådrog sig alltför stora underskott. Tidigare erfarenheter pekar på en tendens att i goda tider överskatta styrkan i den underliggande budgetställningen, vilket kräver en särskilt försiktig finanspolitik i ekonomiskt goda tider.

När den förra konjunkturen nådde sin topp 1999–2000 förde flera länder en expansiv finanspolitik (genom främst skattesänkningar). De ansåg sig ”ha råd” med detta med tanke på de gynnsamma ekonomiska utsikterna och tillgängliga beräkningar av underliggande (konjunkturrensade) budgetställningar vid denna tidpunkt. I efterhand går det emellertid att konstatera att styrkan i det underliggande saldot i ländernas offentliga finanser överskattades. När euroområdets ekonomi oväntat vände nedåt försämrades budgetsaldot snabbt och flera länder överskred snart referensvärdet för underskott på 3 % av BNP (se diagram B, vänstra delen).

Två tekniska problem försvårar en exakt bedömning av det ”faktiska” konjunkturrensade budgetsaldot. Det första rör svårigheten att i realtid bedöma var ekonomin befinner sig i konjunkturcykeln. Hösten 2000 förväntade sig både Europeiska kommissionen och de flesta professionella prognosmakare att de offentliga finanserna i euroområdet skulle fortsätta att förbättras. Denna bedömning grundades på

Diagram A Budgetutveckling, 1998-2007

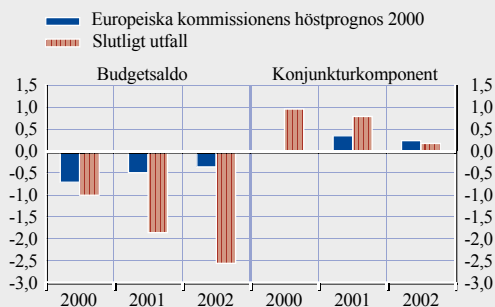
(procent av BNP)



Källor: Europeiska kommissionen (AMECO-databasen) och ECB:s beräkningar.  
Anm. Budgetsaldo exkluderar intäkter från försäljning av UMTS-licenser.

Diagram B Budgetsaldo och konjunkturkomponent

(procent av BNP)



Källor: Europeiska kommissionen (AMECO-databasen) och ECB:s beräkningar.  
Anm. Budgetsaldo exkluderar intäkter från försäljning av UMTS-licenser.

antagandet att produktionsgapet – och därmed konjunkturkomponenten i budgetsaldot – var nära noll och att de ekonomiska förhållandena inom den närmaste framtiden skulle fortsätta att utöva ett positivt inflytande på budgetsaldot. Under 2001 gick euroområdet emellertid in i en konjunkturedgång. Detta ledde till kraftiga revideringar i efterhand av beräkningarna av både produktionsgapet och konjunkturkomponenten i budgetsaldot (se diagram B, högra delen). Det slutliga utfallet för 2000 speglade faktiskt en kraftigt positiv konjunkturreffekt på cirka 1 % av BNP. Däremot uppskattades det cykliska bidraget till noll det året.

Ett annat skäl hör samman med den osäkerhet som råder kring skatteintäkternas utveckling under konjunkturcykeln. Aktuella prognos- och konjunkturrensningsmetoder förutsätter i allmänhet ett relativt stabilt förhållande mellan skatteintäkternas tillväxttakt och tillväxttakten i BNP, eller, i disaggregerade modeller, tillväxttakten i andra makroekonomiska fundamenta, som även är aggregat i nationalräkenskaperna. Under högkonjunkturer har det emellertid visat sig att särskilt skatter på vinster och kapitalvinster ökar i mycket snabbare takt än antagna makroekonomiska fundamenta och därefter minskar skarpt under den efterföljande nedgången. Förekomsten av sådana effekter och deras omfattning kan knappast förutspås, med tanke på att de är beroende av sådana faktorer som tidpunkten för realiseringen av kapitalvinster och komplicerade skatteregler, som normalt tillåter att vinster under ett visst år skrivs av mot förlusterna under tidigare år. En uppdelning på förändringar i den offentliga sektorns intäkter i förhållande till BNP sedan 2000 tyder på att intäktsförlusterna 2000 och 2001 främst berodde på skattesänkningar, men att dessa sedan förvärrades av andra faktorer som dämpade skatteintäkterna, särskilt 2002. Under 2005 och 2006 ökade däremot intäkterna i förhållande till BNP kraftigt, trots en relativ avsaknad av skatthöjande åtgärder. Möjligheten att sådana intäkter försvinner den närmaste tiden utgör en nedåtrisk för de aktuella utsikterna för de offentliga finanserna.

Mot bakgrund av dessa erfarenheter går det att dra en viktig lärdom av felbedömningen av de offentliga finanserna 2000–2001, nämligen att man i goda tider ska akta sig för att tolka budgetförbättringar som strukturella, även om förändringar i det konjunkturrensade budgetsaldot pekar i en sådan riktning. I goda tider bör snarare, vilket Eurogruppen enades om i april 2007, oväntat höga skatteintäkter användas för att minska underskottet och skulden snarare än för eventuellt ohållbara höjningar av utgifterna eller sänkningar av skatterna.

bestämmelser skulle behöva utarbetas på förhand och eventuellt inbegripa bestämmelser om att oväntade överskottsintäkter ska användas för att minska underskottet och skulden. Ökade utgifter inom prioriterade områden eller sänkningar av skatter och socialförsäkringsbidrag för att öka kvaliteten på de offentliga finanserna bör i första hand finansieras genom utgiftsminskningar för att undvika en ökad skattebörda och/eller ett budgetunderskott. Ökad effektivitet i tillhandahållandet av offentliga tjänster i allmänhet, och offentlig administration i synnerhet, samt inom offentliga intäktsstrukturer, är ett effektivt sätt att frigöra budgetmedel för mer produktiva ändamål.

## 2.6 UTVECKLINGEN AV VÄXELKURSER OCH BETALNINGSBALANSEN

### EURON FORTSATTE ATT APPRECIERA I EFFEKTIVA TERMER 2007

Efter att ha försvagats något 2005 från toppnoteringen i slutet av 2004 återhämtade sig i stort sett eurons nominella effektiva växelkurs under 2006. I början av 2007 fortsatte euron att appreciera, och byggde vidare på sin styrka under året innan. Denna appreciering avbröts kort mellan maj och mitten av augusti, då euron rörde sig inom ett relativt snävt band. I samband med turbulensen på de globala finansmarknaderna deprecierade euron i augusti men apprecierade därefter kraftigt under resten av året. Vid årets slut låg euron, i nominella effektiva termer, 6,3 % högre än i början av januari och 8,2 % högre än genomsnittsnivån 2006. Apprecieringen var särskilt stark gentemot US-dollar. Dessutom apprecierade euron även avsevärt mot det brittiska pundet. En mer måttlig appreciering noterades mot den japanska yenen, den kinesiska renminbin och schweizerfrancen.

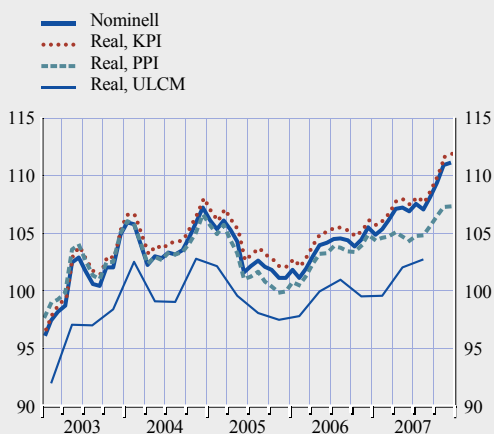
Eurons appreciering gentemot US-dollar berodde främst på marknadens ändrade bedömning av konjunktursiktterna för de två ekonomiska områdena, vilka ansågs mer gynnsamma för euroområdet, samt ränteskillnadernas utveckling. Dessutom har förmodligen USA:s ihållande och stora bytesbalansunderskott i viss mån bidragit till svagheten i den amerikanska valutan. Under

årets första månader publicerades nya data som var relativt positiva för euroområdet, medan de var mer blandade för USA, vilket ledde till att ränteskillnaderna mellan de två områdena krympte. Från maj till mitten av augusti fluktuerade växelkursen mellan euron och US-dollar något i samband med att marknadsdeltagarna reviderade sina bedömningar av den relativa styrkan i konjunkturläget i de två ekonomierna. Efter att under en kort inledande period ha deprecierat till följd av den finansiella turbulens som utlöstes av farhågor beträffande likviditetsförhållandena på de internationella penning- och kreditmarknaderna, apprecierade euron kraftigt gentemot US-dollar från slutet av augusti till slutet av november. Försvagningen av US-dollar tycks ha berott på att marknadsdeltagarna skrev ned sina tillväxtförväntningar för den amerikanska ekonomin, vilket framför allt berodde på publiceringen av data över den amerikanska bostads- och arbetsmarknaden som var svagare än väntat. Efter att den 27 november 2007 ha nått en kurs på 1,49 US-dollar per euro deprecierade den gemensamma valutan något och uppgick till 1,47 US-dollar den 31 december 2007, dvs. 11,8 % starkare än i början av året.

Euron stärktes även mot den japanska yenen 2007, under relativt avsevärd kortsiktig volatilitet. En av de främsta orsakerna till den japanska valutans utveckling verkar ha varit en förändrad riskattityd bland internationella investerare och förändrade uppfattningar om lönsamheten i carryhandeln. Låga japanska räntor, historiskt låg volatilitet och en gynnsam riskattityd hos internationella investerare rapporteras ha lett till en kraftigt ökad volym utestående transaktioner inom carryhandeln. Den 13 juli noterades euron till en toppnotering på 168,68 yen. Denna apprecieringstrend upphörde i samband med den globala finansiella turbulensen, som ledde till en omvärdering av risk bland internationella investerare och av allt att döma har bidragit till en kraftig avveckling av carryhandeln. Från mitten av augusti till mitten av oktober stärktes euron emellertid åter gentemot den japanska yenen, medan kursen mellan euron och yenen fluktuerade kraftigt under resten av året utan någon tydlig riktning. Den 31 december 2007

**Diagram 33 Eurons nominella och reala växelkurs<sup>1)</sup>**

(månads-/kvartalsuppgifter; index: 1 kv 1999 = 100)

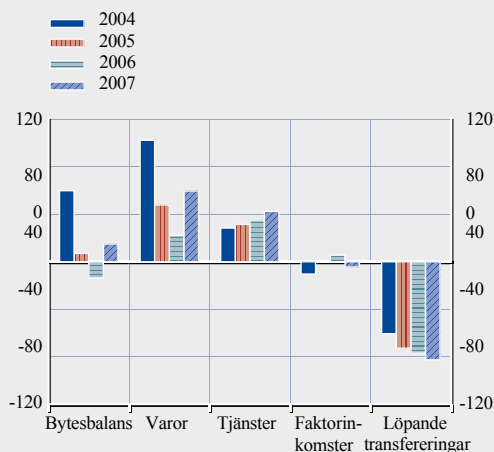


Källa: ECB.

1) Effektiv växelkurs vis-a-vis valutorna i de 24 mest viktiga handelspartnerna för euroområdet (EER-24). En ökning av indexet motsvarar en appreciering av euron. De sista månadsuppgifterna avser december 2007. Den senaste uppgiften för det ULCM-baserade reala EER-24 avser tredje kvartalet 2007 och är delvis baserade på uppskattningar.

**Diagram 34 Bytesbalans och dess komponenter**

(årliga uppgifter; miljarder euro; säsongrensade uppgifter)



Källa: ECB.

noterades euron till 164,93 japanska yen, dvs. 5,1 % högre än i början av året.

Euron apprecierade också kraftigt mot det brittiska pundet under 2007 (med 9,2 %), där merparten av apprecieringen ägde rum mellan september och december. I slutet av december 2007 noterades euron till 0,73 brittiska pund, den högsta nivån sedan den gemensamma valutan infördes 1999. Att pundet försvagades berodde enligt uppgift på marknadens förväntningar om att Bank of England skulle sänka styrräntan ytterligare till följd av svagare finansiella och ekonomiska utsikter.

Euron stärktes även mot valutorna i flera asiatiska handelspartner, vilket delvis berodde på deras formella eller informella koppling till US-dollar. Euron apprecierade markant gentemot den koreanska wonen (12,5 %) och hongkongdollarn (12,1 %), och mer måttligt mot singaporedollarn (4,8 %) och den kinesiska renminbin (4,6 %). Den relativt begränsade apprecieringen gentemot den kinesiska valutan speglar i viss utsträckning de kinesiska myndigheternas av allt att döma ökade villighet att tillåta en kraftigare appreciering av sin

valuta gentemot US-dollar, särskilt mot slutet av året. Eurons appreciering gentemot dessa valutor uppvägdes delvis av eurons depreciering gentemot den polska zlotyn (6,2 %), den kanadensiska dollarn (5,4 %), den norska kronan (3,4 %) och den tjeckiska korunan (3,1 %).

Eurons reala effektiva växelkurs – baserad på olika kostnads- och prisindex – apprecierade också 2007 (se diagram 33). Under årets sista kvartal låg eurons reala effektiva växelkurs, baserad på konsumentpriser, ungefär 5,5 % högre än ett år tidigare.

#### **BYTESBALANSEN VÄNDE TILL ÖVERSKOTT 2006**

Under 2007 uppvisade euroområdets bytesbalans ett överskott på 15,0 miljarder euro (eller 0,2 % av euroområdets BNP), jämfört med ett underskott på 13,6 miljarder euro 2006. Denna förändring berodde främst på att överskottet i varuhandeln steg med 37,3 miljarder överskottseuro och, i mindre utsträckning, på att tjänstehandeln steg med 7,2 miljarder euro. Dessa överskott uppvägdes endast delvis av en förändring i balansen för faktorinkomster till



ett underskott och en ökning i underskottet för löpande transfereringar (se diagram 34).

Efter exceptionellt starka uppgångar 2006, ökade värdet på varuhandeln med länder utanför euroområdet i långsammare takt 2007. Värdet på varuexporten ökade med 8,1 % 2007, jämfört med en tillväxt på 14,3 % 2006. Samtidigt sjönk tillväxten i varuimporten ytterligare, från 17,0 % 2006 till 5,5 % 2007. Detta var en av orsakerna till den totala förbättringen av euroområdets bytesbalans. Importen och exporten av tjänster ökade däremot kraftigare 2007 än 2006, vilket delvis uppvägs av den svagare tillväxten i varuhandeln.

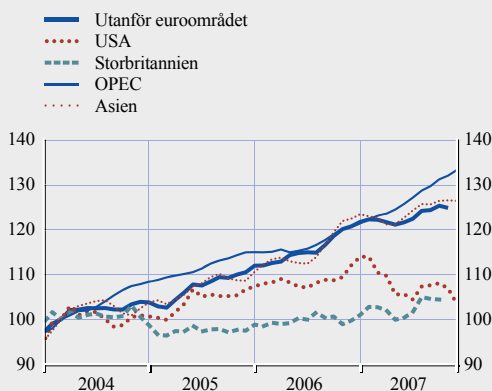
Varuhandelns fördelning på volymer och priser, där siffror finns tillgängliga fram till november 2007, visar att den svagare ökningen av exportvärdet främst hänger samman med exportvolymens utveckling. En något svagare ökning av den utländska efterfrågan och eurons appreciering bidrog till den långsammare takten i euroområdets export under årets första hälft. Denna utveckling kan emellertid också till viss del ses som en normalisering efter en period med en exceptionellt kraftig ökning

slutet av 2006. Exportvolymerna återhämtade sig därefter tredje kvartalet 2007, vilket till stor del berodde på en återhämtning i den utländska efterfrågan. En geografisk uppdelning av euroområdets varuhandel visar att exporten till Asien, särskilt Kina, och länderna i Central- och Östeuropa var fortsatt mycket dynamisk 2007, i ett läge med stark ekonomisk aktivitet i dessa regioner. Exportvolymerna till USA minskade i absoluta termer (se diagram 35). Hittills tycks emellertid euron ha haft en relativt begränsad inverkan på euroområdets exportutveckling, som främst drivits av en fortsatt robust tillväxt i den utländska efterfrågan. Samtidigt steg exportpriserna endast måttligt, vilket tyder på att företag i euroområdet kan ha justerat sina vinstmarginaler för att uppväga en minskad konkurrenskraft i pris- och kostnadshänseende till följd av eurons appreciering.

På importsidan utvecklades volymerna ungefär på samma sätt som exportvolymerna 2007. Efter en dämpad tillväxt under årets första hälft accelererade de under andra halvåret, vilket speglade återhämtningen i företagens investeringar och apprecieringen

**Diagram 35 Euroområdets exportvolym till valda handelspartner**

(index 1 kv 2004 = 100; säsongrensat; 3-månaders glidande medelvärde)

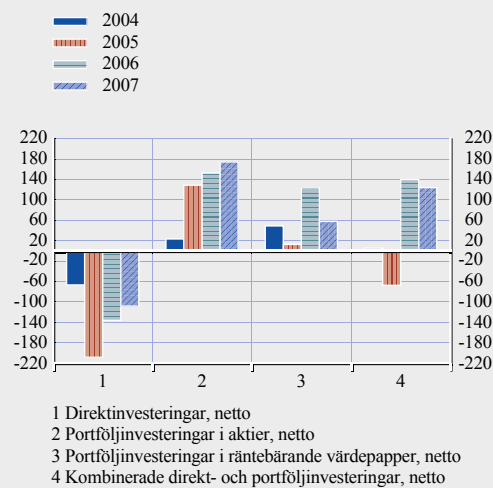


Källa: ECB.

Anm. Sista observationen avser december 2007 utom för länder utanför euroområdet (november) och Storbritannien (oktober).

**Diagram 36 Euroområdets direkt- och portföljinvesteringar**

(årliga uppgifter; miljarder euro)



Källa: ECB.

av euron. Samtidigt steg importpriserna – efter en kraftig minskning i slutet av 2006 – återigen 2007. Detta berodde främst på de kraftigt stigande oljepriserna, som delvis uppvägdes av eurons appreciering. Under 12-månadersperioden fram till oktober 2007 uppgick underskottet i oljehandeln till 161 miljarder euro, och jämfört med 170 miljarder euro ett år tidigare.

### NETTOINFLÖDENA AV DIREKT- OCH PORTFÖLJINVESTERINGAR SAMMANTAGET MINSKADE 2007

Enligt finansräkenskaperna hade euroområdet ett nettoinflöde av direkt- och portföljinvesteringar på 124 miljarder euro 2007, jämfört med ett nettoutflöde på 140 miljarder euro ett år tidigare. Denna nedgång berodde främst på ett minskat nettoinflöde av portföljinvesteringar på 44 miljarder, vilket i viss utsträckning uppvägdes av lägre nettoutflöden av direktinvesteringar på 28 miljarder euro (se diagram 36).

Lägre nettoinflöden av räntebärande värdepapper, som uppgick till 60 miljarder euro jämfört med 124 miljarder euro 2006, stod för merparten av minskningen i nettoinflödet av portföljinvesteringar och speglade främst färre nettoköp av euroområdets aktier och obligationer av investerare utanför euroområdet. Detta döljer emellertid två distinkta trender i utvecklingen under 2007. Efter en skarp ökning i början av året dämpades nettoinflödet av räntebärande värdepapper.

När det gäller aktier hade euroområdet ett högre nettoinflöde 2007 på 175 miljarder euro, jämfört med 153 miljarder euro 2006. Detta berodde främst på att hemmahörande i euroområdet köpte betydligt färre utländska aktier (en minskning från 156 miljarder euro till 50 miljarder euro), vilket endast delvis uppvägdes av färre köp av euroområdets aktier av utländska investerare.

Totalt sett tycks aktuella uppgifter tyda på att euroområdets finansräkenskaper påverkades av den turbulens på kreditmarknaden som började i augusti 2007. Trots en viss uppgång i oktober 2007 tycks investerare i och utanför

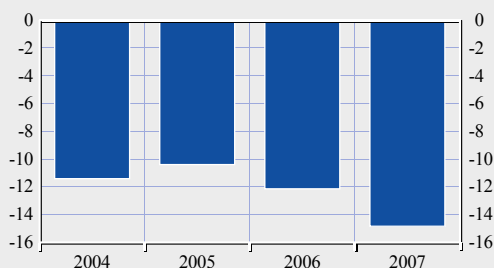
euroområdet ha minskat sina utländska investeringar i både aktier och räntebärande värdepapper i samband med turbulensen, vilket kan tyda på mer försiktiga strategier för utländska investeringar.

Om man ser till direktinvesteringar berodde det lägre nettoutflödet 2007 till största delen på högre inflöden av utländska direktinvesteringar i euroområdet. Samtidigt var direktinvesteringar utomlands av företag i euroområdet fortsatt relativt betydande. Detta berodde på att multinationella företag i euroområdet har en stark lönsamhet, som stadigt har förbättrats de senaste åren. Dessutom kan företag i euroområdet också ha dragit fördel av förstärkningen av euron för att köpa utländska tillgångar.

Akkumulerade flöden under fyra kvartal visar att fram till tredje kvartalet 2007 har de största mottagarna av euroområdets direktinvesteringar varit USA, Storbritannien, finansiella offshore-centra, Schweiz och länder som har gått med i EU sedan 2004. Under denna period var USA och Storbritannien de största investerarna i euroområdet.

Diagram 37 Finansiell utlandsställning, netto

(i procent av BNP)



Källa: ECB.

Anm. Uppgifterna baseras på utestående belopp vid periodens slut förutom för 2007 (tredje kvartalet).

## **UTLANDSSTÄLLNINGEN FÖRSÄMRADES YTTERLIGARE 2007**

Uppgifter om euroområdet utlandsställning fram till tredje kvartalet 2007 pekar på att euroområdets nettoskuld gentemot resten av världen uppgick till 1 299 miljarder euro (motsvarande 14,8 % av euroområdets BNP), jämfört med en nettoskuld på 1 024 miljarder euro (12,1 % av BNP) i slutet av 2006 (se diagram 37). Denna ökning av nettoskulden 2007 berodde främst på en ökning av nettoskuldställningen i portföljinvesteringar (med 340 miljarder euro) och övriga investeringar (med 72 miljarder euro), som delvis uppvägdes av en ökning av nettotillgångsställningar i direktinvesteringar (med 80 miljarder euro) och finansiella derivat (med 43 miljarder euro). Valutareserverna var i stort sett oförändrade.

Totalt sett berodde ökningen av euroområdets nettoskuld till utlandet främst på omvärderings-effekter till följd av förändringar i tillgångspriser och rörelser i eurons växelkurs. En appreciering av euron minskar normalt tillgångars värde i euro med mer än värdet på skulder och leder till ökad nettoskuldsättning.

### 3 EKONOMISK OCH MONETÄR UTVECKLING I EU-LÄNDER UTANFÖR EUROOMRÅDET

#### EKONOMISK AKTIVITET

Den reala BNP-tillväxten i EU-länderna utanför euroområdet var fortsatt kraftig 2007 (se tabell 6).<sup>9</sup> Även om den starka ekonomiska utvecklingen var brett baserad mellan länderna fanns det stora skillnader i årstakt. Den årliga genomsnittliga reala BNP-tillväxten var högst i de baltiska staterna och Slovakien, där den låg runt 8 %. Även Tjeckien, Polen och Rumänien uppvisade en kraftig årlig genomsnittlig real BNP-tillväxt, på mellan 6,0 % och 6,5 %. Den reala BNP-tillväxten var lägst i Danmark och Ungern, på 1,8 % respektive 1,3 %. I Cypern, Malta, Sverige och Storbritannien låg tillväxten stadigt kvar mellan 2,8 % och 4,4 %.

I de flesta av EU-länderna utanför euroområdet gynnades den ekonomiska aktiviteten av den inhemska efterfrågan. Den privata konsumtionen drevs på av ökande reala disponibla inkomster i samband med en accelererande lönetillväxt och ökad sysselsättning. Tillväxttakten för fasta bruttoinvesteringar gynnades bland annat av en lång period med gynnsamma finansieringsvillkor och ett större inflöde av EU:s strukturfondsmedel i flera länder. I de flesta länder bidrog även en snabb

kreditillväxt och en expansiv finanspolitik till den starka ökningen av den inhemska efterfrågan.

Trots en robust tillväxt i den utländska efterfrågan bidrog nettoexporten negativt till tillväxten i de flesta EU-medlemsstater utanför euroområdet eftersom importefterfrågan ökade snabbare än exporttillväxten. Endast i Ungern, Malta, Slovakien och Sverige var nettoexportens bidrag till den reala BNP-tillväxten mycket positivt. Totalt sett var exporttillväxten fortsatt kraftig 2007, även om den dämpades i de flesta länder jämfört med 2006. Exporttillväxten understöddes av en kraftig efterfrågan från viktiga handelspartner och avsevärda inflöden av utländska direktinvesteringar de senaste åren, medan den kraftiga importtillväxten gynnades av en stark inhemsk efterfrågan och exportens relativt höga importinnehåll.

9 De EU-länder utanför euroområdet som avses i detta avsnitt är de 14 EU-medlemsstaterna utanför euroområdet under perioden fram till slutet av december 2007 (dvs. Bulgarien, Tjeckien, Danmark, Estland, Cypern, Lettland, Litauen, Ungern, Malta, Polen, Rumänien, Slovakien, Sverige och Storbritannien).

**Tabell 6 Real BNP-tillväxt i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet**

(årlig förändring i procent)

	2004	2005	2006	2007	1 kv 2007	2 kv 2007	3 kv 2007	4 kv 2007
Bulgarien	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Tjeckien	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Danmark	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estland	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Cypern	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Lettland	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litauen	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Ungern	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polen	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Rumänien	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slovakien	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Sverige	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Storbritannien	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
EU11 <sup>1)</sup>	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
EU14 <sup>2)</sup>	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Euroområdet	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Källa: Eurostat.

Anm. Kvartalsdata är säsongjusterade förutom för Belgien, Tjeckien, Malta och Rumänien (icke säsongjusterade) och Ungern, Polen, Sverige och Storbritannien (säsong-och dagsjusterat).

1) Aggregatet för EU11 omfattar uppgifter för de 11 länder som anslöt sig till EU den 1 maj 2004 och den 1 januari 2007 (utom Slovenien).

2) Aggregatet för EU14 omfattar uppgifter för de 14 EU-medlemsstaterna utanför euroområdet (EU:s sammansättning fram till den 31 december 2007).

Vid sidan om den kraftigare ekonomiska aktiviteten fortsatte arbetsmarknadsläget att förbättras i de flesta EU-länder utanför euroområdet 2007. Arbetslösheten fortsatte att minska, främst till följd av en stark sysselsättningstillväxt. Villkoren på arbetsmarknaden stramades åt ytterligare i flera länder, särskilt i de baltiska staterna, Danmark och Storbritannien. Internationella arbetskraftsflöden fortsatte att påverka arbetskraftsutbudet i flera länder. Bulgarien, Lettland, Litauen, Polen och Rumänien tycks ha haft ett särskilt stort utflöde av arbetskraft de senaste åren. Detta var även fallet i Estland 2007. Dessa utflöden har bidragit till brist på kompetent arbetskraft och flaskhalsar inom flera av ländernas ekonomiska sektorer, och därmed satt ökat tryck på lönerna. I Tjeckien, Danmark, Cypern, Ungern, Malta, Slovakien, Sverige och Storbritannien har de totala migrationsflödena däremot varit positiva.

### PRISUTVECKLING

Under 2007 ökade HIKP-inflationen kraftigt i flera EU-länder utanför euroområdet (se tabell 7). Inflationen var högst i de snabbt växande baltiska staterna, Bulgarien, Ungern och Rumänien (mellan 4,9 % och 10,1 %),

och låg nära eller måttligt över genomsnittet i euroområdet i de flesta andra EU-länder utanför euroområdet (mellan 0,7 % och 3,0 %). Den genomsnittliga inflationen låg under 2 % i Danmark, Malta, Slovakien och Sverige 2007, men ökade även i dessa länder mot slutet av året, främst till följd av stigande importpriser på livsmedel och energi.

Den uppåtriktade trenden i inflationen i EU-länderna utanför euroområdet 2007 berodde delvis på en kraftig ökning av energi- och livsmedelspriserna. I de flesta länderna bidrog dessutom den snabba ökningen av den inhemska efterfrågan till ett underliggande inflationstryck.

Energipriserna steg i de flesta EU-länder utanför euroområdet. Även livsmedelspriserna steg kraftigt, framför allt i de baltiska staterna, Bulgarien och Ungern, vilket i allmänhet berodde på ogynnsamma väderförhållanden, världsmarknadspriserna på livsmedel och en starkare global efterfrågan. Den robusta inhemska efterfrågan spädde dessutom på inflationstrycket, särskilt i länder med en stark tillväxt i den privata konsumtionen som understöds av en stark kreditutveckling till följd av negativa realräntor

**Tabell 7 HIKP-inflation i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet**

(årliga procentuella förändringar)								
	2004	2005	2006	2007	2007 1 kv	2007 2 kv	2007 3 kv	2007 4 kv
Bulgarien	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Tjeckien	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Danmark	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estland	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Cypern	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Lettland	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litauen	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Ungern	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polen	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Rumänien	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slovakien	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Sverige	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Storbritannien	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
EU11 <sup>1)</sup>	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
EU14 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Euroområdet	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Källa: Eurostat.

1) Aggregatet för EU11 omfattar uppgifter för de 11 länder som anslöt sig till EU den 1 maj 2004 och den 1 januari 2007 (utom Slovenien).

2) Aggregatet för EU14 omfattar uppgifter för de 14 EU-medlemsstaterna utanför euroområdet (EU:s sammansättning fram till den 31 december 2007).

och avsevärda kapitalinflöden. Inflationstrycket berodde också på kraftiga löneökningar i flera länder i samband med att läget på arbetsmarknaden stramades åt ytterligare. De nominella löneökningarna var särskilt uttalade i länder med högre produktionstillväxt (dvs. de baltiska staterna, Bulgarien och Rumänien), där de översteg produktivitetsökningarna och ledde till en snabb (oftast tvåsiffrig) tillväxt i enhetsarbetskostnaderna. Importprisutvecklingen varierade betydligt mellan länderna, delvis till följd av skillnader i växelkursens utveckling. I länder som tillåter en hög grad av växelkursflexibilitet hade en appreciering av valutan en allmänt dämpande effekt på importpriserna och – med tanke på ländernas relativt höga grad av öppenhet – i slutändan den totala inflationen.

#### **DE OFFENTLIGA FINANSERNA**

Läget i de offentliga finanserna fortsatte att variera mellan EU-länderna utanför euroområdet 2007. Bulgarien, Danmark, Estland, Cypern, Lettland och Sverige uppvisade ett överskott i de offentliga finanserna, medan de övriga länderna uppvisade underskott (se tabell 8). Med undantag för Rumänien och Storbritannien var budgetutfallen 2007 i linje med, eller bättre än, målen i de uppdaterade konvergensprogram som lämnades in i slutet av 2006 eller början av 2007. I flera fall berodde detta emellertid på att utgångsläget i slutet av 2006 blev bättre än vad som hade förutsetts i programmen och på stora skatteintäkter som i sin tur delvis berodde på en BNP-tillväxt som var snabbare än väntat. Arbetet med en strukturell budgetkonsolidering tycks ha avstannat i de flesta länder. Endast Cypern, Ungern, Polen och Sverige beräknas ha uppnått en positiv förändring i det konjunkturrensade budgetsaldot på minst 0,5 % av BNP mellan 2006 och 2007 (minus engångsåtgärder och andra tillfälliga åtgärder). I några länder fick finanspolitiken till och med en mer procyklisk inriktning, trots en kraftig produktionstillväxt.

I slutet av 2007 omfattades Tjeckien, Ungern, Polen och Slovakien av förfaranden vid alltför stora underskott. Enligt de uppdaterade konvergensprogrammen för 2007–2008

minskade underskottet i samtliga av dessa länder utom Tjeckien under 2007. I januari 2008 meddelade emellertid det tjeckiska finansministeriet att underskottet för 2007 endast bedömdes bli 1,9 % av BNP, i stället för de 3,4 % av BNP som angavs i konvergensprogrammet. Endast när det gäller Slovakien pekade konvergensprogrammet på en återgång till ett underskott under referensvärdet på 3 % av BNP under 2007.

När det gäller Ekofinrådets viktigaste beslut inom ramen för förfarandet vid alltför stora underskott 2007 avbröts förfarandena för Malta och Storbritannien i juni respektive oktober efter uppgifter om ett underskott under referensvärdet på 3 % av BNP för räkenskapsåret 2006–2007 och förbättringar av det strukturella saldot. När det gäller Polen antog rådet i november 2007 ett beslut om att de åtgärder som de polska myndigheterna har vidtagit överensstämde med rådets rekommendationer i februari 2007. Förfarandet vid alltför stora underskott avslutades emellertid inte eftersom korrigeringen av det alltför stora underskottet ansågs utsatt för betydande risker.

Under 2007 låg de offentliga skuldkvoterna i de flesta av EU-länderna utanför euroområdet fortfarande betydligt under 60 % av BNP. Endast Malta och Ungern fortsatte att ha en skuldkvot över referensvärdet på 60 %, även om den minskade 2007. I de flesta andra EU-länder utanför euroområdet minskade skuldkvoten eller var i stort sett oförändrad.

#### **BETALNINGSBALANSUTVECKLING**

Den kombinerade bytes- och kapitalbalansen för EU-länderna utanför euroområdet fortsatte att variera avsevärt mellan länderna 2007 (se tabell 9), även om den totala utvecklingen visade på en försämring jämfört med 2006. Danmark och Sverige rapporterade överskott, medan samtliga övriga länder rapporterade underskott. Jämfört med 2006 ökade dessa underskott i de flesta länder, med undantag för Ungern, Malta och Slovakien. Underskotten i Bulgarien och Lettland låg över 20 % av BNP och Estland, Litauen och Rumänien hade underskott på över 10 % av BNP. Cypern,

**Tabell 8 Läget i de offentliga finanserna i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet**

(procent av BNP)

Offentliga sektorns överskott (+) / (-)

	2004	2005	2006	Uppgifter från konvergensprogram 2007
Bulgarien	2,3	2,0	3,2	3,1
Tjeckien	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Danmark	1,9	4,6	4,6	3,8
Estland	1,8	1,9	3,6	2,6
Cypern	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Lettland	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litauen	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Ungern	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polen	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Rumänien	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slovakien	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Sverige	0,8	2,4	2,5	3,0
Storbritannien	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
EU11 <sup>1)</sup>	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
EU14 <sup>2)</sup>	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Euroområdet	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Offentliga sektorns bruttoskuld

	2004	2005	2006	Uppgifter från konvergensprogram 2007
Bulgarien	37,9	29,2	22,8	19,8
Tjeckien	30,4	30,2	30,1	30,4
Danmark	44,0	36,3	30,3	25,6
Estland	5,1	4,4	4,0	2,7
Cypern	70,2	69,1	65,2	60,0
Lettland	14,5	12,5	10,6	9,4
Litauen	19,4	18,6	18,2	17,6
Ungern	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polen	45,7	47,1	47,6	47,0
Rumänien	18,8	15,8	12,4	11,9
Slovakien	41,4	34,2	30,4	30,6
Sverige	52,4	52,2	47,0	39,7
Storbritannien	40,4	42,1	43,2	43,9
EU11 <sup>1)</sup>	40,3	39,4	38,2	37,2
EU14 <sup>2)</sup>	41,9	42,1	41,6	40,7
Euroområdet	69,6	70,3	68,6	66,7

Källor: Europeiska kommissionen (för 2004-2006), uppdaterade konvergensprogram (för 2007) och ECB:s beräkningar.

Anm. Uppgifterna baseras på definitionen i förfarandet vid alltför stora underskott. I budgetsaldon (kommissionens data) ingår inte intäkter från försäljningen av UMTS-licenser. För Danmark, Polen och Sverige omfattar uppgifterna andra pelarens pensionsfonder. Den beräknade saldoförbättrande effekten av dessa fonder under 2007 var: Danmark 1,0 % av BNP, Polen 2,0 % av BNP och Sverige 1,1 % av BNP. Precis som i den senaste uppdateringen av konvergensprogrammen och kommissionens höstprognoser 2007 omfattar siffrorna för Ungern inte längre andra pelarens pensionsfonder.

1) Aggregatet för EU11 omfattar uppgifter för de 11 länder som anslöt sig till EU den 1 maj 2004 och den 1 januari 2007 (utom Slovenien).

2) Aggregatet för EU14 omfattar uppgifter för de 14 EU-medlemsstaterna utanför euroområdet (EU:s sammansättning fram till den 31 december 2007).

Ungern, Slovakien och Storbritannien hade underskott på mellan 4 % och 8 % av BNP. I de flesta länder berodde de externa obalanserna på underskott i handelsbalansen, förutom i Tjeckien, Ungern, Polen och Slovakien, där underskottet i faktorinkomsterna – som ofta är kopplat till utlandsägda företags återinvestering av vinst – var den främsta faktorn.

I flera av de länder som anslöt sig till EU den 1 maj 2004 och den 1 januari 2007 är underskott, till viss del, ett normalt inslag i processen för att ”komma ikapp”, eftersom de är en följd av gynnsamma investeringsförhållanden och intertemporal konsumtionsutjämning. Mycket stora underskott i bytes- och kapitalbalansen i vissa EU-länder utanför euroområdet drevs

**Tabell 9 Betalningsbalans i EU-medlemsstater utanför euroområdet och i euroområdet**

(procent av BNP)

	Bytesbalans och kapitalbalans				Nettoflöde av utländska direktinvesteringar				Nettoflöde av portföljinvesteringar			
	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>
Bulgarien	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Tjeckien	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Danmark	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estland	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Cypern	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Lettland	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Litauen	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Ungern	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polen	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Rumänien	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slovakien	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Sverige	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Storbritannien	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
EU11 <sup>1)</sup>	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
EU14 <sup>2)</sup>	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Euroområdet	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Källa: ECB.

1) Aggregatet för EU11 omfattar uppgifter för de 11 länder som anslöt sig till EU den 1 maj 2004 och den 1 januari 2007 (förutom Slovenien).

2) Aggregatet för EU14 omfattar uppgifter för de 14 EU-medlemsländer utanför euroområdet fram till den 31 december 2007.

3) Data för 2007 avser det fjärde kvartalets kumulativa summa fram till tredje kvartalet 2007. För Malta avser datat fjärde kvartalets kumulativa summa fram till andra kvartalet 2007.

emellertid också av cykliska faktorer och en stark inhemsk efterfrågan, vilket signalerar risker för hållbarheten i positioner mot omvärlden, särskilt om de åtföljs av försämrade internationell konkurrenskraft i pris- och kostnadshänseende och en svagare exportökning.

Jämfört med 2006 minskade direktinvesteringar, netto 2007 kraftigt i Danmark, Sverige och Storbritannien. De förblev relativt stabila för EU-11 totalt, trots att kraftiga försämringar registrerades i Ungern, Slovakien och Malta. Särskilt i det sistnämnda landet kan den kraftiga försämringen ses som en normalisering efter de höga nivåer som registrerades 2006. Samtidigt som direktinvesteringar, netto fortsatt utgjorde en viktig finansieringskälla i ett antal EU-länder utanför euroområdet, var underskottet i den s.k. basic balance, dvs. summan av den kombinerade bytes- och kapitalbalansen och direktinvesteringar, netto mer än 4 % av BNP i de baltiska staterna, Ungern, Rumänien och Storbritannien och mer än 15 % av BNP i Lettland. När det gäller nettointflödena av portföljinvesteringar förblev balansen negativ

eller i stort sett neutral i alla EU-länder utanför euroområdet utom Danmark och Ungern. I dessa två länder berodde nettointflödena av portföljinvesteringar på kraftiga nettointflöden av räntebärande värdepapper som, för Ungerns del, var kopplade till ränteskillnader, medan nettointflödena av aktier var negativa. Nettointflödena av "andra investeringar" var i stort sett positiva i de flesta av de länder som anslöt sig till EU den 1 maj 2004 och den 1 januari 2007, vilket främst berodde på lån från utlandsägda moderbanker till sina regionala dotterföretag.

#### VÄXELKURSUTVECKLINGEN

Under 2007 speglade växelkursutvecklingen i EU-länderna utanför euroområdet främst de enskilda ländernas växelkurssystem. Valutorna i Danmark, Estland, Cypern, Lettland, Litauen, Malta och Slovakien deltog i ERM2. De tillämpade ett normalt fluktuationsband på  $\pm 15$  % runt sina centalkurser mot euron, förutom när det gäller den danska kronan som har ett smalare band på  $\pm 2,25$  %. Deltagande i ERM2 är dessutom i vissa fall kopplat till



**Tabell 10 Utveckling i ERM 2**

Valuta	Inträdesdatum	Övre kurs	Centralkurs	Nedre kurs	Maximal avvikelse i %	
					Uppåt	Nedåt
DKK	1 januari 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28 juni 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2 maj 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2 maj 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28 juni 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2 maj 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28 november 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (efter revalvering)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Källa: ECB.

Anm. En avvikelse nedåt (uppåt) motsvarar en utveckling mot den nedre (övre) kursen och utgör en förstärkning (försvagning) av valutan mot euron. Centralkursen för den slovakiska korunan revalverades med 8,5% den 16 mars 2007. Referensperioden för rapporterad maximal avvikelse från respektive ERM11-kurs är 2 januari 2007 till 29 februari 2008.

ensidiga åtaganden från de berörda länderna om att upprätthålla snävare fluktuationsband. Dessa ensidiga åtaganden innebär inte några ytterligare förpliktelser för ECB. I synnerhet kom man överens om att Estland och Litauen kunde ansluta korunan respektive litasen till ERM2 och samtidigt hålla fast vid sina sedelfondssystem. De maltesiska myndigheterna förklarade att de hade för avsikt att hålla den maltesiska liras växelkurs kring centralkursen mot euron och de lettiska myndigheterna beslutade att de skulle hålla latsens växelkurs kring centralkursen mot euron med ett fluktuationsband på  $\pm 1$  %. Avtalen om deltagande i ERM2 för de länder vars valutor anslöts till ERM2 efter 2004 (dvs. samtliga ovannämnda länder utom Danmark) baserades på ett antal politiska åtaganden från respektive myndigheter om att bland annat föra en sund finanspolitik, verka för en återhållsam lönebildning och en löneutveckling i linje med produktivitetstillväxt, begränsa kredittillväxten och genomföra ytterligare strukturreformer.

Den danska kronan, den estniska kronan, det cypriotiska pundet, den litauiska litasen och den maltesiska liran var mycket stabila mot euron 2007 och har kontinuerligt noterats till eller mycket nära sina centralkurser. Dessutom låstes det cypriotiska pundet och den maltesiska liran oåterkalleligen till euron efter utvidgningen av euroområdet den 1 januari 2008.

Den slovakiska korunan uppvisade däremot en relativt hög volatilitet (se tabell 10). Mot

bakgrund av förbättrade makroekonomiska fundamenta och gynnsamma ekonomiska utsikter apprecierade korunan under en utdragen period i mitten av 2006, och ytterligare i februari och första hälften av mars 2007. För att begränsa volatiliteten i växelkursen och alltför stora marknadstryck intervenerade Národná banka Slovenska i början av mars 2007 för att appreciera valutan. Den 19 mars 2007 revalverades den slovakiska korunans centralkurs gentemot euron med 8,5 % på begäran av de slovakiska myndigheterna, genom ömsesidig överenskommelse och enligt ett gemensamt förfarande. Till följd av mer måttliga inflationsutsikter sänkte Národná banka Slovenska sin styrränta i slutet av mars och slutet av april 2007 med totalt 50 punkter till 4,25 %, vilket bidrog till att stabilisera korunan gentemot euron. Sedan april 2007 har den slovakiska korunan varit relativt stabil, och fluktuerat mellan 5 % och 8 % över den nya centralkursen.

Den lettiska latsen uppvisade också högre volatilitet jämfört med tidigare år, även om fluktuationerna höll sig inom det ensidiga snäva bandet på  $\pm 1$  % runt centralkursen. Efter att ha noterats omkring 1 % över sin centralkurs i ERM2 under större delen av 2006 rörde sig latsen mot den nedre gränsen av sitt ensidiga snäva fluktuationsband mot euron vid två tillfällen (i mitten av februari 2007 och i september 2007). Den första episoden inträffade efter det att Standard & Poor's hade sänkt

Lettlands kreditbetyg – från stabil till negativ – den 19 februari 2007 och efter rykten om en eventuell devalvering av den lettiska valutans centralkurs i ERM2. I mitten av mars 2007 vidtog Latvijas Banka åtgärder för att förhindra en ytterligare försvagning av latsen genom att intervensera på valutamarknaden och genom att höja refinansieringsräntan, från 5,0 % till 5,5 % i slutet av mars 2007 och återigen till 6,0 % nästan två månader senare. 1-månadsräntan för inlåning mellan banker ökade kraftigt och fluktuerade 100–400 punkter över refinansieringsräntan. I april 2007 avtog undan för undan spänningarna på valutamarknaden i samband med regeringens åtagande att genomföra ett åtgärdsprogram för att bekämpa inflationen, men 1-månadsräntan låg kvar en bra bit över ECB:s lägsta anbudsränta. Den 12 maj 2007 låg latsen återigen i den starkare delen av sitt fluktuationsband på  $\pm 1$  % och centralbanken intervenserade för att förhindra ytterligare appreciering. I september 2007 sattes latsen under förnyat tryck sedan Moody's sänkt landets kreditbetyg och till följd av oro över att bytesbalansunderskottet och inflationen skulle stiga ytterligare. Latvijas Banka valde att inte intervensera vid detta tillfälle, men förhållandena på penningmarknaden förblev strama.

Om man ser till valutorna i de EU-länder utanför euroområdet som inte deltog i ERM2 skilde sig utvecklingen mellan länderna (se diagram 38). Den tjeckiska korunan och, i mindre utsträckning, den polska zlotyn apprecierade mot euron under större delen av 2007 och hade den 29 februari 2008 stärkts mot euron med

8,3 % respektive 7,8 % jämfört med i början av 2007. Efter att ha varit relativt stabilt de första tre kvartalen 2007 försvagades det brittiska pundet åter kraftigt mot euron till följd av ökad ekonomisk osäkerhet som delvis kan ha varit kopplad till mindre gynnsamma ekonomiska tillväxtutsikter som även berodde på en svagare bostadsmarknad. Den 29 februari 2008 låg det brittiska pundet följaktligen 13,6 % under sin nivå mot euron den 2 januari 2007. Till följd av både inhemska faktorer och eurons styrka på bred front försvagades även den rumänska leuen och den svenska kronan mot euron med 10,3 % respektive 4,1 % under den granskade perioden. Trots vissa fluktuationer låg den ungerska forintens i stort sett kvar oförändrad 2007, och deprecierade något i början av 2008. Den 25 februari 2008 beslutade Magyar Nemzeti Bank, i överenskommelse med den ungerska regeringen, att överge fluktuationsbanden runt forintens och låta forintens flyta. Den bulgariska leuen var slutligen fortsatt stabil på 1,95583 lev/euro, vilket var en följd av Bulgariens oförändrade valutapolitik inom ramen för det eurobaserade sedelfondssystemet.

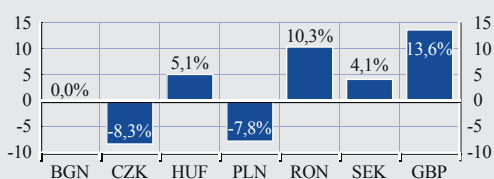
#### FINANSIELL UTVECKLING

Mellan januari 2007 och februari 2008 följde de långa statsobligationsräntorna i de flesta av EU-länderna utanför euroområdet<sup>10</sup> i princip ränteutvecklingen i euroområdet och steg under årets första del för att därefter, från och med augusti 2007, sjunka till följd av den globala turbulensen på finansmarknaderna.

I februari 2008 var långräntorna i EU-länderna utanför euroområdet i genomsnitt omkring 25 punkter högre än i början av 2007, medan de steg med mer än 30 punkter i euroområdet. De största uppgångarna ägde rum i Bulgarien (nästan 100 punkter), Tjeckien, Ungern och Polen (cirka 80 punkter), vilket till största delen berodde på de försämrade inflationsutsikterna. I Rumänien sjönk långräntorna med 50 punkter mellan januari 2007 och februari 2008, men var fortfarande relativt höga.

**Diagram 38 Förändringar i eurons växelkurs gentemot EU-valutorna utanför ERM2**

(procent)



Källa: ECB:s beräkningar.

Anm. Ett positivt (negativt) värde motsvarar en appreciering (depreciering) av euron. Förändringarna avser perioden 2 januari 2007 till 29 februari 2008.

10 För Estland finns inte några jämförbara långa räntor tillgängliga.

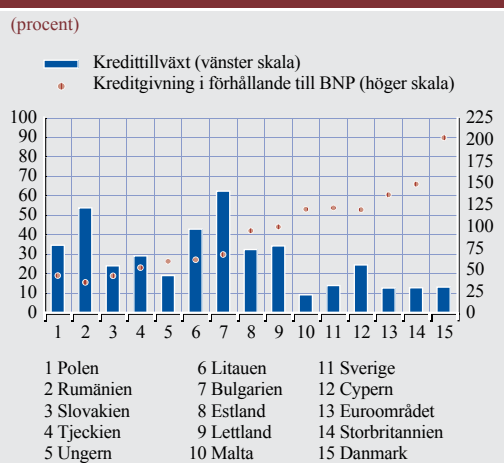
Jämfört med euroområdet hade skillnaderna i statsobligationsräntorna i EU-länderna utanför euroområdet en varierande utveckling i februari 2008 jämfört med början av 2007. Skillnaderna i långräntorna var fortsatt relativt stora i Rumänien och Ungern, där de låg på omkring 340 respektive 280 punkter. I dessa länder bidrog utvecklingen i de offentliga finanserna och externa obalanser till fortsatt stora skillnaderna i de långa obligationsräntorna. När det gäller Rumänien beror denna utveckling dessutom på en högre inflation de senaste åren.

Mellan januari 2007 och februari 2008 registrerades en totalt sett positiv tillväxt på aktiemarknaderna i de flesta EU-länder utanför euroområdet. Aktiekurserna steg mest i Bulgarien, Cypern och Rumänien, där de med god marginal överträffade den genomsnittliga kursutvecklingen i euroområdet, mätt genom indexet Dow Jones EURO STOXX. I Estland och Lettland hade aktiekurserna i slutet av februari 2008 emellertid fallit till de genomsnittliga nivåerna 2006, efter rekordnoteringar 2007. Aktiemarknadsindex i de flesta EU-medlemsstater utanför euroområdet

reagerade på turbulensen på de globala finansmarknaderna under sommarmånaderna med nedgångar, i samband med att vissa investerare drog tillbaka sina tillgångar från aktiemarknaderna för att förbättra sin totala likviditet. Det negativa stämningläget på börserna vände något i september och oktober 2007. Senare föll aktiekurserna emellertid i de flesta av länderna i EU-14, återigen till följd av en lägre global riskaptit, i linje med aktiekurserna i euroområdet och andra stora ekonomier.

Under 2007 var tillväxten i kreditgivningen till den privata sektorn fortsatt hög i alla EU-länder utanför euroområdet. Mot slutet av 2007 verkar den årliga kredittillväxten ha stabiliserats i flera länder, vilket delvis berodde på höjningen av bankräntorna. Den fortsatte emellertid att accelerera i några länder, däribland Bulgarien, Tjeckien, Litauen och Polen. Kredittillväxten var kraftigast i de snabbt växande baltiska staterna, Bulgarien, Polen och Rumänien, där tillväxten låg på mellan 32 % och 62 % i slutet av 2007. I Tjeckien, Cypern, Ungern och Slovakien låg den årliga tillväxten i kreditgivningen till den privata sektorn på mellan 19 % och 29 % 2007. Med undantag för Cypern måste en snabb kreditexpansion i dessa länder ses inom ramen för en fördjupning av de finansiella marknaderna. Faktum är att förhållandet mellan kreditgivningen till den privata sektorn och BNP låg kvar långt under genomsnittet i euroområdet i alla länderna i EU-11, med undantag för Cypern och Malta. En snabb kreditexpansion medför emellertid även en risk eftersom den i vissa länder bidrar till en kraftig inhemsk efterfrågan och därmed till överdrivet externa och interna obalanser. Dessutom är den stora och ökande andelen lån i utländsk valuta särskilt oroande i ett antal länder. I Danmark, Sverige och Storbritannien låg ökningstakten i den årliga kreditgivningen till den privata sektorn på omkring 13 % i slutet av 2007.

**Diagram 39 Kreditgivning till den privata sektorn 2007**



Källor: BIS, ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus och Bank of England.  
Anm. Uppgifterna avser inhemsk kreditgivning till icke-MFI undantaget offentlig sektor, index för teoretiska stockar. Beträffande kredittillväxten 2007 har senast tillgängliga månadsuppgifter använts för varje land. Uppgifterna för Cypern och Storbritannien baseras på en nationell definition.

**PENNINGPOLITIK**

Huvudmålet för penningpolitiken i alla EU-länder utanför euroområdet är prisstabilitet. Det finns emellertid stora skillnader mellan ländernas penningpolitiska strategier (se tabell 11).

**Tabell 11 Officiell penningpolitisk strategi i EU-medlemsstater utanför euroområdet**

	Penningpolitisk strategi	Valuta	Innehåll
Bulgarien	Växelkursmål	bulgariska lev	Växelkursmål: knuten till euron till kursen 1,95583 BGN per euro inom ett sedelfondssystem.
Tjeckien	Inflationsmål	tjeckisk koruna	Mål: 3 % ±1 procentenhet fram till slutet av 2009; därefter 2 % ±1 procentenhet. Styrd flytande växelkurs.
Danmark	Växelkursmål	dansk krona	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±2,25 % kring centralkursen på DKK 7,46038 per euro.
Estland	Växelkursmål	estnisk krona	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±15 % kring centralkursen på EEK 15,6466 per euro. Estland fortsätter med sitt sedelfondssystem som ett ensidigt åtagande.
Cypern	Växelkursmål	cypriotiskt pund	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±15 % kring centralkursen på CYP 0,585274 per euro.
Lettland	Växelkursmål	lettiska lats	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±15 % kring centralkursen på LVL 0,702804 per euro. Lettland fortsätter med ett fluktationsband på ±1 % som ett ensidigt åtagande.
Litauen	Växelkursmål	litauisk litas	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±15 % kring centralkursen på LTL 3,45280 per euro. Litauen fortsätter med sitt sedelfondssystem som ett ensidigt åtagande.
Ungern	Inflationsmål	ungersk forint	Inflationsmål 3% ±1 procentenhet. Flytande växelkurs sedan februari 2008 då knytningen till euron övergavs.
Malta	Växelkursmål	maltesisk lira	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±15 % kring centralkursen på MTL 0,429300 per euro. Malta håller sin växelkurs oförändrad gentemot euron som ett ensidigt åtagande.
Polen	Inflationsmål	polsk zloty	Inflationsmål: 2,5 % ±1 procentenhet (12-månaders ökning i KPII). Fritt flytande växelkurs.
Rumänien	Inflationsmål	rumänska leu	Inflationsmål: 4 %, 3,8 % och 3,5 % ±1 procentenhet i slutet av 2007, 2008 samt 2009. Styrd flytande växelkurs
Slovakien	Inflationsmål under ERM 2:s villkor	slovakisk koruna	Deltar i ERM 2 med ett fluktationsband på ±15 % runt centralkursen på 35,4424 slovakiska kronor per euro. Inflationsmålet för 2006-08 är satt till under 2,5% för slutet av 2006 och under 2% för slutet av 2007 och 2008.
Sverige	Inflationsmål	svensk krona	Inflationsmål: Ökning i KPI på 2 % med en toleransmarginal på ±1 procentenhet. Fritt flytande växelkurs.
Storbritannien	Inflationsmål	pund sterling	Inflationsmål: 12-månadersökning i KPI på 2 % <sup>1)</sup> Vid avvikelser på mer än 1 procentenhet förväntas Bank of Englands penningpolitiska kommitté skriva ett öppet brev till finansministern. Fritt flytande växelkurs.

Källa: ECBS.  
1) KPI är identiskt med HIKP.

De penningpolitiska strategierna och växelkurs-systemen i EU-länderna utanför euroområdet var i stort sett oförändrade 2007, även om vissa finjusteringar av de penningpolitiska ramarna gjordes i några länder med tanke på en framtida monetär integration. I februari 2008 övergav Ungern emellertid forintens knytning till euron

och övergick till ett fullt utvecklat inflationsmål med en fritt flytande växelkurs.

När det gäller penningpolitiska beslut mellan januari 2007 och februari 2008 vidtog de flesta centralbanker som deltar i ERM2 åtgärder för att strama åt penningpolitiken. Dessa speglade

ofta de åtgärder som vidtogs av ECB, som vid två tillfällen under 2007 (mars och juni) höjde den lägsta anbudsräntan i Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner med totalt 50 punkter, till 4,0 %.

Българска народна банка (Bulgariens centralbank), Eesti Pank och Lietuvos bankas har på grund av sina sedelfondssystem inga styrräntor. De anpassar sig automatiskt till de räntor som fastställs av ECB. Till följd av kraftig inflation vidtog emellertid flera nationella centralbanker ytterligare åtgärder. Från och med januari 2007 övergav Българска народна банка (Bulgariens centralbank) kravet på ytterligare reserver för banker som överskrider vissa tak för kredittillväxten. Samtidigt beslutade banken, i syfte att dämpa den kraftiga kredittillväxten, att öka kassakravet med 400 punkter till 12 %. En ökad volatilitet i den nominella växelkursen för den lettiska latsen, en ihållande mycket hög inflation och en överhettad inhemsk efterfrågan fick Latvijas Banka att höja refinansieringsräntan med 100 punkter till 6,0 % och räntan på utlåningsfaciliteten med totalt 150 punkter till 7,5 % under de första fem månaderna 2007, samt att vid flera tillfällen intervensera på valutamarknaden. Trots höjningen av styrräntorna är de korta realräntorna (i de fyra ovannämnda länderna) fortfarande negativa, mot bakgrund av en snabb real BNP-tillväxt, ett växande inflationstryck och stora ihållande obalanser gentemot omvärlden.

Efter ECB:s beslut höjde Danmarks Nationalbank sin utlåningsränta i två omgångar till 4,25 %. Den 12 mars och den 6 juni 2007 höjde Central Bank of Cyprus räntan på utlånings- och inlåningsfaciliteten med 25 punkter åt gången till 5,00 % respektive 3,00 %, i syfte att gradvis fastställa en marginal på 1 procentenhet mellan dessa två räntor och Cyperns viktigaste styrränta, som låg kvar på 4,5 %. I december 2007 sänktes den huvudsakliga refinansieringsräntan med 50 punkter och anpassades därmed till den i euroområdet på 4 %. Central Bank of Malta höjde sin centrala interventionsränta vid två tillfällen – den 25 januari och den 29 maj 2007 – med 25 punkter till 4,25 %. Besluten

togs mot bakgrund av en ytterligare minskning av valutareserven och den kraftigt krympande skillnaden i korträntan mot euron till förmån för den maltesiska liran, vilket främst berodde på ränteökningarna i euroområdet. I december 2007 sänktes den viktigaste styrräntan med 25 punkter och anpassades därmed till den i euroområdet. Cyperns och Maltas sista räntebeslut var en del av deras slutförberedelser inför anslutningen till euroområdet den 1 januari 2008. Národná banka Slovenska sänkte sin reporänta med totalt 50 punkter till 4,25 % den 25 april 2007 (och breddade korridoren för dagslåneräntorna runt räntan), mot bakgrund av mer måttliga inflationsutsikter.

De penningpolitiska beslut som togs av de nationella centralbanker med inflationsmål som inte deltar i ERM2 skilde sig åt mellan olika länder, främst till följd av skillnader i fråga om konjunkturläge och inflationsutsikter. I ett läge med ett växande inflationstryck och en uppskrivning av inflationsprognosen för 2007 och 2008 höjde Česká národní banka sin huvudsakliga finansieringsränta vid fyra tillfällen 2007 – med totalt 100 punkter – till 3,5 %. Narodowy Bank Polski höjde sin viktigaste styrränta i fyra omgångar – med totalt 100 punkter – till 5 %. I januari och februari 2008 höjdes den viktigaste styrräntan åter med totalt 50 punkter till 5,5 %. En åtstramning ansågs nödvändig eftersom inflationen sannolikt kommer att överstiga inflationsmålet till följd av en real BNP-tillväxt som är högre än den potentiella tillväxten, högre löne- och enhetsarbetskostnadsökningar och en mer expansiv finanspolitik. Sveriges Riksbank höjde reporäntan i fem omgångar med totalt 125 punkter till 4,25 % i februari 2008 för att återföra inflationen till målnivån på 2 %.

Under 2007 höjde Bank of England sin viktigaste styrränta vid tre tillfällen – med totalt 75 punkter – till 5,75 %, främst till följd av stabil tillväxt och hög inflation. Senare sänkte emellertid Bank of England räntan med 50 punkter till 5,25 %. De sista besluten togs mot bakgrund av tecken på en svagare tillväxtutveckling.

Till skillnad från de flesta andra länder sänkte Magyar Nemzeti Bank sin styrränta i två omgångar – med totalt 50 punkter – till 7,5 %, eftersom det medelfristiga inflationsmålet föreföll vara inom räckhåll. Under 2007 sänkte Banca Națională a României sin styrränta vid fyra tillfällen – med totalt 175 punkter – till 7,0 % i juni 2007, med anledning av de förbättrade inflationsutsikterna och en appreciering av den nominella växelkursen som var starkare än väntat. I oktober 2007 samt i januari och februari 2008 höjdes emellertid styrräntan med totalt 200 punkter till 9,0 % mot bakgrund av försämrade inflationsutsikter till följd av chocker på både tillgångs- och efterfrågesidan.



## KAPITEL 2

# CENTRALBANKENS VERKSAMHET



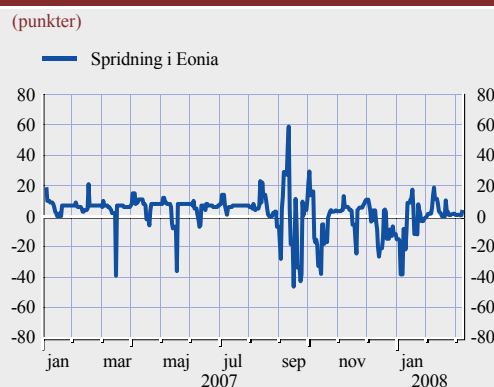
# I PENNINGPOLITISKA TRANSAKTIONER, VALUTATRANSAKTIONER OCH INVESTERINGSVERKSAMHET

## I.1 PENNINGPOLITISKA TRANSAKTIONER

Eurosystemets penningpolitiska transaktioner omfattar dels öppna marknadsoperationer – till exempel huvudsakliga refinansieringstransaktioner, långfristiga refinansieringstransaktioner och finjusterande transaktioner – dels de stående faciliteterna. Inom det penningpolitiska styrsystemet, som även omfattar kassakravssystemet, används dessa instrument för att hantera likviditetsläget på interbankmarknaden, i första hand för att styra de mycket korta räntorna – särskilt dagsräntan på penningmarknaden – så att de ligger nära den lägsta anbudsräntan vid de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, som är Eurosystemets viktigaste styrränta.

Vid två tillfällen 2007 – den 8 mars och den 6 juni – höjde ECB-rådet den lägsta anbudsräntan med 25 punkter till 3,75 % respektive 4,00 %. Precis som vid tidigare tillfällen sedan det operativa styrsystemet ändrades i mars 2004 påverkade dessa ränteändringar inte likviditetsförhållandena eller dagsräntan på penningmarknaderna nämnvärt innan de trädde i kraft, vilket visar att det ändrade styrsystemet har bidragit väsentligt till att skydda de mycket korta penningmarknadsräntorna mot effekten av förväntningar om ändringar av inriktningen på penningpolitiken. Efter den 9 augusti 2007 stod Eurosystemet emellertid inför en av de svåraste perioderna för genomförandet av penningpolitiken sedan eurons införande, när den oro på finansmarknaderna som hade sitt ursprung i den amerikanska subprimemarknaden spred sig till penningmarknaden i euroområdet. Några timmar efter det att likviditeten på penningmarknaden i euroområdet hade tagit slut på morgonen den 9 augusti reagerade Eurosystemet genom att i en finjusterande transaktion med löptid över natten tillföra 95 miljarder euro i extra likviditet till marknaden till sin styrränta på 4,00 %. Det var den största volymen som ditintills hade tilldelats i en finjusterande transaktion. Den finansiella oron fortsatte därefter att i hög grad påverka Eurosystemets öppna marknadsoperationer fram till slutet av 2007. I ruta 9 beskrivs de särskilda operativa åtgärder som Eurosystemet vidtog för att hantera oron på penningmarknaden. Dessutom

Diagram 40 Spridning i Eonia



Källa: ECB.

understryks den roll som ramverket för säkerheter spelade för att understödja genomförandet av penningpolitiken under denna period av volatilitet på finansmarknaderna.

En särskilt viktig indikator för att bedöma hur framgångsrik ECB är när det gäller att styra de mycket korta räntorna är skillnaden mellan dagsräntan på penningmarknaden, mätt genom Eonia (euro overnight index average) – en viktig referensränta för penningmarknaden – och den lägsta anbudsräntan i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna (se diagram 40). Under 2007 låg Eonia-spreaden i genomsnitt på 3 punkter, dvs. lägre än de 8 punkter som noterades 2006. Samtidigt ökade volatiliteten i Eonia-spreaden, mätt genom standardavvikelsen, till 12 punkter 2007, från 5 punkter året innan. Denna utveckling speglar främst de mer volatila förhållandena på marknaden efter den 9 augusti: Trots att ECB under året faktiskt lyckades styra den genomsnittliga dagslåneräntan relativt nära den lägsta anbudsräntan, åtföljdes detta av en ökning av standardavvikelsen i Eonia-spreaden från 6 punkter före den 9 augusti till 17 punkter den 9 augusti. Under samma period minskade den genomsnittliga nivån på spreaden från 6 punkter till -3 punkter.

### BANKSYSTEMETS LIKVIDITETSBEHOV

Eurosystemet tillför likviditet genom de öppna marknadsoperationerna utifrån en daglig

bedömning av likviditetsbehoven inom hela euroområdet banksystem. Likviditetsbehoven definieras som summan av kassakraven, behållningar utöver kassakraven som kreditinstitut håller på löpande räkning hos Eurosystemet (kassaöverskott) och autonoma faktorer. Autonoma faktorer är de poster på Eurosystemets balansräkning som påverkar kreditinstituts behållningar på löpande räkning, men som inte direkt påverkas av Eurosystemets likviditetshantering, t.ex. ”utelöpande sedlar” och ”inlåning från staten”.

Under 2007 uppgick de genomsnittliga dagliga likviditetsbehoven i euroområdet banksystem (se diagram 41) till 441,5 miljarder euro, dvs. en ökning på 5 % jämfört med 2006. Ökningen berodde emellertid främst på den fortsatta höjningen av de genomsnittliga kassakraven, med 14 %, till 187,4 miljarder euro, vilket endast delvis uppvägdes av en minskning av de autonoma faktorerna på 2 % till 252,2 miljarder euro. Bland de autonoma faktorerna ökade utelöpande sedlar kraftigt, även om ökningstakten minskade till 9 %, från 11 % 2006. Den likviditetsindragande effekten av ökningen i sedlar mer än uppvägdes emellertid av andra autonoma faktorer. Trots att de genomsnittliga kassaöverskotten för de uppfyllandeperioder som löpte ut 2007 ökade med 0,2 miljarder euro

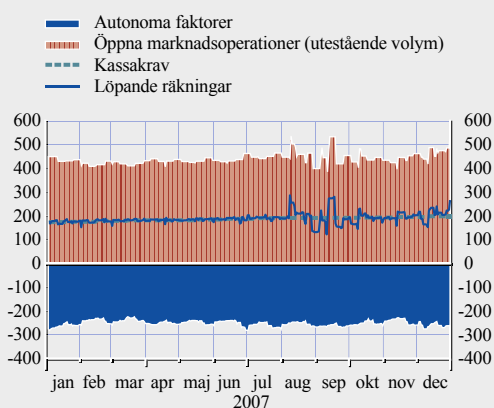
till 0,9 miljarder euro, var de i relativa termer fortfarande obetydliga på 0,5 % av kassakraven.

### KASSAKRAVSSYSTEM

Kreditinstitut i euroområdet måste hålla kassakravsmedel på löpande räkning hos Eurosystemet. Under 2007 uppgick kassakraven till 2 % av ett kreditinstituts kassakravsbas, vilket varit fallet sedan 1999. Det är den ökning i kassakravsbasen som beror på vissa kortfristiga skulder på kreditinstituts balansräkningar som ligger bakom den ovannämnda höjningen på 14 % av de totala kassakravbeloppen 2007. Eftersom Eurosystemet för varje uppfyllandeperiod betalar ränta på kassakravsmedel enligt den genomsnittliga marginalräntan i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, medför kassakravssystemet inga nämnvärda kostnader för banksektorn. Samtidigt uppfyller systemet två viktiga funktioner i det operativa styrsystemet för genomförandet av penningpolitiken: För det första stabiliserar det de korta penningmarknadsräntorna, eftersom uppfyllandet av kassakravet beräknas på genomsnittet av de dagliga behållningarna under en uppfyllandeperiod och därför gör det möjligt för kreditinstitut att utjämna tillfälliga och oväntade in- och utflöden av medel från sina konton. För det andra utvidgar det banksystemets likviditetsunderskott, dvs. bankernas totala behov av refinansiering från Eurosystemet.

Diagram 41 Likviditetsfaktorer i euroområdet 2007

(miljarder euro)



Källa: ECB.

### ÖPPNA MARKNADSOPERATIONER

Eurosystemet använder huvudsakliga refinansieringstransaktioner, långfristiga refinansieringstransaktioner och finjusterande transaktioner för att reglera likviditetsläget på penningmarknaden. Alla likvidiserande transaktioner baseras på godtagbara säkerheter. Huvudsakliga refinansieringstransaktioner är regelbundna transaktioner som genomförs en gång i veckan och normalt har en veckas löptid. De spelar en viktig roll för att reglera likviditetsläget på marknaden och ge signaler om penningpolitikens inriktning. Under 2007 genomfördes de i form av anbud till rörlig ränta med en lägsta anbudsränta, vilken motsvarar ECB:s viktigaste styrränta. Trots att ett stort antal motparter (1 693 i slutet av 2007) får delta i dessa transaktioner deltog i själva verket i genomsnitt

endast 338 under 2007, dvs. 10 % färre än 2006 (377). Fram till den 8 augusti tilldelade ECB i genomsnitt 292 miljarder euro i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. I samtliga utom en transaktion (då 2 miljarder euro över riktmärkesbeloppet tilldelades) tilldelade ECB 1 miljard euro mer än riktmärkesbeloppet, som är det belopp som gör det möjligt för motparter att problemfritt uppfylla sina kassakrav fram till avvecklingen av nästa huvudsakliga refinansieringstransaktion<sup>1</sup>. ECB fortsatte därmed den politik som inleddes i oktober 2005 att öka tilldelningsbeloppet något över riktmärkesbeloppet för att motverka uppenbara ökningarna i Eonia-spreaden. Sedan den 9 augusti har den genomsnittliga tilldelningsvolymen minskat till 200 miljarder euro, vilket speglar tilldelningen av extra likviditet i kompletterande långfristiga refinansieringstransaktioner (se nedan och ruta 9).

Långfristiga refinansieringstransaktioner är likvidiserande transaktioner som genomförs en gång i månaden och har tre månaders löptid. De

genomförs normalt i form av renodlade anbud till rörlig ränta (utan några begränsningar när det gäller anbudsräntorna) med en på förhand angiven tilldelningsvolym, som fastställdes till 50 miljarder euro i början av 2007. Långfristiga refinansieringstransaktioner är öppna för samma motparter som de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, varav i genomsnitt 145 deltog i långfristiga refinansieringstransaktioner 2007, jämfört med 162 deltagare 2006. Efter den 9 augusti 2007 genomfördes två kompletterande långfristiga refinansieringstransaktioner (som avvecklades den 24 augusti respektive den 13 september) som senare förnyades med en justering av det totala beloppet. I slutet av 2007 uppgick det utestående beloppet av långfristiga refinansieringstransaktioner till 268 miljarder

<sup>1</sup> Tilldelningen av ett riktmärkesbelopp gör det möjligt för motparter att, totalt sett, hålla behållningarna på löpande räkning nära sina kassakrav, med hänsyn till planerade likviditetsbehov och likviditetsobalanser som redan har ackumulerats under samma uppfyllandeperiod. För en exakt definition av riktmärket, se rutan med rubriken "Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations" i ECB Monthly Bulletin, april 2004.

## Ruta 9

### PENNINGPOLITISKA TRANSAKTIONER UNDER PERIODEN AV VOLATILITET PÅ FINANSMARKNADERNA

#### Likviditet tillfördes tidigare under uppfyllandeperioden

I sina öppna marknadsoperationer brukar Eurosystemet tillföra likviditet på ett sätt som gör det möjligt för kreditinstituten att ha behållningar på löpande räkningar hos Eurosystemet som ligger nära deras kassakrav och därmed uppfylla kraven proportionerligt under hela uppfyllandeperioden. Det sker genom att tilldelningsbeloppen i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna ligger nära riktmärkesbeloppet. Syftet med denna tilldelningspolicy är att de mycket korta räntorna ska ligga så nära den viktigaste styrräntan, dvs. den lägsta anbudsräntan i Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner, som möjligt. Efter det att oron på finansmarknaderna hade spridit sig till europenningmarknaden på morgonen den 9 augusti 2007 verkade kreditinstituten emellertid hellre vilja uppfylla sina kassakrav relativt tidigt under uppfyllandeperioden, eftersom det fanns indikationer som tydde på en minskad omsättning i de längre löptidssegmenten.

För att uppnå sitt mål för de mycket korta räntorna tidigare lade ECB tillförandet av reservmedel genom att pumpa in mer likviditet i början av uppfyllandeperioden och mindre likviditet i slutet av perioden.<sup>1</sup> Under de första dagarna efter den 9 augusti skedde detta genom att

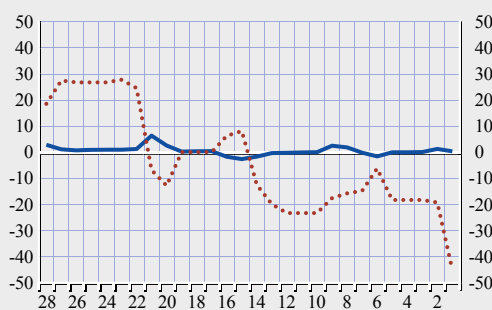
<sup>1</sup> Även före den finansiella oron hade Eurosystemet tidigare lagt tillförslin av reservmedel genom att tillföra lite mer likviditet än riktmärkestilldelningen i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Tidigareläggningen var emellertid mycket större under perioden av oro, vilket framgår av diagrammet.

extra likviditet pumpades in genom fyra finjusterande transaktioner med löptid över natten. En femte finjusterande transaktion med löptid över natten genomfördes i början av september. Därefter tillfördes extra likviditet i början av uppfyllandeperioden främst genom de vanliga huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. I samtliga fall var det bara tidpunkten för tillförseln som förändrades, medan likviditetstillförseln för hela uppfyllandeperioden förblev oförändrad. Detta framgår av utvecklingen för det dagliga kassaöverskottet, dvs. skillnaden mellan kreditinstitutens behållningar på löpande räkning och kassakraven under en uppfyllandeperiod (se diagrammet). Medan det dagliga kassaöverskottet i genomsnitt låg ganska nära noll under uppfyllandeperioderna före augusti 2007 låg det långt över noll i början av efterföljande uppfyllandeperioder och långt under noll i slutet av dessa perioder.

### Dagligt överskott av kassakravsmedel under en uppfyllandeperiod

(x-axeln: antal dagar fram till slutet av uppfyllandeperioden;  
y-axeln: dagligt överskott av kassakravsmedel i miljarder euro  
som observerats i genomsnitt)

- Dagligt överskott av kassakravsmedel (uppfyllandeperiod som slutar mellan augusti 2005 och augusti 2007)
- ..... Dagligt överskott av kassakravsmedel (uppfyllandeperiod som slutar mellan september 2007 och februari 2008)



Källa: ECB.

Den 8 oktober och den 23 november meddelade ECB<sup>2</sup> (via nyhetsbyråer) att man skulle förstärka policyn med tidigareläggning och styra likviditeten mot mer balanserade villkor även inom uppfyllandeperioderna om detta behövs för att hålla de korta räntorna nära den lägsta anbudsräntan. ECB tilldelade därför konsekvent betydligt högre belopp än riktmärkesbeloppet i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och så snart ett påtagligt nedåtryck på dagslåneräntan kunde märkas genomförde ECB likviditetsindragande finjusterande transaktioner.

Vid sidan om de sedvanliga finjusterande transaktionerna på uppfyllandeperiodens sista dag genomfördes likviditetsindragande finjusterande transaktioner den 12 oktober, 7 december, 17 december och, som redan nämnts, kring årsskiftet. Den 14 januari 2008 bekräftade ECB att man skulle fortsätta policyn med tidigareläggning så länge det är nödvändigt.

### Kompletterande långfristiga refinansieringstransaktioner

Volatiliteten på finansmarknaderna verkade öka bankernas vilja att minska sina framtida likviditetsbehov, vilket ledde till betydande spänningar på penningmarknaden, inte bara inom det korta, utan även inom det längre löptidssegmentet, där omsättningen rapporterades vara mycket liten. För att främja en normalisering av förhållandena ökade Eurosystemet andelen refinansiering via 3-månaders långfristiga refinansieringstransaktioner och minskade samtidigt andelen via de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna med en veckas löptid. Den totala utestående refinansieringen var därmed oförändrad, medan den genomsnittliga löptiden förlängdes, vilket tillfälligt minskade de framtida likviditetsbehoven inom banksystemet. Två kompletterande långfristiga refinansieringstransaktioner med 3 månaders löptid genomfördes den 23 augusti och den 12 september för belopp på 40 miljarder euro respektive 75 miljarder euro. Eftersom de

<sup>2</sup> En fullständig lista över ECB:s uttalanden finns på: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>

vanliga månatliga långfristiga refinansieringstransaktionerna genomfördes som vanligt ökade den totala refinansieringen genom långfristiga refinansieringstransaktioner från 150 miljarder euro (tre tilldelningar om 50 miljarder vardera) till 265 miljarder euro, medan storleken på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna minskade i motsvarande utsträckning från omkring 300 miljarder euro till mindre än 200 miljarder euro. De kompletterande långfristiga refinansieringstransaktionerna förlängdes när de förföll i november och december, med en justering av tilldelningsbeloppen på 60 miljarder vardera. Den 7 februari 2008 meddelades att de även skulle förlängas i februari och mars 2008.

### **Särskilda åtgärder kring årsskiftet**

Banker brukar av hänsyn till sina balansräkningar vara mer ovilliga att låna ut medel på penningmarknaden under årets sista veckor. Detta välkända fenomen förväntades bli särskilt påtagligt 2007. I ett pressmeddelande den 30 november meddelade ECB därför att man skulle vidta särskilda åtgärder för att minska spänningarna på penningmarknaden under denna period. Löptiden för den huvudsakliga refinansieringstransaktionen som tilldelades den 18 december förlängdes från en vecka till två veckor för att bankerna skulle kunna täcka sina likviditetsbehov över julhelgen och dagarna kring årsskiftet före denna besvärliga period. Den 17 december meddelade ECB också via nyhetsbyråerna att man i denna huvudsakliga refinansieringstransaktion skulle göra avsteg från den normala tilldelningsproceduren och acceptera alla anbud till eller över den vägda genomsnittsräntan i den föregående huvudsakliga refinansieringstransaktionen, vilken låg på 4,21 %. Detta beslut föranleddes i första hand av att det finns vissa indikationer på att likviditetsbehoven skulle kunna driva upp anbudsräntorna till oönskade nivåer. Följden blev att ECB tilldelade 348,6 miljarder euro, vilket var 168,1 miljarder euro mer än riktmärkesbeloppet. Tillförseln av så mycket likviditet resulterade i ett nedåtryck på dagslåneräntan. För att minska detta tryck genomförde ECB en rad likviditetsindragande finjusterande transaktioner. Den sista finjusterande transaktionen genomfördes den 3 januari, dagen före avvecklingen av den första huvudsakliga refinansieringstransaktionen 2008. I genomsnitt drog ECB in 143,8 miljarder euro per dag genom finjusterande transaktioner. ECB tillförde emellertid också 20 miljarder euro i extra likviditet till en marginalränta på 4,20 % i den huvudsakliga refinansieringstransaktion som löpte över årsskiftet och tillgodosåg därmed en ökad efterfrågan på likviditet från motparterna under denna period. Till följd av den mycket rikliga likviditeten låg Eonia 8 punkter under den lägsta anbudsräntan på den sista handelsdagen 2007, jämfört med 19 respektive 17 punkter över den lägsta anbudsräntan de två föregående åren.

### **TRANSAKTIONER I SAMBAND MED TERM AUCTION FACILITY**

Eftersom bankerna i euroområdet rapporterades vara särskilt oroade över tillgången till finansiering i US-dollar etablerade ECB ett ömsesidigt sedelfondsarrangemang (swap line) som var knutet till den amerikanska centralbankens (Federal Reserve) Term Auction Facility. Den finansiering i US-dollar som Eurosystemet mottog via detta arrangemang erbjöds motparterna mot godtagbara säkerheter i två transaktioner som avvecklades den 20 och den 27 december. Liknande transaktioner genomfördes också av den schweiziska centralbanken. I Eurosystemets transaktioner erbjöds finansiering om 10 miljarder US-dollar vardera för motparter som får utnyttja utlåningsfaciliteten med ungefär en månads löptid. De två transaktionerna genomfördes till en fast ränta motsvarande marginalräntan i Federal Reserves anbudsförfaranden på dessa dagar, dvs. 4,65 % och 4,67 %, och ledde till anbud om 22 miljarder US-dollar den 17 december och 14 miljarder US-dollar den 20 december. Dessa transaktioner hade ingen direkt inverkan

på likviditetsläget i euroområdet utan syftade till att förbättra de globala finansieringsvillkoren. Transaktionerna förlängdes i januari 2008, men likviditetsbehoven i US-dollar minskade, vilket framgick av den sjunkande anbudsvolymen. ECB genomförde inga finansieringstransaktioner i US-dollar i februari.

### **Ramverket för säkerheter under perioden av volatilitet på finansmarknaderna**

Det faktum att Eurosystemet godtar en rad olika säkerheter har underlättat genomförandet av penningpolitiken under marknadsturbulensen. Som diagrammen 42 och 43 visar har tillgången till säkerheter inte varit något problem för Eurosystemet, inte ens när de utestående krediterna var som störst under turbulensen. I denna situation har ramverket för säkerheter gjort det lättare för många olika motparter att få tillgång till centralbankspengar.

euro, nästan 80 % mer än det utestående beloppet i början av augusti.

ECB genomför från tid till annan likvidiserande och likviditetsindragande finjusterande transaktioner för att reglera likviditetsläget och styra räntorna på penningmarknaden. Eurosystemet har valt ut ett begränsat antal motparter som tillhör de mest aktiva på penningmarknaden som får delta i dessa transaktioner (127 i slutet av 2007). Under 2007 genomförde ECB 24 finjusterande transaktioner varav 18 genomfördes efter den 9 augusti till följd av turbulensen på finansmarknaderna. Detta kan jämföras med 31 finjusterande transaktioner som genomfördes under åttaårsperioden 1999–2006. Samtliga sex transaktioner som genomfördes före den 9 augusti syftade till att återställa balanserade likviditetsförhållanden på uppfyllandeperiodens sista dag, vilket har varit praxis sedan november 2004. Fyra transaktioner var likviditetsindragande och två likvidiserande, vilket speglade den något högre sannolikheten för överlikviditet efter en tilldelning över riktmärkesbeloppet i uppfyllandeperiodens sista huvudsakliga refinansieringstransaktion. Vid två tillfällen kunde det avsedda beloppet inte nås i en likviditetsindragande transaktion på grund av att anbudsvolymen inte var tillräcklig. Praxisen att genomföra finjusterande transaktioner i slutet av uppfyllandeperioden fortsatte efter den 9 augusti. De flesta av de finjusterande transaktionerna efter detta datum (totalt 14) genomfördes emellertid för att motverka fluktuationer i likviditetsläget

och dagslåneräntan till följd av turbulensen på finansmarknaderna under uppfyllandeperioden (se ruta 9).

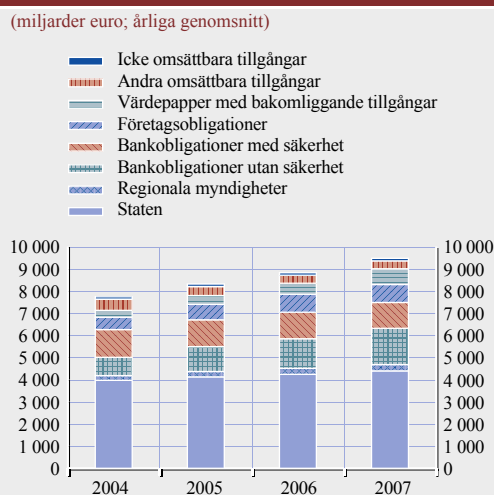
### **STÅENDE FACILITETER**

Motparter kan utnyttja de två stående faciliteterna på eget initiativ för att mot säkerhet i godtagbara värdepapper få kredit över natten eller för inlåning över natten hos Eurosystemet. I slutet av 2007 hade 2 122 motparter tillgång till utlåningsfaciliteten och 2 798 motparter hade tillgång till inlåningsfaciliteten. Räntorna på dessa faciliteter, som ligger 100 punkter över och under den lägsta anbudsräntan i respektive långfristig refinansieringstransaktion, fungerar normalt som en övre respektive undre gräns för dagslåneräntan och fyller därför en viktig funktion för genomförandet av penningpolitiken. Under 2007 uppgick det dagliga utnyttjandet av utlåningsfaciliteten till i genomsnitt 0,2 miljarder euro, medan det dagliga utnyttjandet av inlåningsfaciliteten uppgick till 0,5 miljarder euro, vilket var en ökning med 0,1 miljard euro respektive 0,3 miljarder euro jämfört med året innan. Ökningen av det genomsnittliga utnyttjandet av inlåningsfaciliteten beror på utvecklingen efter den 9 augusti.

### **GODTAGBARA VÄRDEPAPPER FÖR PENNINGPOLITISKA TRANSAKTIONER**

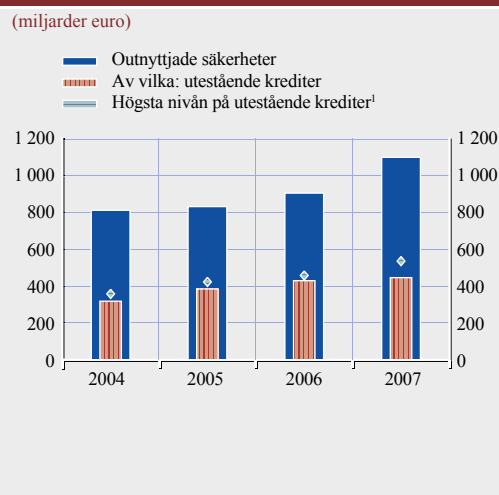
I enlighet med centralbankspraxis över hela världen måste alla Eurosystemets kredittransaktioner baseras på tillfredsställande säkerheter. Kravet på tillfredsställande säkerheter innebär för det

**Diagram 42 Godtagbara säkerheter uppdelat på tillgångstyp**



Källa: ECB.

**Diagram 43 Säkerheter som lämnas i Eurosystemets kredittransaktioner och utestående krediter**



Källa: ECB.

1) Högsta nivån under året på utestående krediter på penningpolitiska transaktioner.

första att Eurosystemet är skyddat mot förluster vid sina kredittransaktioner och, för det andra, att det bör finnas tillräckligt med säkerheter som kan användas av ett brett spektrum av deltagande motparter, så att Eurosystemet kan tillhandahålla den likviditet som bedöms nödvändig genom både sina penningpolitiska transaktioner och betalningssystemstransaktioner. Eurosystemet godtar därför ett stort urval värdepapper som säkerhet. Detta visade sig vara ett stabiliserande inslag inom ramen för den pågående turbulensen på finansmarknaden, eftersom det säkerställde att motparter hade tillräckliga säkerheter till sitt förfogande för att utnyttja Eurosystemets kredittransaktioner.

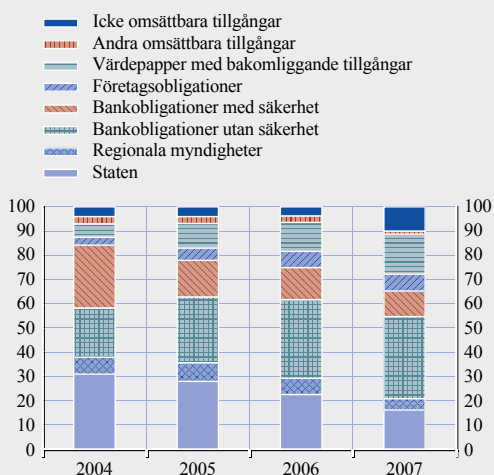
Det genomsnittliga värdet av omsättbara värdepapper som godtas som säkerheter ökade med 7,7 % 2007 jämfört med 2006, till totalt 9,5 miljarder euro (se diagram 42). Värdepapper utgivna av den offentliga sektorn, som uppgick till 4,7 miljarder euro, stod för 49 % av totalen, medan återstoden av omsättbara säkerheter utgjordes av värdepapper utan säkerhet i in-teckning utgivna av kreditinstitut (1,6 miljarder euro, eller 17 %), värdepapper med säkerhet i in-teckning utgivna av kreditinstitut (1,2 miljarder, eller 12 %) företagsobligationer

(0,8 miljarder euro, eller 9 %), värdepapper med bakomliggande tillgångar (0,7 miljarder, eller 8 %), och andra obligationer, t.ex. obligationer utgivna av överstatliga organisationer (0,4 miljarder, eller 4 %). Dessutom har icke omsättbara tillgångar, som särskilt omfattar kreditfordringar (kallas även banklån) inkluderats i den gemensamma listan över godtagbara säkerheter sedan den 1 januari 2007. Eftersom dessa tillgångars godtagbarhet inte bedöms innan de accepteras är den potentiella volymen av sådana tillgångar emellertid svårbedömd. Under 2007 uppgick volymen till 0,1 biljon euro, dvs. 1 % av totala godtagbara säkerheter i Eurosystemet.

Det genomsnittliga värdet av omsättbara och icke omsättbara tillgångar som motparter använde som säkerheter vid Eurosystemets kredittransaktioner ökade kraftigt från i genomsnitt 906 miljarder euro 2006 till 1 101 miljarder euro 2007. Denna ökning berodde främst på att motparter deponerade stora volymer av extra säkerheter hos Eurosystemet efter utbrottet av den finansiella turbulensen i augusti (se diagram 43). Som framgår av jämförelsen mellan säkerheter med utestående kredit till Eurosystemets motparter var den andel av deponerade säkerheter som inte användes för

**Diagram 44 Fördelning av tillgångar (inbegripet kreditfordringar) som lämnas som säkerheter på olika tillgångstyper**

(procent; årliga genomsnitt)



Källa: ECB.

att täcka kredit från penningpolitiska operationer fortsatt hög. Detta tyder på att tillgången till säkerheter inte har begränsat Eurosystemets motparter i samband med turbulensen.

När det gäller den typ av tillgångar som deponerats som säkerheter hos Eurosystemet minskade den årliga genomsnittliga andelen för statsobligationer från 23 % 2006 till 15 % 2007. Bankgarantier utan bakomliggande tillgångar utgjorde fortsatt den största tillgångsklassen av säkerheter som deponerades hos Eurosystemet (i genomsnitt 33 % 2007). Den genomsnittliga andelen för värdepapper med bakomliggande tillgångar ökade från 12 % 2006 till 16 % 2007.

Efter införandet i hela euroområdet den 1 januari 2007 av icke omsättbara tillgångar som godkända säkerheter i Eurosystemets kredittransaktioner har motparter även börjat använda denna typ av säkerheter. Under året stod denna tillgångsklass i genomsnitt för 10 % av det totala beloppet av deponerade säkerheter, jämfört med 4 % 2006 (se diagram 44). Antalet kreditfordringar vars kreditvärdighet kunde bedömas var fortsatt begränsat 2007 (se avsnittet om riskhanteringsfrågor). Den fullständiga potentialen hos denna nya typ av säkerheter har därför ännu inte utnyttjats.

Den 24 maj 2007 beslutade ECB-rådet om följande två mindre justeringar av ramverket för säkerheter under 2007:

- Tidsschemat för utfasning av omsättbara grupp två-värdepapper godtagbara som säkerhet för Eurosystemets kredittransaktioner ändrades.<sup>2</sup>
- Kriterierna avseende etablering för tillgångar som godtas som säkerhet i Eurosystemets kredittransaktioner definierades närmare.<sup>3</sup>

### RISKHANTERINGSFRÅGOR

Genom att kräva att motparter ställer tillfredsställande säkerheter minskar Eurosystemet risken för att en motpart fallerar i Eurosystemets kredittransaktioner. Trots detta krav kan emellertid Eurosystemet fortfarande vara exponerat för ett antal finansiella risker om en motpart fallerar. Det finns en kreditrisk som är kopplad till den säkerhet som accepteras, samt marknads- och likviditetsrisker vid en negativ utveckling av priset på säkerheten under likvidationen efter en motparts fallissemang. För att reducera dessa risker till acceptabla nivåer har Eurosystemet höga kreditstandarder för tillgångar som godtas som säkerheter, bedömer dagligen säkerheter och tillämpar lämpliga riskkontrollåtgärder. Finansiella risker vid kredittransaktioner kvantifieras och rapporteras till ECB:s beslutande organ.

För att säkerställa att dessa höga kreditstandarder för säkerheter uppfylls har Eurosystemet ett antal

- 2 Omsättbara tillgångar utgivna före den 31 maj 2007 och som handlas på icke reglerade marknader, vilka i dagsläget uppfyller Eurosystemets krav på säkerhet och tillgänglighet men inte på transparens, godtas fram till den 31 december 2009, men inte därefter.
- 3 Som ett resultat av färdigställandet av det gemensamma ramverket för säkerheter den 1 januari 2007 har Eurosystemet specificerat att, med undantag för internationella och överstatliga institutioner, måste utgivare av omsättbara tillgångar godkända för Eurosystemets kredittransaktioner vara etablerade antingen i Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES), eller i något av de fyra G10-länderna som inte är medlemmar av EES (Kanada, Japan, Schweiz och USA). Tillgångar utgivna efter den 1 januari 2007 av enheter etablerade utanför EES eller i de G10-länder som inte ingår i EES kommer inte att vara godtagbara, oberoende av om de garanteras av en enhet upprättad i EES. Tillgångar utgivna före den 1 januari 2007 kommer emellertid att vara godtagbara fram t.o.m. den 31 december 2011 och icke bli godtagbara därefter.



förfaranden, regler och metoder som tillsammans utgör Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAF). Kreditkvalitetströskeln för godtagbara säkerheter i Eurosystemets kredittransaktioner definieras inom ECAF som en kreditrating "A".<sup>4</sup> ECAF förutsätter ett antal alternativa källor för bedömning av kreditvärdighet. Införandet i euroområdet av icke omsättbara tillgångar som godtagbara säkerheter i Eurosystemets kreditoperationer från och med den 1 januari 2007 kombinerades med den första, men fortfarande begränsade, användningen av interna ratingsystem av Eurosystemets motparter som en ny källa för bedömning av kreditvärdighet. Till följd av den begränsade användningen av interna ratingsystem var de flesta kreditfordringar som blev godtagbara från den 1 januari 2007, och som därefter överlämnades till Eurosystemet, fordringar på enheter inom den offentliga sektorn för vilka en implicit kreditvärdighetsbedömning görs utifrån bedömningen av kreditvärdigheten hos det land där gäldenären eller garanten för en kreditfordran är etablerad.

Flera tillägg rörande ECAF infördes 2007. Efter ECB-rådets beslut den 19 oktober 2007 används från och med den 1 januari 2008 ratingbyrån DBRS som nytt externt kreditvärderingsinstitut för Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAF). Under 2007 beslutade ECB-rådet dessutom att täckta bankobligationer som strikt uppfyller de kriterier som fastställs i artikel 22.4 i direktivet om företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretagsdirektivet) och som är emitterade efter den 1 januari 2008 kommer att omfattas av samma kreditbedömningskrav som andra omsättbara tillgångar.

## 1.2 VALUTATRANSAKTIONER

Under 2007 genomförde Eurosystemet inte några interventioner på valutamarknaden av penningpolitiska skäl. ECB:s valutatransaktioner rörde uteslutande investeringsverksamhet. Dessutom genomförde ECB inte några valutatransaktioner i valutorna i de länder utanför euroområdet som deltar i ERM2. Det stående

arrangemanget mellan ECB och IMF för att underlätta för IMF att på ECB:s vägnar initiera transaktioner i särskilda dragningsrätter (SDR) med andra innehavare av särskilda dragningsrätter aktiverades vid 18 tillfällen 2007.

Till följd av volatiliteten på finansmarknaden 2007 genomförde Eurosystemet dessutom två transaktioner inom amerikanska Federal Reserve Term Auction Facility och erbjöd vid båda tillfällena Eurosystemets motparter 10 miljarder US-dollar (för mer information se ruta 9).

## 1.3 INVESTERINGSVERKSAMHET

ECB:s investeringsverksamhet är organiserad på ett sätt som förhindrar att insiderinformation om centralbankens penningpolitiska åtgärder används vid investeringsbeslut. En uppsättning regler och rutiner, den så kallade kinesiska muren, skiljer enheterna som hanterar investeringsverksamheten från övriga enheter inom ECB.

## FÖRVALTNING AV VALUTARESERVER

ECB:s valutareserv upprättades ursprungligen genom överföringar av reservtillgångar från de nationella centralbankerna i euroområdet. Portföljens sammansättning speglar förändringar i tillgångarnas marknadsvärde och ECB:s valuta- och guldtransaktioner. Det främsta syftet med ECB:s valutareserv är att säkerställa att Eurosystemet alltid har tillräckligt med likvida medel för sina valutatransaktioner i andra valutor än EU-valutor. Målen för förvaltningen av ECB:s valutareserver är, efter betydelse, likviditet, säkerhet och avkastning.

ECB:s valutareserv består av US-dollar, japanska yen, guld och särskilda dragningsrätter. Reserven av US-dollar och japanska yen förvaltas aktivt av ECB och de nationella centralbankerna i euroområdet, i egenskap av ombud för ECB. Från och med januari 2006 har

<sup>4</sup> "A" betyder minst rating "A-" av Fitch eller Standard & Poor's, "A3" av Moody's eller "AL" av DBRS.

en ”valutaspecialiseringsmodell” tillämpats för att effektivisera Eurosystemets investeringsverksamhet. Inom ramen för detta system tilldelas varje nationell centralbank som regel en andel av antingen dollar- eller yenportföljen. Två nationella centralbanker förvaltar för närvarande två portföljer.<sup>5</sup> I januari 2007 slog två nationella centralbanker (Banka Slovenije och Banque centrale du Luxembourg) samman sina operativa verksamheter för förvaltningen av sina andelar av ECB:s valutareserver. Ytterligare två sammanslagningar trädde i kraft i januari 2008 när Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta anslöts till Eurosystemet (se kapitel 3).

Under 2007 genomförde ECB försäljningar av totalt 79 ton guld. Denna försäljning var förenlig med centralbankernas överenskommelse om guld av den 27 september 2004, som ECB har undertecknat. Merparten av intäkterna från försäljningen av guld återinvesterades i portföljen med japanska yen och, i mindre utsträckning, i portföljen med US-dollar.

Värdet på ECB:s valutareserv (netto)<sup>6</sup> till aktuella valutakurser och marknadspriser ökade från 42,3 miljarder euro i slutet av 2006 till 42,8 miljarder euro i slutet av 2007, varav 32,1 miljarder euro utgjordes av utländsk valuta – japanska yen och US-dollar – och 10,7 miljarder euro av guld och särskilda dragningsrätter. Baserat på växelkurserna i slutet av 2007 utgjorde tillgångar i US-dollar 79,7 % av valutareserven och tillgångar i japanska yen 20,3 %. Den största förändringen under 2007 gällde därför marknadsvärdet på guld och särskilda dragningsrätter, som ökade till 10,7 miljarder euro från 10,3 miljarder euro 2006, främst till följd av guldets värdestegring med cirka 18 % mätt i euro. Värderingen till marknadsvärde av de utländska valutorna i portföljen var i stort sett oförändrad 2007. Deprecieringen av US-dollar och den japanska yenen gentemot euron uppvägdes av de positiva nettoavkastningarna (bestående av realisationsvinster och ränteinkomster) från förvaltningen av portföljen och inkomsterna från ECB:s försäljning av guld.



Under 2007 utvidgades listan över godtagbara instrument i vilka ECB:s valutareserver får investeras till att inkludera räntesvappar. Dessutom har det pilotprojekt som inrättades för att etablera ett automatiskt program för värdepappersslån för ECB:s tillgångar i US-dollar kommit långt och förväntas genomföras 2008.

#### FÖRVALTNING AV EGNA MEDEL

ECB:s portfölj av egna medel består av de inbetalade andelarna av det tecknade kapitalet och belopp som hålls från tid till annan i ECB:s allmänna reservfond och dess avsättningar för valutarisker, ränterisker och guldpriserisker. Syftet med denna portfölj är att generera inkomster för att ECB ska kunna täcka sina driftskostnader. Målet för förvaltningen är att maximera den förväntade avkastningen, med förbehåll för en icke-förlustrestriktion på en viss konfidenznivå. Portföljen består av tillgångar i euro.

Portföljens värde till aktuella marknadspriser ökade från 7,5 miljarder i slutet av 2006 till 9,3 miljarder euro i slutet av 2007. Det ökade marknadsvärdet berodde främst på investeringen i portföljen för egna medel i den avsättning för

5 För mer information, se artikeln med rubriken ”Portfolio management at the ECB” i ECB Monthly Bulletin, april 2006.

6 Valutareserven (netto) beräknas som officiella reservtillgångar, plus depositioner i utländsk valuta hos hemmahörande, minus framtida fastställda nettoufflöden av innehav av utländsk valuta till följd av repor och terminstransaktioner. För mer information om uppgiftskällorna, se <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

valutarisk, ränterisk och guldprisrisk som ECB inrättade 2005. Även ränteinkomster bidrog positivt till det ökade marknadsvärdet.

Under årets lopp utvidgades de investeringsalternativ som står tillgängliga för förvaltningen av denna portfölj med floating rate notes-lån. Dessutom utvidgades listan över godtagbara emittenter av säkerställda obligationer och obligationer utan särskild säkerhet med bättre företrädesrätt ytterligare.

#### **RISKHANTERINGSFRÅGOR**

De finansiella risker som ECB är exponerad för i sin investeringsverksamhet övervakas och mäts noga för att hållas under de nivåer som har fastställts av ECB:s beslutande organ. Ett detaljerat limitsystem har därför inrättats och övervakas dagligen. Genom regelbunden rapportering säkerställs att alla intressenter är tillräckligt informerade om nivån på dessa risker.

Under 2007 förbättrade ECB sin förmåga att hantera risker ytterligare genom att förbättra och uppgradera sina IT-system. Dessa förbättringar innebär att flera uppgifter som rör övervakning, mätning och rapportering av risk kan automatiseras genom en robust och flexibel infrastruktur. Dessutom har ramar för modellbaserade system för avkastningsanalyser (s.k. performance attribution) utvecklats som gör det möjligt att förstå vilka individuella riskfaktorer som påverkar portföljens avkastning. Slutligen, och som en bekräftelse på att metoder för att hantera kreditrisker blir allt viktigare vid centralbanker, var ECB ordförande för en särskild arbetsgrupp inom Kommittén för marknadsoperationer, som genomförde en komparativ analys av kreditriskmodeller för portföljer som används av centralbanker i Eurosystemet. Resultaten av denna analys publicerades i ECB:s Occasional Paper Series.<sup>7</sup>

En av de indikatorer som används för att övervaka marknadsrisk är Value-at-Risk (VaR), som definierar den maximalt förväntade förlusten hos en portfölj av tillgångar med en viss sannolikhet och över en viss tidsperiod. Värdet på denna indikator beror på en serie

parametrar som används för beräkningen, särskilt konfidensnivån, tidsperspektivet och det sampel som används för att bedöma volatiliteten i tillgångspriset. Som ett exempel på detta skulle en beräkning av denna indikator för ECB:s investeringsportfölj, med antagande av en konfidensnivå på 95 %, ett tidsperspektiv på ett år och ett sampel på ett år för volatiliteten i tillgångspriset, resultera i ett VaR på 3 500 miljoner euro. Att beräkna samma indikatorer med ett sampel på fem i stället för ett år skulle leda till ett VaR på 4 800 miljoner euro. Denna marknadsrisk beror främst på valuta- och guldprisrisker. Den låga ränterisken beror på den fortsatt relativt korta ändrade varaktigheten av ECB:s investeringsportfölj.

<sup>7</sup> För mer information, se "The use of portfolio credit risk models in central banks" av arbetsgruppen inom ECBS:s kommitté för marknadsoperationer, ECB Occasional Paper nr 64, juli 2007.

## 2 BETALNINGS- OCH VÄRDEPAPPERSAVVECKLINGSSYSTEM

Det är Eurosystemets lagstadgade uppgift att verka för väl fungerande betalningssystem. Vid sidan om sin övervakande funktion (se avsnitt 4 i kapitel 4) fullgör Eurosystemet denna skyldighet främst genom att skapa förutsättningar för effektiva och säkra clearing- och betalningssystem. För stora och brådskande betalningar i euro inrättade Eurosystemet det transeuropeiska automatiserade systemet för bruttoavveckling i realtid, kallat Targetsystemet. Den decentraliserade tekniska infrastrukturen i Targetsystemet ersätts nu gradvis av Target2-systemet, där alla deltagare använder en gemensam teknisk plattform. En första grupp länder migrerade till Target2 den 19 november 2007.

När det gäller hantering av säkerheter erbjuder Eurosystemet och marknaden flera kanaler för att göra det lättare att använda säkerheter över gränserna. Eurosystemet fastställer också tillsammans med marknadsdeltagarna användarkrav för värdepappersavveckling i centralbankspengar via en gemensam europeisk teknisk plattform med harmoniserade processer och förfaranden (Target2-Securities). Målet är att det inte ska finnas några skillnader mellan nationell och gränsöverskridande avveckling inom euroområdet.

### 2.1 TARGETSYSTEMET

Target spelar en viktig roll i genomförandet av den gemensamma penningpolitiken och för europenningsmarknadens funktion. Eftersom Target erbjuder avveckling i centralbankspengar i realtid och har en betydande marknadstäckning har det också använts för många andra betalningar. Target kan användas för alla kreditöverföringar i euro mellan deltagande banker och det finns ingen övre eller undre beloppsgräns. Överföringar kan göras både mellan banker inom en och samma medlemsstat, och mellan banker i olika medlemsstater.

Target fungerade väl under 2007 och fortsatte att avveckla allt fler betalningar i euro. Detta ligger i linje med Eurosystemets mål att verka för avveckling i centralbankspengar som en

överlägset säker betalningsmetod. Under 2007 förmedlades 89 % av alla stora betalningar i euro via Targetsystemet. Lanseringen av Target2 den 19 november 2007 förlöpte också utan problem (se avsnitt 2.2 i detta kapitel).

Ungefär 9 300 banker, inklusive filialer och dotterbanker, använder Targetsystemet för att göra betalningar för egen eller kunders räkning. Totalt kan omkring 52 000 institut, framför allt deltagares filialer, nås via Target med hjälp av en bankidentifieringskod.

### TRANSAKTIONER I TARGET

Under 2007 steg det genomsnittliga antalet betalningar per dag som förmedlas av Targetsystemet med 12,3 % mätt i volym och med 15,6 % mätt i värde. Tabell 12 visar betalningstrafiken i Target 2007 jämfört med året innan. År 2007 hade Target en tillgänglighet, dvs. deltagarnas möjlighet att utan incidenter använda systemet under dess öppettider, på 99,90 %. Av betalningarna mellan medlemsstater förmedlades 97,9 % inom fem minuter.

Tabell 12 Betalningar i Target <sup>1)</sup>

Volym (antal transaktioner)	2006	2007	Förändring (%)
<b>Alla</b>			
Totalt	83 179 996	93 375 701	
Genomsnitt per dag	326 196	366 179	12,3
<b>Inom medlemsstater<sup>2)</sup></b>			
Totalt	64 162 211	72 574 446	
Genomsnitt per dag	251 617	284 606	13,1
<b>Mellan medlemsstater</b>			
Totalt	19 017 785	20 801 255	
Genomsnitt per dag	74 580	81 574	9,4
<b>Värde (miljarder euro)</b>			
<b>Alla</b>			
Totalt	533 541	616 731	
Genomsnitt per dag	2 092	2 419	15,6
<b>Inom medlemsstater<sup>2)</sup></b>			
Totalt	348 764	395 412	
Genomsnitt per dag	1 368	1 551	13,4
<b>Mellan medlemsstater</b>			
Totalt	184 777	221 319	
Genomsnitt per dag	725	868	19,7

Källa: ECB.

1) 255 bankdagar både 2006 och 2007.

2) Inräknat distansdeltagares betalningstrafik.

## **BEREDSKAPSPLAN FÖR SYSTEMVIKTIGA BETALNINGAR I TARGET**

Eftersom Targetsystemet spelar en central roll på marknaden och har en bred marknadstäckning måste det skyddas mot hot som kan äventyra dess säkra och problemfria funktion. Systemviktiga betalningar – dvs. betalningar som kan orsaka systemriskerna om de inte förmedlas i tid, särskilt avvecklingstransaktioner från CLS-systemet (Continuous Linked Settlement) och EURO1 (se avsnitt 4.1 i kapitel 4) samt marginalsäkerheter för centrala motparter – måste kunna genomföras utan dröjsmål, även under onormala förhållanden. Eurosystemet har en beredskapsplan för att se till att sådana betalningar kan förmedlas även om Targetsystemet inte skulle fungera. Under 2007 genomförde centralbankerna flera tester (ofta tillsammans med affärsbanker) som visade att beredskapsplanen fungerar. Testerna bekräftade att Eurosystemet kan säkerställa att betalningssystemen och finansmarknaderna kan fortsätta att fungera utan problem även i en krissituation.

## **ANSLUTNING TILL TARGET AV NATIONELLA CENTRALBANKER I MEDLEMSSTATER SOM GICK MED I EU 2004 OCH 2007**

I oktober 2002 beslutade ECB-rådet att de nationella centralbankerna i nya medlemsstater efter EU:s utvidgning 2004 skulle ha möjlighet – men inte skyldighet – att ansluta sig till det nuvarande Targetsystemet. Narodowy Bank Polski och Eesti Pank anslöt sina RTGS-system till Target via Banca d'Italias RTGS-system 2005 respektive 2006. När Slovenien blev en del av euroområdet i januari 2007 beslutade Banka Slovenije av effektivitetsskäl att inte skapa ett eget RTGS-system, utan i stället ansluta sig till Target via Deutsche Bundesbanks RTGS-system. När Target2 togs i bruk i november 2007 började Cypern, Lettland, Litauen och Malta använda den gemensamma delade plattformen i Target2.

## **FÖRBINDELSER MED TARGETANVÄNDARE OCH OPERATÖRER AV RTGS-SYSTEM I ANDRA VALUTAOMRÅDEN**

ECBS står i nära kontakt med Targetanvändarna för att se till att deras behov beaktas och

tillgodoses på lämpligt sätt. Precis som tidigare år hölls under 2007 regelbundna möten mellan de nationella centralbanker som är knutna till Target och nationella grupper av Targetanvändare. ECBS:s arbetsgrupp om Target2 och den europeiska banksektorns Target Working Group (TWG) höll dessutom gemensamma möten för att diskutera operativa frågor rörande Target samt införandet av och migreringen till Target2. Strategiska frågor behandlades i kontaktgruppen för en eurobetalningsstrategi, som är ett forum med höga företrädare för affärsbanker och centralbanker. Som operatör av världens största RTGS-system, sett till värdet av de förmedlade transaktionerna, stod Eurosystemet under 2007 i nära kontakt med RTGS-operatörer i andra viktiga valutaområden. De allt närmare kopplingar som bl.a. är en följd av användningen av Continuous Linked Settlement har gjort att det behövs gemensamma diskussioner om operativa frågor.

## **2.2 TARGET2**

Target2 togs i bruk den 19 november 2007, då en första grupp länder (Tyskland, Cypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Österrike och Slovenien) migrerade till den gemensamma delade plattformen. Den andra gruppen länder (Belgien, Irland, Spanien, Frankrike, Nederländerna, Portugal och Finland) migrerade till Target2 den 18 februari 2008. Den tredje och sista gruppen (som bestod av Danmark, Estland, Grekland, Italien, Polen och ECB) kommer att migrera den 19 maj 2008.

Target2 fick en mycket lyckad start. Den gemensamma delade plattformen (som sköts av Banque de France, Banca d'Italia och Deutsche Bundesbank för Eurosystemets räkning) uppnådde en mycket hög prestationsförmåga. Den tekniska kommunikationen med återstående Targetkomponenter fungerade också utan problem. Med den första gruppen länder migrerade omkring 50 % av den samlade trafiken i Targetsystemet i fråga om volym och 30 % i

fråga om värde. När den andra gruppen länder migrerade steg båda dessa siffror till omkring 80%. I och med lanseringen av Target2 är det nu möjligt att förmedla både direktdebiteringar och kreditöverföringar mellan banker. Target2 gör det också möjligt för anslutna system att genomföra avveckling direkt på den gemensamma delade plattformen. Varje enskild deltagare kan i princip genomföra kontantavveckling med vilket underordnat system som helst genom ett enda centralbankskonto i Target2.

Med tanke på att Target2 skulle tas i bruk genomfördes under hela 2007 arbete för att färdigställa de operativa och rättsliga ramarna. Särskilt test- och migreringsaktiviteter förbereddes noga och genomfördes tillsammans med framtida användare av systemet. Mellan februari och april 2007 testades om Target2:s gemensamma delade plattform uppfyllde de systemspecifikationer som Eurosystemet fastställt tillsammans med användarna (allmänna funktionella specifikationer och detaljerade funktionella specifikationer för användare). Tester som involverar Target2-användarna inleddes som planerat den 2 maj 2007 och resultaten presenterades i regelbundna lägesrapporter. Testerna gjorde det också möjligt att bedöma planeringen inför de helger då övergångarna skulle äga rum. I synnerhet genomfördes en komplett ”generalrepetition” av den första övergångshelgen som alla nationella centralbanker deltog i den 29–30 september 2007. I ett pressmeddelande den 9 november 2007, och efter det att testerna hade avslutats, konstaterade Eurosystemet att de nationella centralbankerna i den första migreringsgruppen var redo och bekräftade att det nya systemet skulle tas i bruk som planerat den 19 november 2007.

Den 22 juni 2007 publicerade ECB-rådet sin fjärde lägesrapport om Target2. Syftet med rapporten var att informera marknadsdeltagarna om Eurosystemets beslut om utestående frågor rörande prissättningen och godkännandet av riktlinjen om Target2, samt att finjustera en del tidigare beslut. Rapporten innehöll också den slutliga versionen av de allmänna funktionella

specifikationerna och information om rättsliga frågor, nya ändringar av den gemensamma delade plattformens funktion samt testnings- och migreringsaktiviteter.

Den 29 oktober 2007 publicerade ECB-rådet dessutom sin femte lägesrapport om Target2, som gav marknadsdeltagarna den senaste informationen om Eurosystemets beslut angående återstående operativa frågor. Rapporten innehöll också en ”Information guide for Target users” och en ”User information guide to the Target2 pricing”.

Den förstnämnda handboken riktar sig till banker och anslutna system som använder Target2 med information som ökar deras kunskaper om Target2:s funktion och gör att de kan systemet så effektivt som möjligt. Den ger svar på de vanligaste frågorna rörande Target2 och försöker framför allt göra klart för användarna vilka delar som är gemensamma och vilka som är specifika för varje land. Handboken ger dessutom information om de operativa förfarandena under normala och, inte minst, onormala förhållanden.

I ”User information guide to the Target2 pricing” får Target2-användare en heltäckande översikt över prissättningssystemen för Target2 (bastjänster, likviditetspoolning och anslutna systems tjänster) och närmare uppgifter om debiteringsprinciperna för olika typer av transaktioner, liksom vilka deltagare som ska faktureras.

Förutom dessa lägesrapporter och det nära samarbetet med användarna i samband med testning och migrering hölls användarna informerade om utvecklingen via ECB:s och de nationella centralbankernas webbplatser för Target2. På webbplatserna fanns information om följande:

- En användarinriktad plan för Target2 upprättades och uppdaterades regelbundet under hela 2007 som ett sätt att underlätta användarnas planering och anpassning till Eurosystemets planering.

- Under 2007 hölls regelbundna workshoppar med användarna ute i länderna. På europeisk nivå hölls dessutom ett informationsmöte om Target2 för användare den 14 juni 2007 på ECB.
- Riktlinjen om Target2 antogs av ECB-rådet den 26 april 2007 och offentliggjordes på alla officiella EU-språk den 11 juni 2007. Den riktar sig till alla nationella centralbanker i medlemsstater som har infört euron (centralbanker i Eurosystemet) och är på grundval av ett separat avtal även tillämplig på nationella centralbanker utanför euroområdet som är anslutna eller kommer att ansluta sig till Target2 ("anslutna centralbanker"). I bilaga II till riktlinjen finns harmoniserade villkor för deltagande i Target2 som måste genomföras i alla deltagande och anslutna centralbankers Target2-dokumentation. Riktlinjen offentliggjordes i Europeiska unionens officiella tidning den 8 september 2007 och finns även tillgänglig på ECB:s webbplats på alla EU-språk.
- De nationella migreringsprofilerna och de anslutna systemens profiler uppdaterades regelbundet under året. Dessa profiler visar för varje centralbank vilka moduler i den gemensamma delade plattformen som kommer att användas och hur de anslutna systemen ska genomföra avveckling efter migreringen till Target2.
- En slutlig version av användarhandboken för informations- och kontrollmodulen i den gemensamma delade plattformen publicerades den 2 november 2007, medan slutliga versioner av de detaljerade funktionella specifikationerna för användare (böckerna 1, 2 och 4 om xml-meddelanden och filer med motsvarande xml-scheman) publicerades den 9 oktober 2007.

värdepapperstransaktioner i centralbankspengar i euro, genom att koncentrera värdepappers- och kontantavveckling i euro till en enda plattform. Med T2S blir det ingen skillnad mellan nationell och gränsöverskridande avveckling inom euroområdet hos deltagande värdepapperscentraler. Det bidrar därför till att integrera och harmonisera europeiska finansiella tjänster. T2S främjar även konkurrens genom att erbjuda likvärdig, billigare och harmoniserad tillgång till avvecklingstjänster på den europeiska finansmarknaden.

Den 8 mars 2007 gjorde ECB-rådet en positiv bedömning av T2S genomförbarhet<sup>8</sup> och beslutade starta projektets nästa fas, dvs. att öppet och i samarbete med marknadsdeltagarna, och i synnerhet värdepapperscentralerna och deras användare, fastställa användarkrav för T2S. Den 26 april 2007 lanserade ECB-rådet sitt första offentliga samråd om de allmänna T2S-principerna och högnivåförslagen om T2S karaktär och räckvidd, samt godkände fastställandet av en ram för organisationen och ledningen av förberedelserna av användarkraven för T2S. Den rådgivande grupp som har fått i uppdrag att slå fast användarkraven delade upp arbetet mellan sex olika fackgrupper som inriktade sig på specifika tekniska avvecklingsområden. Den rådgivande gruppen och de tekniska grupperna påbörjade det förberedande arbetet i början av sommaren 2007 och genomförde sammanlagt sju "mini-samråd" där man bad nationella användargrupper och europeiska organisationer komma med synpunkter för att kunna dra nytta av de betydande kunskaper och erfarenheter som finns inom olika marknadssegment. Marknadsdeltagarna informerades om slutsatserna och lägesrapporterna vid tre informationsmöten i juni, augusti och november 2007. Alla T2S-dokument, inbegripet minisamråd, nyhetsbrev, lägesrapporter, dagordningar och mötessammandrag, är tillgängliga på ECB:s webbplats. Ledningsstrukturen för T2S omfattar i denna fas

### 2.3 TARGET2-SECURITIES

Syftet med Target2-Securities (T2S) är att erbjuda harmoniserad och effektiv avveckling av

<sup>8</sup> Genomförbarhetsstudien behandlade projektets operativa, tekniska, rättsliga och ekonomiska aspekter och publicerades på ECB:s webbplats.

mer än 188 personer från 77 organisationer<sup>9</sup> för att säkerställa att alla användarkrav och funktioner som krävs av marknadsdeltagarna behandlas och i lämpliga fall inkluderas. Den rådgivande gruppen, som rapporterar direkt till ECB-rådet sammanställde det första utkastet till användarkrav för T2S i december 2007.

Den 8 mars 2007 beslutade ECB-rådet dessutom att T2S till fullo skulle ägas, utvecklas och drivas inom Eurosystemet på Target2-plattformen för att maximera synergieffekterna. Kreditinstitut skulle kunna samla alla värdepapper och centralbankspengar på en enda plattform, i stället för att behöva distribuera och fördela dem över flera fristående nationella plattformar, och därmed kunna dra nytta av synergieffekter mellan Target2 och T2S. Detta bör göra hanteringen av säkerheter mer effektiv. T2S skulle också möjliggöra en snabbare återanvändning av värdepapper och centralbankspengar, vilket skulle gynna marknadsdeltagarna. Fyra centralbanker i euroområdet (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France och Banca d'Italia) är beredda att utveckla och driva T2S.

Europaparlamentet, Ekofinrådet och Europeiska kommissionen informerades regelbundet under hela 2007 om den senaste utvecklingen beträffande T2S och uttryckte sitt stöd för projektet.

När det gäller rättsliga frågor gjordes under 2007 en stor genomgång av EU-lagstiftning och nationell lagstiftning, samt av andra nationella ordningar och praxis som kunde vara av betydelse för T2S rättsliga genomförbarhet. Genomgången omfattade avvecklingsförfaranden, krav på datalagring samt rapporterings- och revisionskrav. Inga större rättsliga hinder för T2S-initiativet kunde konstateras.

Ännu ett offentligt samråd, om de färdigformulerade användarkraven och metoden för ekonomiska konsekvensanalyser, inleddes i slutet av 2007 och intressenterna uppmanades inkomma med synpunkter och förslag senast

den 2 april 2008. Efter detta offentliga samråd kommer användarkraven att slutligt fastställas tillsammans med en bedömning av T2S-initiativets ekonomiska och rättsliga struktur samt ledningsstruktur. ECB-rådet kommer därefter att besluta om man ska gå vidare till nästa fas i projektet.

Om T2S skulle genomföras skulle euroområdet få en säker, effektiv och gränslös infrastruktur för avveckling i centralbankspengar av värdepapperstransaktioner i euro. De tjänster som erbjuds i denna infrastruktur skulle på begäran även vara tillgängliga för värdepapperscentraler, centralbanker och banker i andra EU- och EES-länder. Finansmarknadsaktörerna skulle få gemensamma och harmoniserade förfaranden och processer för avveckling, oavsett var de befinner sig eller var affären äger rum.

## 2.4 AVVECKLINGSFÖRFARANDEN FÖR SÄKERHETER

Godtagbara tillgångar får användas som säkerhet i alla Eurosystemets kredittransaktioner, inte bara nationellt utan också över gränserna genom korrespondentcentralbanksmodellen eller genom godtagbara länkar mellan systemen för värdepappersavveckling i euroområdet. Eurosystemet har hand om korrespondentcentralbanksmodellen, medan de godtagbara länkarna är en marknadsledd lösning.

Värdet av de gränsöverskridande säkerheter som hölls av Eurosystemet steg till 683 miljarder euro i december 2007, från 514 miljarder euro samma månad ett år tidigare. Sammantaget utgjorde gränsöverskridande säkerheter 48,5 % av alla säkerheter som ställts till Eurosystemet.

### KORRESPONDENTCENTRALBANKSMODELLEN

Korrespondentcentralbanksmodellen är fortfarande den viktigaste kanalen för överföring av gränsöverskridande säkerheter i samband med

<sup>9</sup> Alla värdepapperscentraler som erbjuder avveckling i euro och 33 depåbanker.



Eurosystemets penningpolitiska transaktioner och intradagstransaktioner. Av alla säkerheter som ställdes till Eurosystemet 2007 förmedlades 39,6 % via korrespondentcentralbanksmodellen. Värdet på tillgångar som hölls i depå genom korrespondentcentralbanksmodellen steg från 414 miljarder euro i slutet av 2006 till 558 miljarder euro i slutet av 2007.

Regelverket för korrespondentcentralbanksmodellen har reviderats för att nya euroländer ska kunna ingå. Ett avtal om korrespondentcentralbanksmodellen ingicks med Central Bank of Malta och Central Bank of Cyprus den 22 november 2007.

Trots att korrespondentcentralbanksmodellen har fungerat bra och bidragit avsevärt till den finansiella integrationen har den vissa nackdelar, som främst har att göra med att den utformades som en interimslösning och bygger på principen om minimal harmonisering. Dessa nackdelar, och den ökade användningen av gränsöverskridande säkerheter, fick ECB-rådet att den 8 mars 2007<sup>10</sup> besluta att se över Eurosystemets nuvarande förfaranden för hantering av säkerheter och inrätta ett nytt system (baserat på befintliga system som t.ex. det hos Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique och De Nederlandsche Bank), kallat CCBM2 (Collateral Central Bank Management). De nationella centralbankerna i euroområdet deltar i CCBM2 på frivillig basis.

Även om huvudsyftet med CCBM2 är att effektivisera hanteringen av säkerheter för såväl gränsöverskridande som nationella transaktioner hos centralbankerna i Eurosystemet, kommer det också att göra det möjligt för Eurosystemets motparter, särskilt banker med verksamhet i flera länder, att optimera sin användning av säkerheter och förbättra sin likviditetsförvaltning. CCBM2 har en större räckvidd än den nuvarande korrespondentcentralbanksmodellen och kommer att skapa effektiva metoder för att överföra och ta emot både värdepapper och kreditfordringar på nationell och gränsöverskridande nivå med en harmoniserad tjänstenivå baserad på SWIFT:s kommunikationsprotokoll. CCBM2 kommer att

genomföras enligt principen om decentraliserad tillgång till kredit och vara helt förenligt med Target2 och T2S. CCBM2 kommer att förmedla uppdrag i realtid genom automatiserad hantering (straight-through processing) så att överföringen av säkerheter för att frigöra den berörda krediten i Target2 kan ske i realtid. CCBM2 kommer att kunna överföra säkerheter genom alla godtagbara system för värdepappersavveckling och godtagbara länkar mellan dessa system. För att integrera motparternas behov utvecklar Eurosystemet CCBM2 i nära samarbete med marknadsdeltagarna. Ett första offentligt samråd om principerna för dess utveckling inleddes den 26 april 2007. De synpunkter som inkom beaktades vid fastställandet av användarkrav för den nya plattformen. Ett nytt offentligt samråd om användarkraven ska äga rum första halvåret 2008, varpå användarkraven för CCBM2 slutgiltigt ska fastställas.

#### **GODTAGBARA LÄNKAR MELLAN NATIONELLA VÄRDEPAPPERSAVVECKLINGSSYSTEM**

Nationella system för värdepappersavveckling kan knytas till varandra genom avtalsbaserade och operativa överenskommelser som gör det möjligt att överföra godtagbara värdepapper mellan systemen. När värdepapperen väl har överförts via sådana länkar till ett annat värdepappersavvecklingssystem kan de användas där på samma sätt som inhemska säkerheter. Det finns för närvarande 59 direkta länkar och 5 relälänkar tillgängliga för motparter, men bara några av dem används. Dessa länkar täcker dessutom bara en del av euroområdet. För att godkännas för Eurosystemets kredittransaktioner måste länkarna uppfylla Eurosystemets användarkrav (se avsnitt 4 i kapitel 4).

Värdet av säkerheter som hålls via länkar steg från 99 miljarder euro i december 2006 till 125 miljarder euro i december 2007, men de utgjorde bara 8,9 % av alla gränsöverskridande och nationella säkerheter som hålls av Eurosystemet.

<sup>10</sup> Se <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>.

## 3 SEDLAR OCH MYNT

### 3.1 UTELÖPANDE SEDLAR OCH MYNT SAMT SEDELHANTERING

#### EFTERFRÅGAN PÅ EUROSEDLAR OCH EUROMYNT

I slutet av 2007 fanns 12,1 miljarder eurosedlar i omlopp, vilka motsvarade ett värde av 676,6 miljarder euro. Detta var en ökning med 6,7 % sett till volym och 7,7 % sett till värde jämfört med i slutet av 2006 (11,3 miljarder eurosedlar till ett värde av 628,2 miljarder euro).

Antalet utelöpande sedlar har fortsatt att öka sedan kontantövergången till euron 2002, om än i minskad årlig ökningstakt (se diagram 45 och 46). I slutet av 2007 uppgick det genomsnittliga

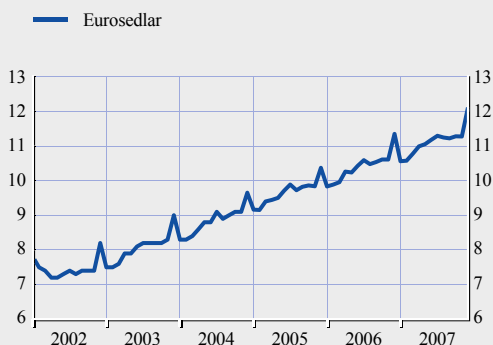
värdet av en utelöpande sedel till 55,85 euro (jämfört med 55,36 euro ett år tidigare).

Sett till värde beräknas att mellan 10 % och 20 % – men potentiellt en siffra i den övre delen av spannet – av utelöpande eurosedlar innehas av hemmahörande utanför euroområdet, som fortsätter att efterfråga eurosedlar, främst för att använda dem som en värdebevarare eller som en parallellvaluta.

En uppdelning på valörer visar att totalt sett ökade antalet utelöpande 50- och 100-eurosedlarna mest, med 8,9 % respektive 8,3 %, följt av 500-eurosedeln, som ökade med 7,9 %.

Diagram 45 Utelöpande eurosedlar 2002–2007, totalt antal

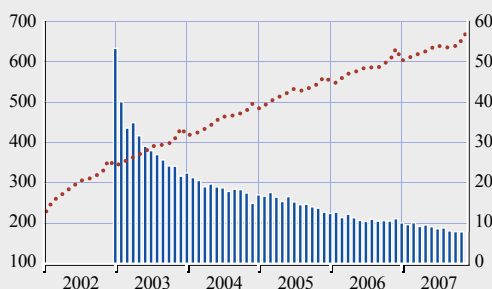
(miljarder)



Källa: ECB.

Diagram 46 Utelöpande eurosedlar 2002–2007, totalt värde

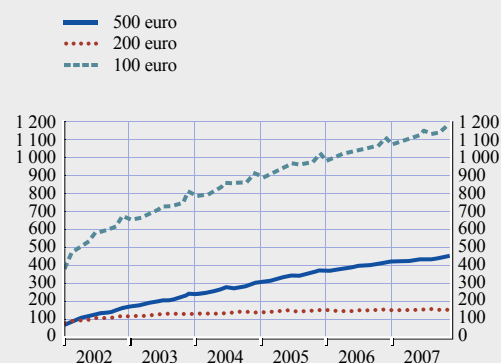
— Årlig ökning (procent, höger skala)  
 ..... Totalt värde (miljarder euro, vänster skala)



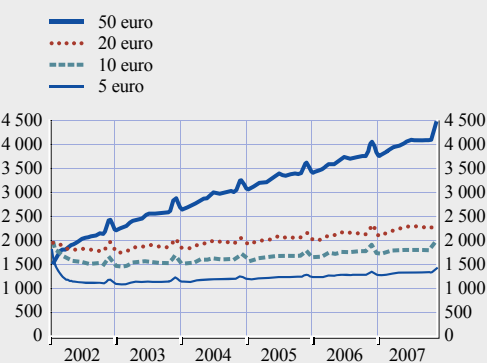
Källa: ECB.

Diagram 47 Utelöpande eurosedlar 2002–2007, totalt antal

(miljoner)



Källa: ECB.



Antalet utelöpande sedlar i andra valörer ökade med mellan 2 % och 6 % (se diagram 47).

#### DIAGRAM 47 UTELÖPANDE EUROSEDLAR 2002–2007, TOTALT ANTAL

Under 2007 steg det totala antalet utelöpande euromynt (dvs. med avdrag för nationella centralbankers myntinnehav) med 9,1 % till 75,8 miljarder, medan värdet av utelöpande mynt steg med 7,6 % till 19,2 miljarder euro. Andelen mynt i låga valörer – 1-, 2- och 5-centsmynt – av det totala antalet utelöpande mynt uppgick till 58,0 % (jämfört med 57,3 % ett år tidigare). Ej dokumenterade uppgifter tyder på att denna fortsatt starka efterfrågan på mynt i låga valörer beror på ett relativt omfattande svinn och på ”hamstring”.

#### EUROSYSTEMETS SEDELHANTERING

Den något uppåtgående trend som observerats för utgivning och indragning av eurosedlar de senaste åren har fortsatt. Under 2007 gav euroområdet nationella centralbanker ut 33,4 miljarder sedlar, medan 32,7 miljarder sedlar återlämnades till dem. Returfrekvensen<sup>11</sup> för utelöpande sedlar minskade något från 3,03 under 2006 till 2,93 under 2007.

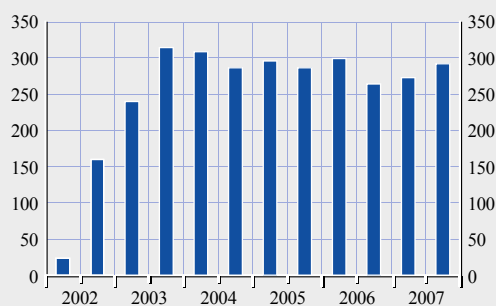
De eurosedlar som lämnats tillbaka till de nationella centralbankerna i euroområdet kvalitets- och äkthetskontrolleras i sedelhanteringsmaskiner för att upprätthålla kvaliteten och integriteten på de utelöpande sedlarna. Under 2007 ansågs ungefär 5,5 miljarder sedlar vara obrukbara och ersattes av de nationella centralbankerna. Detta var en ökning med 5,1 % jämfört med året innan och en obrukbarhetsnivå<sup>12</sup> på 17,0 % (16,9 % 2006).

### 3.2. SEDELFÖRFALSKNING OCH FÖREBYGGANDE ÅTGÄRDER

#### FALSKA EUROSEDLAR

Det antal falska eurosedlar som tas ur cirkulation har inte förändrats i någon större utsträckning de senaste fyra åren trots att antalet äkta sedlar i cirkulation har ökat under samma period. Diagram 48 visar utvecklingen när det gäller förfalskade sedlar som tas ur cirkulation, med

Diagram 48 Antal förfalskade eurosedlar som tagits ur cirkulation 2002–2007



Källa: Eurosystemet.

siffror inhämtade med halvårsintervaller sedan eurosedlarna infördes. Omkring 566 000<sup>13</sup> förfalskade eurosedlar lämnades in till de nationella analyscentren<sup>14</sup> under 2007. Jämfört med antalet äkta eurosedlar i cirkulation, som i genomsnitt uppgick till över 11 miljarder under 2007, är antalet förfalskade sedlar faktiskt mycket lågt. 50-eurosedeln var den mest förfalskade sedeln och stod för nästan hälften av antalet förfalskningar. Diagram 49 visar en närmare fördelning av volymen av förfalskade sedlar.

Allmänheten kan lita på att euron är en säker valuta: den är väl skyddad, både tack vare avancerade säkerhetsdetaljer och de effektiva europeiska och nationella brottsbekämpade myndigheterna. Detta förtroende kan emellertid aldrig tas för givet, och ECB:s råd till allmänheten är att vara uppmärksam på eventuella förfalskningar och att komma ihåg ”känn-titta-luta”-testet.<sup>15</sup>

#### FÖREBYGGANDE ÅTGÄRDER

Under 2007 fortsatte Eurosystemet att ha ett nära samarbete med Europol och

11 Mätt som kvoten mellan det totala antalet sedlar som återlämnas till nationella centralbanker under en viss period och det genomsnittliga antalet utelöpande sedlar under den perioden.

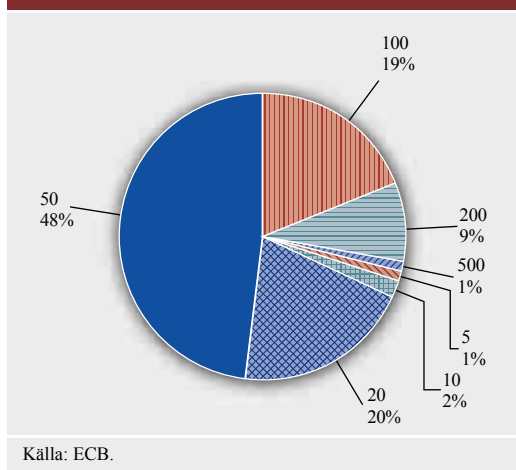
12 Mätt som kvoten mellan det antal sedlar som identifierats som obrukbara under en viss period och det totala antalet sedlar som sorterats under den perioden.

13 Denna siffra är föremål för en mycket liten korrigering till följd av sen rapportering, särskilt från utanför EU.

14 Centra som har inrättats i varje EU-land för en första analys av förfalskade eurosedlar på nationell nivå.

15 För närmare information se <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

Diagram 49 Förfalskningar, fördelat på valör



Europeiska kommissionen (särskilt bedrägeribekämpningsmyndigheten Olaf) för att förhindra förfalskningar av euron. Eurosystemet är aktivt, både i och utanför EU, när det gäller att utbilda personer som yrkesmässigt hanterar kontanter i att känna igen och hantera förfalskade sedlar.

Eurosystemet deltar aktivt i arbetet inom Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG, en grupp av 30 centralbanker och myndigheter för sedeltryckning som samarbetar på uppdrag av G10). International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC), med kontor på ECB, fungerar som ett tekniskt centrum för alla medlemmar i gruppen. ICDC:s främsta uppgift är att tillhandahålla tekniskt stöd och att sköta ett centraliserat kommunikationssystem som är till för alla parter som är verksamma på området för system för att förhindra förfalskningar. ICDC har dessutom en offentlig webbplats med information och riktlinjer avseende reproducering av bilder av sedlar samt länkar till landspecifika webbplatser.

### 3.3 UTGIVNING OCH PRODUKTION AV SEDLAR

#### RAMVERK FÖR ÅTERCIKULERING AV SEDLAR

Efter införlivandet av ECB:s ramverk för upptäckt av förfalskningar och kvalitetssortering

av sedlar av kreditinstitut och andra som yrkesmässigt hanterar kontanter ("ramverk för återcirkulering av sedlar") i nationella ordningar av alla nationella centralbanker i euroområdet (med undantag för en för vilken förfarandet pågår) har en övergångsperiod införts för att kreditinstitut och andra som yrkesmässigt hanterar kontanter ska kunna anpassa sina kontanthanteringsprocedurer.

Vid genomförandet av ramverket har de nationella centralbankerna följt en rad olika strategier som tar hänsyn till nationella skillnader (t.ex. med avseende på den ekonomiska och rättsliga miljön, bankväsendets struktur och den nationella centralbankens roll i kontanthanteringskedjan). I några länder har ramverket genomförts genom en rättsakt (kompletterad med bindande avtal som ska undertecknas med respektive nationell centralbank), medan nationella centralbanker i andra länder har utfärdat bindande instruktioner (som i några fall endast är bindande för kreditinstitut) eller ingått bilaterala avtalsöverenskommelser (där kreditinstituten förpliktar sig att följa ramverkets regler och att inkludera dessa regler i avtal med sina tjänsteleverantörer). I ett yttrande i december 2007 välkomnade ECB-rådet Europeiska kommissionens förslag om ändring av rådets förordning (EG) nr 1338/2001 om skydd av euron mot förfalskningar. Enligt detta förslag skulle det i artikel 6 i förordningen införas en skyldighet för kreditinstitut och andra inrättningar som yrkesmässigt hanterar kontanter att utan dröjsmål kontrollera äktheten på eurosedlar och mynt som de mottagit innan de åter sätts i cirkulation samt en hänvisning till förfaranden som ska fastställas av ECB avseende metoden att kontrollera sedlar som återcirkuleras.

ECB fortsatte, i nära samarbete med de nationella centralbankerna, med sina insatser för att säkerställa en enhetlig tolkning av ramverkets bestämmelser i hela euroområdet, särskilt i fråga om Eurosystemets gemensamma testförfaranden för sedelhanteringsmaskiner.

Genom att anpassa sin verksamhet i enlighet med ramverket kommer kreditinstitut och andra som yrkesmässigt hanterar kontanter att förbättra sin förmåga att upptäcka eventuella förfalskningar av eurosedlar. Detta kommer på ett effektivt sätt att bidra till iakttagandet av deras rättsliga skyldighet att utan dröjsmål ta potentiella förfalskningar ur cirkulation och överlämna dem till brottsbekämpande myndigheter för vidare undersökning. Dessutom kommer det att säkerställa att kreditinstitut endast lämnar ut sedlar av hög kvalitet till sina kunder, och därmed hjälper dem att skilja mellan äkta och falska sedlar.

#### **FÖRLÄNGNING AV FÖRSÖKSPROGRAMMET MED SEDELDEPÅER UTANFÖR EUROOMRÅDET**

Under 2006 beslutade ECB-rådet att ett försöksprogram med eurosedeldepåer utanför euroområdet, Extended Custodial Inventory (ECI), skulle upprättas i Asien. En ECI är en kontantdepå hos en privat bank (ECI-bank) som håller sedlar och mynt i förvar. ECI-banker förväntas underlätta den internationella spridningen av eurosedlar och tillhandahålla statistik över utelöpande eurosedlar utanför euroområdet samt information om förfalskningar. Under 2007 inledde två stora affärsbanker som är verksamma på marknaden för stora transaktioner av sedlar sin förvaltning, under en ettårsperiod, av ECI-depåer för eurosedlar: en i Hongkong och en i Singapore.

Under försöksprogrammet säkerställde ECI-bankerna att endast brukbara sedlar återcirkulerades och att förfalskningar togs ur cirkulation enligt de standarder som specificeras i ramverket. Överskott av sedlar och sedlar som var obrukbara för cirkulation skickades till Deutsche Bundesbank, som var ECI-bankernas logistiska och administrativa motpart. Driften av sedeldepåerna och statistisk rapportering fungerade väl.

På grundval av detta försöksprogram kommer ECB-rådet att under 2008 besluta huruvida ECI-programmet ska etableras permanent.

#### **FÄRDPLAN FÖR STÖRRE KONVERGENS VAD GÄLLER DE NATIONELLA CENTRALBANKERNAS KONTANTTJÄNSTER**

I februari 2007 antog ECB-rådet en färdplan i syfte att uppnå större konvergens i kontanttjänsterna i Eurosystemet på medellång sikt.

Större konvergens är viktigt för att olika aktörer – särskilt de med stor gränsöverskridande verksamhet – fullt ut ska kunna dra nytta av den gemensamma valutan och även för att skapa likvärdiga förutsättningar. Till följd av olika nationella ekonomiska och geografiska förhållanden har Eurosystemet inte för avsikt att utveckla ett enda system för kontantförsörjning som passar alla. Konvergensprocessen kommer att kräva viss flexibilitet avseende kundernas önskemål, infrastrukturen för kontanter och övergångsperioderna för genomförande.

Inom ramen för färdplanen har de nationella centralbankerna sedan juli 2007 på begäran tillhandahållit kontanttjänster till kreditinstitut som är etablerade utanför deras behörighetsområde ("icke hemmahörande banker") och sedan slutet av 2007 har inlösen av euromynt från affärskunder godkänts vid samtliga nationella centralbanker i euroområdet.

Eurosystemet överväger fortfarande andra åtgärder, däribland elektroniskt datautbyte med kreditinstitut för kontantinlösen och uttag, att slopa kraven på att sedlar som inlöses eller tas ut som en kostnadsfri tjänst vid de nationella centralbankerna måste vara vända åt samma håll, och gemensamma standarder för paketering av de nationella centralbankernas kostnadsfria kontanttjänster.

Eftersom dessa frågor har följder för aktörer i kontantcykeln och eftersom de kan komma att påverka drift och kostnader, har samråd hållits på både nationell och europeisk nivå.

#### **PRODUKTIONSARRANGEMANG**

Totalt 6,3 miljarder eurosedlar producerades 2007, jämfört med 7,0 miljarder 2006. Den

**Tabell 13 Fördelning av produktion av eurosedlar 2007**

Valör	Kvantitet (miljoner sedlar)	Ansvarig nationell centralbank
5 euro	980,0	DE, ES, FR
10 euro	1 280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 euro	1 890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
50 euro	1 730,0	BE, DE, ES, IT
100 euro	230,0	IT, LU, NL
200 euro	-	-
500 euro	190,0	DE
Totalt	6 300,0	

lägre produktionsvolymen berodde främst på en något mindre ökning av antalet utelöpande sedlar under 2006 jämfört med året innan och produktionen under 2006 av en del av det framtida sedelbehovet.

Fördelningen av produktionen av eurosedlar fortsatte att baseras på det decentraliserade produktionsprogrammet med poolning som antogs 2002. Programmet innebär att varje nationell centralbank i euroområdet ansvarar för att upphandla en del av det totala behovet av vissa valörer (se tabell 13).

#### DEN ANDRA SERIEN EUROSEDLAR

I april 2005 godkände ECB-rådet en övergripande projektplan för utvecklingen och införandet av den andra serien eurosedlar. Sedan dess har ECB fastställt de funktionella och tekniska kraven för sedlarna genom att begära in synpunkter från olika aktörer, t.ex. genom kvalitativa undersökningar bland medlemmar av allmänheten och vetenskapliga visuella och taktila studier. Dessa aktiviteter utmynnade i en slutlista över användarvänliga säkerhetsdetaljer som ansågs kunna vara lämpliga att ta med i den andra serien eurosedlar. Efter den industriella valideringen krympte slutlistan till följd av hur säkerhetsdetaljerna klarade storskalig tryckning. Även andra aspekter beaktades, t.ex. svårigheten att förfalska säkerhetsdetaljerna, kvalitetskontrollkrav, kostnad, immateriella rättigheter, förhållanden i leveranskedjan samt hälso-, säkerhets- och miljöfrågor.

I augusti 2007 var den industriella valideringen i stort sett avslutad. Detta ledde till ett paket av säkerhetsdetaljer som ECB-rådet antog i oktober 2007. Förutom de vanliga säkerhetsdetaljer som har visat sig effektiva kommer flera innovativa visuella och maskinläsbara säkerhetsdetaljer att integreras i den andra serien sedlar, i syfte att effektivt bekämpa moderna förfalskningsmetoder. De säkerhetsdetaljer som valts ut har nu integrerats i den konstnärliga formgivningen, som baseras på samma tema som den nuvarande serien, dvs. ”Epoker och stilar i Europa”. Genom att behålla detta tema, och samtidigt förnya formgivningen, säkerställs att de nya sedlarna är lätta att känna igen som eurosedlar, samtidigt som kontanthanterare enkelt kan skilja mellan de två serierna av sedlar. I december 2007 godkände ECB-rådet förslaget till formgivningen av den nya serien sedlar, och banade därmed vägen för originalframställningen.<sup>16</sup> Den nya serien kommer att införas över flera år, och den första valören förväntas komma ut inom ett par år. ECB kommer att informera allmänheten långt i förväg om strategin för införandet av de nya sedlarna.

<sup>16</sup> ”Originalframställning” inbegriper själva processen för att utarbeta bilder av hög kvalitet och för att ombilda formgivningar till produktionsverktyg, t.ex. tryckplåtar..

## 4 STATISTIK

ECB och de nationella centralbankerna samlar in, sammanställer och publicerar en stor mängd statistik som ligger till grund för euroområdet penningpolitik och ECBS:s övriga uppgifter. Statistiken används också i allt större utsträckning av finansmarknaderna och allmänheten. Arbetet med att ta fram statistik förlöpte under 2007, precis som tidigare år, utan problem. En viktig milstolpe i ECB:s medelfristiga statistikstrategi var ECB:s och Eurostats första gemensamma publikation i juni 2007 av kvartalsvisa integrerade icke-finansiella och finansiella räkenskaper för institutionella sektorer i euroområdet. ECB fortsatte också att i nära samarbete med de nationella centralbankerna verka för ytterligare harmonisering av statistikbegrepp i Europa och bidra till översynen av grundläggande internationella statistikstandarder.

### 4.1 NY ELLER FÖRBÄTTRAD STATISTIK FÖR EUROOMRÅDET

I slutet av juni 2007 publicerade ECB och Eurostat gemensamt för första gången kvartalsvisa integrerade icke-finansiella och finansiella sektorräkenskaper från och med första kvartalet 1999. De kan betraktas som euroområdets "nationella räkenskaper" och tas fram av Eurosystemet tillsammans med Eurostat och de nationella statistikmyndigheterna. Denna statistik gör det bl.a. möjligt att ingående analysera sambanden mellan den finansiella och den icke-finansiella utvecklingen i ekonomin, de inbördes förhållandena mellan olika sektorer i ekonomin (hushåll, icke-finansiella företag, finansiella företag och staten) och mellan dessa sektorer och omvärlden.

Räkenskaperna för euroområdet möjliggör också mer ingående analyser av högfrekventa data. Publiceringen sedan november 2007 av en sektorsindelning av det breda penningmängdsmåttet M3 har till exempel förbättrat förutsättningarna för monetära analyser.

I april 2007 kompletterades den befintliga månadsstatistiken över utestående kortfristiga

europiska värdepapper (STEP) med daglig statistik över avkastning, indelat på ursprunglig löptid och emitterande sektor (se avsnitt 3 i kapitel 4).

I juli 2007 började ECB elektroniskt publicera dagliga avkastningskurvor som visade marknadens implicita avkastning på euroområdets statspapper denominerade i euro (baserat på räntan och marknadskursen) för flera olika löptider, från 3 månader till 30 år. Euroområdets avkastningskurvor kan göra det lättare att bedöma marknadens förväntningar på den ekonomiska och finansiella aktiviteten på medellång till lång sikt.

ECB har också på försöksbasis sammanställt och publicerat HIKP-baserade månadsberäkningar av administrativt fastställda priser i euroområdet, med hjälp av information om HIKP:s delindex som publiceras av Eurostat och definitioner fastställda inom ECBS.

Information om kvartalsvisa betalningsbalansflöden och uppgifter om årlig utlandsställning för andra geografiska områden<sup>17</sup> ges i regelbundna pressmeddelanden och via ECB:s webbtjänst Statistical Data Warehouse (SDW).<sup>18</sup>

Regelverket för insamling av monetär och finansiell statistik förbättrades genom antagandet av en ny ECB-förordning om statistik över investeringsfonders (utom penningmarknadsfonders) tillgångar och skulder. Enligt förordningen ska investeringsfonder från och med början av 2009 rapportera harmoniserade uppgifter. ECB-rådet antog också en omarbetad riktlinje om monetär statistik över finansinstitut och finansmarknader som nu omfattar nya bestämmelser om statistik över investeringsfonders tillgångar och skulder och om

<sup>17</sup> För Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Hong Kong SAR.

<sup>18</sup> Den offentliga versionen av SDW lanserades på Internet i slutet av 2006 och välkomnades av användarna av statistik för euroområdet. Tack vare sina robusta och lättanvända gränssnitt har den snabbt blivit ett populärt verktyg för att söka efter uppgifter om euroområdet på Internet. Varje månad använder omkring 20 000 personer SDW för att hitta och ladda ned statistik, bl.a. fördelad på olika länder.

betalningsstatistik. ECB-rådet ändrade dessutom ECB:s riktlinje och rekommendation om statistik över betalningsbalans, utlandsställning och likviditet i utländsk valuta.

Arbete pågår inom flera områden för att under de kommande åren förbättra euroområdets monetära och finansiella statistik ytterligare. Förberedelser har i synnerhet gjorts för att fastställa en integrerad metod för monetära finansinstituts värdepapperisering och FVC-bolags verksamhet som kommer att öka tillgången till statistik över försäljning och värdepapperisering av lån betydligt.

Eurosystemet undersöker också möjligheterna att förbättra statistiken rörande försäkringsföretag och pensionsinstitut. Regelverket för de monetära finansinstitutens balansräkningsstatistik och räntestatistik håller vidare på att ses över för att ta hänsyn till nya användarkrav och finansmarknadernas utveckling på ett kostnadseffektivt sätt.

ECB fortsatte att arbeta med utvecklingen av en central värdepappersdatabas (CSDB). CSDB omfattar hela ECBS och är en gemensam databas med benchmarkinformation om enskilda värdepapper som är relevant för ECBS:s statistiska ändamål. Projektet spelar en viktig roll i övergången till rapporteringen ”värdepapper för värdepapper” som kan göra uppgiftslämnarnas rapporteringsbörda betydligt lättare och samtidigt förbättra kvaliteten och flexibiliteten i euroområdets statistik. Databasen används redan av en del nationella centralbanker för att sammanställa nationell finansiell statistik.

## 4.2 ANDRA HÄNDELSE PÅ STATISTIKOMRÅDET

År 2007 gjorde Eurosystemet en ingående analys av olika sätt att effektivisera produktionen av ECB-statistik och samtidigt minimera rapporteringsbördan. I samband med detta gjordes ytterligare undersökningar av möjligheterna att återanvända befintliga mikrodata, särskilt från kreditregister och centrala balansräkningsstatistikkontor. Arbetet

med att uppnå överensstämmelse mellan begrepp och data som rör statistik och tillsyn fortsatte också, där fokus inledningsvis låg på rapporteringskraven för kreditinstitut.

Flera dokument som publicerades 2007 ökade insynen i den organisation och de kvalitetskrav som för närvarande gäller för produktionen och spridningen av ECB:s och ECBS:s statistik. I ”The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics” beskrivs kortfattat organisationen av ECB:s och de nationella centralbankernas produktion av statistik. Under rubriken ”Offentligt åtagande avseende ECBS statistikverksamhet” på den första sidan i statistikavdelningen på ECB:s webbplats fastställs statistikprinciper, etiska normer och kvalitetskrav som ECB och de nationella centralbankerna måste uppfylla i sitt statistikarbete. ”ECB Statistics Quality Framework” innehåller en närmare beskrivning av de kvalitetsprinciper som vägleder produktionen av ECB-statistik. Kvalitetsbedömningar och kvantitativa indikatorer av det slag som ingår i den årliga kvalitetsrapporten om statistiken över euroområdets betalningsbalans och utlandsställning, görs regelbundet som ett del av denna kvalitetsram.

Spridningen av statistik förbättrades genom publiceringen av nya tabeller med statistik för euroområdet och alla motsvarande nationella uppgifter på både ECB:s och de nationella centralbankernas webbplatser. Betalningsstatistiken har också förbättrats och tillägget till Blå boken har ersatts med tidsserier och tabeller som finns på ECB:s webbplats (se avsnitt 2 i kapitel 2). Nya data om värdepappershandel och centrala motparter har dessutom blivit tillgängliga.

Precis som tidigare år har statistiken i ECB:s publikationer blivit mer omfattande. Det gäller t.ex. de många indikatorer som presenteras i årsrapporten under rubriken ”Finansiell integration i Europa” och tillägget till publikationen ”Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession



countries” (se avsnitt 3 i kapitel 4). Årliga data om bankstrukturer och kvartalsdata som ligger till grund för Financial Stability Review förbättrades ytterligare. Enkäten på penningmarknaden i euro förbättrades i fråga om både datakvalitet och aktualitet, och de underliggande datauppsättningarna har blivit tillgängliga i SDW.

Ett Occasional Paper med titeln ”Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers”, som publicerades i juli 2007, ger en översikt över metoder och praktiska frågor rörande insamling, sammanställning och publicering av denna statistik.

ECB fortsatte att ha ett nära samarbete med Eurostat och andra internationella organisationer och har spelat en viktig roll i den pågående uppdateringen av internationella statistikstandarder (arbetet med SNA 93 (System of National Accounts)) och IMF:s betalningsbalansmanual beräknas bli klart under 2008). Eurostat har med stöd av ECB nyligen börjat förbereda en översyn av ENS 95 som kommer att genomföra de flesta ändringarna av SNA på europeisk nivå. ECB deltog också aktivt i granskningen av OECD:s benchmarkdefinition av utländska direktinvesteringar. ECB fortsatte slutligen att stödja och tillämpa globala tekniska standarder för datautbyte.<sup>19</sup>

### 4.3 FÖRBEREDELSENA INFÖR EUROOMRÅDETS UTVIDGNING

Statistik är också viktigt för att följa konvergensutvecklingen i EU-medlemsstater som ännu inte tillhör euroområdet och därmed i sammanställandet av konvergensrapporterna (se avsnitt 1.2 i kapitel 5).

De statistiska uppgifter som behövs för att bedöma medlemsstaternas framsteg när det gäller att uppfylla konvergenskriterierna om prisstabilitet, offentliga finanser, växelkurser och långa räntor tillhandahålls av Eurostat. Tillsammans med de berörda medlemsstaterna

hjälpes ECB Eurostat genom att lämna statistik över långa räntor och samlar även in och sammanställer andra statistiska uppgifter som kompletterar de fyra viktigaste konvergensindikatorerna.

Eftersom bedömningen av konvergensprocessen är starkt beroende av att den underliggande statistiken är av hög kvalitet och tillförlitlig följer ECB noggrant utvecklingen när det gäller sammanställning och rapportering av statistik, särskilt statistik över den offentliga sektorns finanser.

<sup>19</sup> T.ex. Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), ett initiativ som stöds av BIS, ECB, Eurostat, IMF, OECD, Förenta nationerna och Världsbanken för att främja internationella standarder för utbytet av statistisk information.

## 5 EKONOMISK FORSKNING

Den forskning som bedrivs på ECB och inom hela Eurosystemet syftar till att få fram forskningsresultat som är relevanta för utformningen av penningpolitiken och Eurosystemets övriga uppgifter, att utforma och tillämpa modeller och analysverktyg, att upprätthålla och använda ekonometriska modeller för ekonomiska prognoser och jämförelser av effekterna av olika typer av politik, och att ha kontakt med den akademiska världen genom att t.ex. publicera forskningsresultat i externa tidskrifter och arrangera forskningskonferenser.

### 5.1 FORSKNINGSPRIORITERINGAR

Forskningen vid ECB bedrivs huvudsakligen av generaldirektoratet för forskning, men även av andra verksamhetsområden. Kommittén för forskningssamordning samordnar och fastställer prioriteringar för forskningen samt sammanför de verksamhetsområden som behöver eller levererar forskning.

Följande områden var de viktigaste forskningsprioriteringarna 2007: utveckling av prognosmodeller, betydelsen av information om finanssektorn, däribland penningmängds- och kreditaggregat, för penningpolitiska analyser, förståelse av penningpolitikens transmissionsmekanism, finansiell stabilitet, det europeiska finansiella systemets effektivitet och internationella frågor.

När det gäller utvecklingen av prognosmodeller låg tonvikten på vidareutveckling och användning av strukturella dynamiska allmänna jämviktsmodeller (DSGE) och på genomförandet av dynamiska faktormodeller för kortsiktiga prognoser. DSGE-modeller har utvecklats och använts tidigare på ECB för att analysera ett stort och växande antal policyfrågor. Detta arbete fortsatte under 2007, med särskild tonvikt på effekterna av strukturförändringar (t.ex. befolkningsstatistik), externa faktorer (t.ex. oljeprischocker), produktivitetsutveckling och finansiella frågor (t.ex. kreditfriktion). Dessutom fortsatte arbetet med två medelskaliga modeller

och deras användning för politiska analyser: den nya områdestäckande modellen (New Area-Wide Model, NAWM) och Christiano, Motto och Rostagno-modellen. Den förstnämnda är ett prognos- och simuleringsverktyg som utvecklats för att användas tillsammans med andra modeller i samband med Eurosystemets och ECB:s prognoser. Den andra är ett simuleringsverktyg med särskild tonvikt på finansiella faktorer. I samband med utvecklingen av prognosverktyg vidareutvecklades och användes faktorbaserade modeller alltmer för kortsiktiga analyser av den ekonomiska utvecklingen. ECB stödde slutligen aktivt Euro Area Business Cycle Network, som är ett gemensamt forum för centralbanker och den akademiska världen som drivs av Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Forskningen om penningpolitiska analyser var främst inriktad på utveckling och användning av kvantitativa metoder för monetära analyser, med tonvikt på analysverktyg av hög kvalitet som kan användas för att förbereda politiska beslut. Arbetet fokuserades på att utveckla penningbaserade indikatormodeller för inflation och analysera penningefterfrågan, samt på att införa de strukturella metoder som beskrivs ovan i den penningpolitiska analysprocessen.

Den penningpolitiska transmissionsmekanismen undersöktes ur flera perspektiv. Wage Dynamics Network (WDN), ett nätverk av forskare inom ECBS som undersöker löneutvecklingens särdrag och orsaker i euroområdet och hur de står i relation till priser, fortsatte sitt arbete på både övergripande nivå och mikronivå. WDN:s enkätgrupp genomförde en särskild enkät om löner, arbetskostnader och prissättningsbeteende på företagsnivå i 17 länder. Genom enkäten samlas information in om löner och prissättning, löners trögörlighet nedåt och löners och prisers anpassning till störningar. De första slutsatserna av forskningen kommer att presenteras vid en konferens 2008. Även bostadsmarknaderna analyserades, liksom bankernas och kreditgivningens roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Arbetet med hushållens finanser fortsatte och det finns planer på en enkät som täcker hela euroområdet



som håller på att utarbetas av Eurosystemets Household Finance and Consumption Network. Andra ämnen som analyserades inom detta forskningsområde var centralbankernas informationspolicy, förväntningar och riskpremier i avkastningskurvan och bestämningsfaktorerna för aktiekursutvecklingen.

Frågor med anknytning till den finansiella stabiliteten och deras inverkan på penningpolitiken utforskades också, särskilt i samband med det arbete som utfördes inför ECB:s Financial Stability Review. Det finansiella systemet analyserades utifrån två synvinklar: dess grad av integration och kapitalmarknadernas utveckling.

När det gäller den forskningsprioritering som rör internationella frågor riktades intresset främst mot globala obalanser och eurons internationella roll. Beträffande det förstnämnda kommer ett högnivåseminarium att anordnas 2008, medan resultatet av arbetet på det sistnämnda kommer att användas för att förbättra analysinnehållet i den årliga "Review of the international role of the euro". När det gäller denna forskningsprioritering utvecklades en internationell utvidgning av NAWM.

## 5.2 PUBLIKATIONER OCH KONFERENSER

ECB:s forskningsresultat publicerades i ECB:s Working Paper Series och i viss mån även i Occasional Paper Series och Legal Working Paper Series. Inte minst publicerades under 2007 mer än 140 Working Papers – en serie som redan har blivit en väl etablerad informationskanal för policyrelevant intern forskning. Av dessa skrevs något fler än 100 av tjänstemän vid ECB, antingen ensamma eller med externa medförfattare,

och resten av externa besökare som deltog i konferenser och workshops, arbetade inom forskningsnätverken eller tillbringade en längre tid på ECB för att slutföra ett forskningsprojekt. De flesta rapporterna förväntas enligt gängse norm så småningom publiceras i ledande akademiska tidskrifter med referentsystem. Under 2007 publicerade anställda vid ECB mer än 50 artiklar i akademiska tidskrifter.

För att sprida informationen i Working Paper Series till en bredare publik beslutades att policyrelevant forskning ska presenteras i en forskningsbulletin med dagsaktuella artiklar och sammanfattningar av utvalda forskningsrapporter. Artiklarna under 2007 handlade om effekterna av bristfälliga uppgifter och lärdomar på finansmarknadens priser, om finansiell integration och kapitalflöden i nya EU-medlemsstater och om produktivitetstillväxten i euroområdet.

ECB var arrangör eller medarrangör av mer än tio konferenser eller workshoppar om forskningsfrågor. Konferenser arrangerades tillsammans med CEPR och andra centralbanker i och utanför Eurosystemet. Ett stort antal workshoppar och seminarier anordnades också för att sprida forskningen inom ECB.

De flesta av konferenserna och workshopparna gällde särskilda prioriterade forskningsområden. Utvecklingen av prognosmodeller fick lika mycket uppmärksamhet 2007 som under föregående år. I september anordnade ECB en workshop tillsammans med CEPR och Banque de France inom ramen för Euro Area Business Cycle Network för att diskutera förändringar i inflationsdynamiken och deras effekter på prognoser. Slutsatserna från workshoppen var värdefulla för det arbete med inflationsprognoser som pågår på ECB. En workshop om prognosmetoder (som anordnas av ECB vartannat år) diskuterade prognososäkerhet inom makroekonomi och finansiering, och närmare bestämt hur riskmått kan integreras i prognosarbetet, vilket är en aktuell fråga för många centralbanker.

När det gäller den forskningsprioritering som rör penningpolitiska analyser arrangerade ECB en konferens tillsammans med Bank of Canada om definitionen av prisstabilitet som hölls på ECB i november 2007. Konferensen behandlade de teoretiska alternativen och praktiska erfarenheterna när det gäller att definiera prisstabilitet. En annan konferens i november 2007 om analysen av penningmarknadernas roll, utmaningar och konsekvenser ur ett penningpolitiskt perspektiv ökade kunskaperna om penningpolitikens transmissionsmekanism. En konferens om konsekvenserna av förändringar av banksektorn och finansieringen av företag för penningpolitikens transmissionsmekanism hölls i maj 2007.

En gemensam konferens med Bank of England – om betalningar och monetär och finansiell stabilitet – hölls i juni 2007 som ett led i forskningsarbetet kring finansiell stabilitet, och en konferens om globalisering och makroekonomin hölls i juli 2007 inom ramen för arbetet med internationella frågor.

Forskningsresultaten sprids även genom seminarieserier, varav särskilt två är relevanta: de gemensamma lunchseminarierna, som anordnas tillsammans med Deutsche Bundesbank och Center for Financial Studies (CFS) och seminarierna med inbjudna talare. Inom dessa två serier hålls seminarier varje vecka till vilka utomstående forskare bjuds in för att presentera sitt senaste arbete. ECB organiserar då och då även andra forskningsseminarier.

## 6 ANDRA UPPGIFTER OCH AKTIVITETER

### 6.1 EFTERLEVNAD AV FÖRBUDEN MOT MONETÄR FINANSIERING OCH POSITIV SÄRBEHANDLING

Enligt artikel 237 d i fördraget ska ECB övervaka att de 27 nationella centralbankerna i EU och ECB själv inte bryter mot förbuden i artiklarna 101 och 102 i fördraget och rådets förordningar (EG) nr 3603/93 och 3604/93. Enligt artikel 101 är det förbjudet för ECB och de nationella centralbankerna att ge offentliga myndigheter, gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter. Centralbankerna får heller inte förvärva skuldinstrument direkt från dessa offentliga myndigheter, institutioner eller organ. Enligt artikel 102 är varje åtgärd som ger offentliga myndigheter, gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan en positiv särbehandling hos finansinstitut förbjuden, såvida den inte baseras på tillsynsmässiga hänsyn. Vid sidan om ECB:s allmänna råd övervakar även Europeiska kommissionen att medlemsstaterna uppfyller ovannämnda bestämmelser.

ECB övervakar även EU-centralbankernas köp på andrahandsmarknaden av skuldinstrument utgivna av den inhemska offentliga sektorn, den offentliga sektorn i andra medlemsstater, gemenskapsinstitutioner och gemenskapsorgan. Enligt skälen i rådets förordning (EG) nr 3603/93 får köp på andrahandsmarknaden av skuldinstrument utgivna av den offentliga sektorn inte utnyttjas för att kringgå artikel 101 i fördraget. Sådana köp får inte bli en form av indirekt monetär finansiering av den offentliga sektorn.

Under 2007 upptäckte ECB-rådet två fall av överträdelse av ovannämnda krav i fördraget och rådsförordningarna.

Det första gällde Národná banka Slovenska, som köpte skuldinstrument utgivna av Europeiska investeringsbanken på primärmarknaden. Národná banka Slovenska köpte närmare bestämt den 6 februari 2007 EIB-obligationer denominerade i US-dollar till ett värde av 50 miljoner US-dollar inom ramen för förvaltningen av sin valutareserv. Eftersom Europeiska

investeringsbanken är ett gemenskapsorgan utgör dessa köp en överträdelse av förbudet mot monetär finansiering i artikel 101 i fördraget och i rådets förordning nr 3603/93. Národná banka Slovenska sålde de EIB-obligationer som hade köpts på primärmarknaden den 22 maj 2007 och vidtog omedelbart åtgärder för att undvika att detta upprepas i framtiden.

Det andra gällde att Banka Slovenije bröt mot restriktionen för centralbankers innehav av mynt som krediteras den offentliga sektorns konto. Den 15 februari 2007 överskred Banka Slovenijes innehav av mynt utgivna av den offentliga sektor som krediteras den nationella offentliga sektorns konto, på daglig genomsnittlig basis, gränsen på 10 % av värdet av utelöpande mynt som fastställs i artikel 6 i rådets förordning (EG) nr 3603/93. Denna dag uppgick värdet av Banka Slovenijes myntinnehav på den offentliga sektorns konto till 12,27 % av värdet av utelöpande mynt. Överträdelsen var en följd av den omfattande inlämningen av mynt till Banka Slovenije under första hälften av februari 2007 efter förhandstilldelningen till bankerna hösten 2006 före eurons införande. Situationen rättades omedelbart till och fördragets bestämmelser har därefter respekterats.

### 6.2 RÅDGIVANDE FUNKTIONER

Enligt artikel 105.4 i fördraget skall ECB höras om varje förslag till gemenskapslagstiftning eller nationell lagstiftning som faller inom ECB:s behörighetsområden.<sup>20</sup> ECB offentliggör alla yttranden på sin webbplats.

Under 2007 antog ECB 43 yttranden: åtta efter samråd som ägt rum på begäran av EU-institutionerna och 35 efter samråd som ägt rum på begäran av nationella myndigheter. Detta kan jämföras med 62 yttranden under 2006. En förteckning över yttranden som antogs 2007

<sup>20</sup> Storbritannien är befriat från skyldigheten att höra ECB i enlighet med det protokoll om vissa bestämmelser angående Förenade kungariket Storbritannien och Nordirland som är bifogat fördraget (EGT C 191, 29.7.1992, s. 18).

och i början av 2008 finns i en bilaga till denna årsrapport.

Följande yttranden som ECB avgav på begäran av EU-rådet bör särskilt uppmärksammas.

Förutom yttranden som antogs enligt artikel 105.4 i fördraget avgav ECB den 5 juli 2007 ett yttrande<sup>21</sup> enligt artikel 48 i fördraget om inledandet av den regeringskonferens som skulle upprätta det nya Lissabonfördraget.<sup>22</sup> ECB välkomnade särskilt det faktum att prisstabilitet och upprättandet av en ekonomisk och monetär union med euron som valuta skulle bekräftas som EU:s mål, och att penningpolitiken uttryckligen skulle sägas ligga under EU:s exklusiva behörighet (se avsnitt 1.2 i kapitel 5). När förslaget till det nya fördraget hade offentliggjorts skrev ECB:s ordförande den 2 augusti 2007 ett brev till ordförandeskapet för regeringskonferensen<sup>23</sup> med en del förslag som rörde ECB:s och ECBS:s institutionella ställning.

Efter det att rådet hade avskaffat Cyperns och Maltas undantag avgav ECB ett yttrande<sup>24</sup> om Europeiska kommissionens förslag om ändring av förordning (EG) nr 974/98 om införande av euron och förordning (EG) nr 2866/98 om omräkningskurserna mellan euron och valutorna för de medlemsstater som inför euron.<sup>25</sup>

ECB hördes om ett förslag till rådets direktiv om kartläggning och klassificering av europeisk kritisk infrastruktur<sup>26</sup> och bedömning av behoven att stärka skyddet av denna, som syftar till att stärka samordningen för att förebygga terroristhot. ECB konstaterade att de nationella bestämmelser som genomför direktivet måste vara helt förenliga med centralbankernas befogenheter avseende övervakning av clearing- och avvecklingssystem för betalningar och värdepapper och clearingorganisationer, och att en upprepning av det arbete som redan görs av centralbankerna inom detta område bör undvikas. ECB betonade också att förteckningen över europeisk kritisk infrastruktur skulle hållas hemlig.

I ett yttrande om ett förslag till rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1338/2001 (om skydd av euron mot förfalskning<sup>27</sup>) erinrade ECB om att straffrätt i allmänhet inte faller inom gemenskapens kompetensområde såvida det inte är nödvändigt för att säkerställa gemenskapsrättens effektivitet. ECB konstaterade att ECB och de nationella centralbankerna som huvudregel bör ha rätt att erhålla exemplar av sedlar, även om de utgör bevis i brottmål, och att ECB:s egen behörighet att säkerställa ställningen och skyddet för eurosedlar enligt artikel 106.1 i fördraget och artikel 16 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet tydligare bör framgå av förslaget. När det gäller de förfaranden som ECB och kommissionen ska fastställa beträffande skyldigheten att se till att mottagna eurosedlar och euromynt äkthetskontrolleras påpekas i yttrandet att dessa institutioner bör fastställa tidsfrister för det nationella genomförandet.

I sitt yttrande om ett förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 322/97 om europeisk statistik<sup>28</sup> välkomnade ECB att behovet av ett nära samarbete mellan Europeiska statistiksystemet och ECBS vid utveckling, framställning och spridning av europeisk statistik understryks, samt bestämmelserna om deras utbyte av konfidentiella uppgifter.

I juni 2007 publicerade en gemensam arbetsgrupp med företrädare för Europeiska kommissionen, EU-rådets sekretariat och ECB en rapport om samråd med ECB om förslag till gemenskapsrättsakter. Arbetsgruppen inrättades på förslag av ECB:s ordförande. Syftet med rapporten är att se till att alla parter skyndar på sina interna förfaranden så att ECB kan höras och avge sina yttranden så tidigt som möjligt i

21 CON/2007/20 av den 5 juli 2007, EUT C 160, 13.7.2007, s. 2.

22 Se avsnitt 1.2 i kapitel 5 för mer information.

23 Brevet har publicerats på både regeringskonferensens och ECB:s webbplats.

24 CON/2007/19 av den 5 juli 2007, EUT C 160, 13.7.2007, s. 1.

25 Se avsnitt 2 i kapitel 3.

26 CON/2007/11 av den 13 april 2007, EUT C 116, 7.2.2007, s. 1.

27 CON/2007/42 av den 17 december 2007, EUT C 27, 31.1.2008, s. 1.

28 CON/2007/35 av den 14 november 2007, EUT C 291, 5.12.2007, s. 1.

lagstiftningsprocessen. I rapporten konstateras att ECB ska höras om Lamfalussy-metodens nivå 2-åtgärder<sup>29</sup> inom ECB:s behörighetsområden och ECB:s rådgivande behörighet när det gäller offentlig tillsyn och finansiell stabilitet. Diskussionerna inom arbetsgruppen har utmynnat i enighet om att samarbete behövs för att förbättra gemenskapens lagstiftningsprocesser. Rapporten speglar vad medlemmarna i arbetsgruppen har kommit överens om, men utgör inget bindande åtagande för deras respektive institutioner.

ECB hördes också av nationella myndigheter i frågor som rörde nationella centralbanker, särskilt om ändringar av stadgarna för den tyska, grekiska, ungerska och österrikiska centralbanken.<sup>30</sup> ECB hördes även av Tjeckien, Ungern, Portugal och Rumänien om frågor som kan påverka de nationella centralbankernas oberoende som medlemmar i ECBS.<sup>31</sup>

Inom det penningpolitiska området hördes ECB av Lettland, Malta, Polen och Rumänien om kassakravssystemet<sup>32</sup> och av Cypern, Polen och Slovenien om valutafrågor och betalningsmedel<sup>33</sup>. ECB hördes dessutom av Österrike, Tyskland, Ungern och Rumänien om statistikfrågor.<sup>34</sup>

Beträffande tillsyn hörde Bulgarien, Tyskland, Grekland, Italien, Österrike, Polen och Rumänien<sup>35</sup> ECB om lagförslag som rörde betydande reformer av regelverket för den finansiella tillsynen och den finansiella stabiliteten. I detta sammanhang upprepade ECB i sina yttranden om ett lagförslag om ändring av banklagen, sparbankslagen, lagen om den finansiella tillsynsmyndigheten och Oesterreichische Nationalbanks lag om förbättring av tillsynsregelverket för kreditinstitut i Österrike och förstärkning av centralbankens roll, precis som i tidigare yttranden, att samarbete (inbegripet informationsutbyte) mellan tillsynsmyndigheter och centralbanker är nödvändigt för stabilitetstillsynen, övervakningen av betalningssystem och för att skydda annan marknadsinfrastruktur av betydelse för genomförandet av penningpolitiken. Särskilt ur stabilitetssynpunkt ansåg ECB att

nationella centralbanker måste vara involverade i hanteringen av kriser på finansmarknader.

När det gäller betalnings- och avvecklingssystem hördes ECB av Nederländerna, Ungern, Lettland, Grekland, Slovenien, Rumänien och Spanien<sup>36</sup>. Det nederländska finansministeriet begärde ett yttrande om ett lagförslag som gällde systemviktig övervakning av clearing- och avvecklingsinstitut. ECB upprepade sin uppfattning att det finns starka skäl för att nationella centralbanker ska sköta övervakningen av både betalningssystem och clearing- och avvecklingssystem, eftersom betalningssystemen har kopplingar till clearing- och avvecklingssystemen för värdepapper. ECB upprepade också sin rekommendation att övervakningen av betalningssystem, inbegripet marknadstillsynen, uttryckligen skulle vila på De Nederlandsche Bank, vilket skulle vara förenligt med dess deltagande i Eurosystemet. ECB konstaterade också att nationella centralbanker i egenskap av tillsyns- och övervakningsansvariga bör delta i bedömningen av om reglerna för clearing- och avvecklingsinstitut innehåller villkor som begränsar deltagarnas tillträde på andra än riskrelaterade grunder.

När det gäller regelverket för införandet av euron hördes ECB av Cypern.<sup>37</sup> Slovakien hörde ECB om ett lagförslag som är avsett att underlätta införandet av euron och ändra lagen om Národná banka Slovenska och 27 andra lagar om frågor inom ECB:s behörighetsområde

29 Lamfalussy-metoden är en process i fyra nivåer för godkännande av lagstiftning om värdepapper, bank- och försäkringsverksamhet. För mer information, se "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets", 15 februari 2001, som finns tillgänglig på Europeiska kommissionens webbplats. Se även ECB:s årsrapport för 2003 s. 113.

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 och CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 och CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 och CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 och CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 och CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/31, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23 och CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 och CON/2007/27.

37 CON/2007/1.

som är relevanta för den rättsliga konvergensen med fördraget och ECBS-stadgan.<sup>38</sup>

Från och med 2008 ingår även information i årsrapporten om ”tydliga och väsentliga” fall där länder har underlåtit att höra ECB om förslag till nationell lagstiftning och gemenskapslagstiftning. Under 2007 konstaterades fem fall av underlåtenhet att höra ECB. I ett fall underlät de polska myndigheterna att inhämta ECB:s synpunkter på ett lagförslag om informationsskyldighet. Lagen syftade till att ålägga vissa enskilda en skyldighet att deklarerera verksamhet mellan 1944 och 1990 som skulle kunna definieras som samarbete med statens säkerhetstjänster. Vissa bestämmelser i lagförslaget kunde ha påverkat centralbankens oberoende och vissa aspekter av centralbankens institutionella ordning enligt lagen om Narodowy Bank Polski, vilket skulle få konsekvenser för medlemmarna i de styrande organen och personalen på Narodowy Bank Polski. Om ECB hade hörts om detta lagförslag hade man inkommit med betydande invändningar. ECB korresponderade med talmannen i det polska parlamentets underhus beträffande skyldigheten att höra ECB, men fick svar i vilka ECB:s rätt att bli hörd ifrågasattes. Vissa bestämmelser i lagen om informationsgivning som var relevanta för ECBS ogiltigförklarades senare av den polska konstitutionsdomstolen.

I ett annat fall underlät de lettiska myndigheterna att i enlighet med kraven i gemenskapslagstiftningen höra ECB om ett lagförslag om valutafrågor. Lagförslaget, som antogs den 18 december 2007, var en ändring av ministerrådets förordning om det lettiska namnet på Europeiska unionens gemensamma valuta som ursprungligen antogs den 26 juli 2005 och som de lettiska myndigheterna också underlät att höra ECB om. Medan det i den ursprungliga förordningen föreskrevs att den gemensamma valutans lettiska namn skulle vara ”eiro” har detta nu ändrats och namnet ”euro” ska i stället användas i lettiska rättsakter. Förutom i rättsakter heter den gemensamma valutans fortfarande officiellt ”eiro” i Lettland. Efter antagandet av den ursprungliga förordningen 2005 skrev

ECB till den lettiska finansministern den 1 september 2005 och slog fast att medlemsstaterna enligt EG-domstolens ständiga rättspraxis inte får lagstifta om frågor som omfattas av direkt tillämplig gemenskapslagstiftning, samt betonade att gemenskapen har exklusiv behörighet att lagstifta om euron och dess namn.

### **6.3 FÖRVALTNING AV EUROPEISKA GEMENSKAPENS UPPLÅNING OCH UTLÅNING**

I enlighet med artikel 123.2 i fördraget och artikel 9 i rådets förordning (EG) nr 332/2002 av den 18 februari 2002 ansvarar ECB för förvaltningen av Europeiska gemenskapens upplåning och utlåning enligt mekanismen för medelfristigt ekonomiskt stöd. Under 2007 utförde ECB emellertid inga förvaltningsuppgifter eftersom det i slutet av 2006 inte fanns några utestående lån och inga nya transaktioner gjordes under 2007.

### **6.4 EUROSISTEMETS RESERVFÖRVALTNINGSTJÄNSTER**

Även under 2007 erbjöds en rad tjänster inom ramen för det system som upprättades 2005 för förvaltningen av reserver i euro som innehas av Eurosystemets kunder. Samtliga tjänster – som kan utnyttjas av centralbanker, monetära myndigheter och offentliga organ utanför euroområdet, samt internationella organisationer – erbjuds på harmoniserade villkor enligt gängse marknadsnormer av enskilda centralbanker i Eurosystemet (Eurosystemets tjänsteleverantörer). ECB svarar för den övergripande samordningen och ser till att systemet fungerar utan problem. Antalet kunder som hade ett affärsförhållande till Eurosystemet 2007 var oförändrat jämfört med 2006. När det gäller själva tjänsterna ökade kundernas totala behållningar av kontanter och/eller värdepapper. Under 2007 genomförde Eurosystemet en kundenkät som bekräftade att kunderna på det hela taget är nöjda med utbudet av tjänster och tjänsternas kvalitet.

<sup>38</sup> CON/2007/43.





## KAPITEL 3

# CYPERNS OCH MALTAS INTRÄDE I EUROOMRÅDET

## I DEN EKONOMISKA OCH MONETÄRA UTVECKLINGEN I CYPERN OCH MALTA

Den 10 juli 2007 fattade Ekofinrådet ett beslut om att låta Cypern och Malta införa euron som sin valuta den 1 januari 2008. Detta innebär att antalet länder i euroområdet ökade från 13 till 15. Ekofinrådet fattade sitt beslut på grundval av de konvergensrapporter som ECB och Europeiska kommissionen hade publicerat i maj 2007, och efter diskussioner bland stats- och regeringscheferna i Europeiska rådet, ett yttrande av Europaparlamentet och ett förslag av Europeiska kommissionen. Samma dag antog Ekofinrådet en förordning om låsning av de oåterkalleliga växelkurserna mellan det cypriotiska pundet och den maltesiska liran å ena sidan, och euron å den andra sidan. Omräkningskurserna fastställdes till 0,585274 cypriotiska pund och 0,429300 maltesiska lira mot 1 euro, vilket var de centralkurser som trädde i kraft den 2 maj 2005 när valutorna anslöts till ERM2. Det cypriotiska pundet hade legat nära centralkursen mot euron på den starkare sidan av fluktuationsbandet, medan den maltesiska liran hade legat kvar på centralkursen under hela sitt deltagande i ERM2. Båda valutorna noterades till eller mycket nära dessa kurser den dag omräkningskursen fastställdes.

Under de senaste tio åren har HIKP-inflationen i både Cypern och Malta varit relativt begränsad och mestadels legat mellan 2 % och 3 % (se tabellerna 14 och 15). Den relativt gynnsamma inflationsutvecklingen bör ses mot bakgrund av att länderna sedan länge haft fasta växelkurssystem. I Cypern var HIKP-inflationen högre 2000 och 2003, vilket främst berodde på kraftigt stigande energi- och livsmedelspriser, och på den gradvisa EU-anpassningen av punktskatter på energi samt mervärdesskatten från 10 % till 15 % under 2002–2003. I Malta var HIKP-inflation något högre 1997 och 1998 på grund av i första hand relativt stora höjningar av hotell-, restaurang- och transportpriser. År 2007 låg den genomsnittliga HIKP-inflationen i Cypern på 2,2 %. På grund av i första hand energiprisutvecklingen steg inflationen på årsbasis från låga nivåer under årets första hälft till över 3 % i slutet av 2007. I Malta ledde framför allt en betydande nedgång i energipriserna från de förhöjda nivåerna året innan, samt lägre logipriser, till att HIKP-inflationen under 2007 i genomsnitt var lägre än 2006. Under andra halvåret 2007 steg inflationen på årsbasis stadigt till lite över 3 % i december,

**Tabell 14 Ekonomiska nyckeltal för Cypern**

(årliga procentuella förändringar, om inget annat anges)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Real BNP-tillväxt	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Bidrag till real BNP-tillväxt (i procentenheter)</i>										
Inhemska efterfrågan, exklusive aktier	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Exportnetto	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
HIKP-inflation <sup>1)</sup>	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Löner inkl. kollektiva avgifter per anställd	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominella enhetsarbetskostnader (hela ekonomin)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Importdeflator (varor och tjänster)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Bytes- och kapitalbalans (% av BNP)	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Total sysselsättning	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Arbetslöshet i % av arbetskraften	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Offentliga sektorns överskott (+) / underskott (-)	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Offentliga sektorns bruttoskuld	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
3-månadersränta (% per år) <sup>1)</sup>	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Statsobligationsränta (10 år) (% per år) <sup>1)</sup>	..	..	..	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Växelkurs mot euron	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Källor: ECB och Eurostat.

1) Genomsnitt av periodvärden.

2) Värdet för 2007 avser fyra kvartalsgenomsnitt fram till tredje kvartalet 2007.

3) Cypriotiska pund per euro.

**Tabell 15 Ekonomiska nyckeltal för Malta**

(årliga procentuella förändringar, om inget annat anges)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Real BNP-tillväxt	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Bidrag till real BNP-tillväxt (i procentenheter)</i>										
Inhemsk efterfrågan exklusive aktier	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Exportnetto	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
HIKP-inflation <sup>1)</sup>	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Löner inkl. kollektiva avgifter per anställd	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominella enhetsarbetskostnader (hela ekonomin)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Importdeflator (varor och tjänster)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Bytes-och kapitalbalans (% av BNP)	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Total sysselsättning	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Arbetslöshet i % av arbetskraften	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Offentliga sektorns överskott (+) / underskott (-)	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Offentliga sektorns bruttoskuld	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
3-månadersränta (% per år)	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Statsobligationsränta (10 år) (% per år) <sup>1)</sup>	..	..	..	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Växelkurs mot euron	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Källor: ECB och Eurostat.

1) Genomsnitt av periodvärden.

2) Värdet för 2007 avser fyra kvartalens genomsnitt fram till tredje kvartalet 2007.

3) Maltesiska lira per euro.

vilket ledde till att den genomsnittliga inflationen för året som helhet hamnade på 0,7 %. I både Malta och Cypern bidrog livsmedelspriserna till den stigande inflationen 2007. I Malta berodde uppgången, som blev särskilt tydlig under årets sista kvartal, även på att delindexen för kläder och skodon samt hotell och restauranger steg.

Inflationsutvecklingen måste ses mot bakgrund av en stadig ekonomisk tillväxt det senaste decenniet i Cypern, medan tillväxten var trögare i Malta. I Cypern växte reala BNP med ungefär 5 % i början av decenniet för att senare mattas av till omkring 2 % år 2002 och 2003 till följd av en svagare turismefterfrågan. På senare år har den reala BNP-tillväxten åter börjat stiga till omkring 4 %, i takt med att den inhemska efterfrågan har ökat. Efter en period av stadig ekonomisk tillväxt fram till 2000 avtog produktionsutvecklingen betydligt till följd av svaghet i omvärlden, ökad konkurrens på Maltas exportmarknader och omstruktureringar inom tillverkningssektorn. På senare år har produktionstillväxten återigen ökat till i genomsnitt omkring 3 % och främst drivits av den inhemska efterfrågan. När det gäller ställningen gentemot omvärlden har Cypern och

Malta i genomsnitt haft underskott i sina bytes- och kapitalbalanser på omkring 3,5 % respektive 4 % av BNP de senaste tio åren. År 2007 växte underskottet i bytes- och kapitalbalanserna till 7,1 % av BNP i Cypern, medan det sjönk till 3,2 % av BNP i Malta.

Läget på arbetsmarknaden har varit relativt stabilt i båda länderna de senaste tio åren. I Cypern låg arbetslösheten på 3–5 % och i Malta mestadels kring 7 %. Cypern har haft en relativt stark sysselsättningsstillväxt som steg till nära 4 % mellan 2003 och 2005, medan sysselsättningen i Malta ökade mer måttligt under samma period. Efter den ekonomiska återhämtningen de senaste åren har läget på arbetsmarknaden emellertid förbättrats i båda länderna under 2007. Arbetslösheten hade en sjunkande trend i både Cypern och Malta och låg i slutet av 2007 på 3,9 % respektive 5,8 %. Betydande strömmar av utländsk arbetskraft, däribland säsongsarbetare, bidrar till en flexibel arbetsmarknad i båda länderna.

Budgetpolitiken har de senaste åren alltmot främjat ett uppnående av prisstabilitet i takt med att de offentliga finanserna har förbättrats avsevärt

i både Cypern och Malta. Ett stort underskott i de offentliga finanserna i förhållande till BNP började under 2004 att minska i båda länderna. I Cypern omvandlades underskottet på 6,5 % av BNP 2003 till ett överskott på 1,5 % 2007, medan underskottet i Malta minskade från 9,8 % av BNP 2003 till 1,6 % 2007. Förbättringen av den offentliga sektorns budgetställning drevs i båda länderna främst av icke-cykliska faktorer, även om enstaka åtgärder också har spelat en viktig roll på senare år. I båda länderna har den offentliga sektorn en hög skuld i förhållande till BNP, men den har sjunkit på senare år. I Cypern sjönk skuldkvoten från som högst 70,2 % av BNP 2004 till 60 % 2007, medan den i Malta sjönk från 72,7 % av BNP till 62,9 % under samma period. I Malta krävs ytterligare konsolidering av de offentliga finanserna för att landet ska nå sitt medelfristiga mål i stabilitets- och tillväxtpakten. Båda länderna bör dessutom skapa ett ökat manöverutrymme i de offentliga finanserna för att klara av den förväntade försämringen av den demografiska situationen som sannolikt kommer att medföra en ökning av de åldersrelaterade offentliga utgifterna.

Penningpolitiken spelade en viktig roll i konvergensprocessen i Cypern och Malta. Båda länderna har ända sedan 1960-talet haft fasta växelkurssystem. Upprätthållandet av prisstabilitet som huvudmålet för penningpolitiken fastställdes dessutom i lagen om Cyperns centralbank och i lagen om Maltas centralbank år 2002. Det cypriotiska pundet knöts till euron 1992 och till euron 1999 med ett fluktuationsband på  $\pm 2,25\%$ . Bandet utvidgades till  $\pm 15\%$  2001 i samband med en gradvis avreglering av kapitalrörelserna. Central Bank of Cyprus har emellertid inte utnyttjat det bredare fluktuationsbandet utan växelkursen har rört sig inom ett snävt intervall. Den maltesiska liran knöts till en valutakorg under större delen av perioden efter självständigheten 1964, där ecu/euro, pund sterling och US-dollar hade stor vikt. Eftersom euron var den valuta som vägde tyngst i valutakorgen (med en andel på 70 %) var liras växelkursrörelser gentemot euron ganska begränsade under åren före inträdet i ERM2. Både det cypriotiska pundet och den maltesiska liran började delta i ERM2 den

2 maj 2005 med det sedvanliga fluktuationsbandet på  $\pm 15\%$ . Vid denna tidpunkt meddelade de maltesiska myndigheterna också som ett ensidigt åtagande att liras växelkurs skulle ligga på centralkursen gentemot euron.

Under 2007 fortsatte centralbankerna i Cypern och Malta att föra en penningpolitik inriktad på att uppnå prisstabilitet. Båda centralbankerna stödde de fasta växelkurserna genom att hålla sina styrräntor över ECB:s styrräntor. Central Bank of Cyprus höll sin lägsta anbudsränta oförändrad på 4,5 % under större delen av året, medan Central Bank of Malta höjde sin centrala interventionsränta två gånger, i januari och maj, med sammanlagt 50 punkter till 4,25 %. Styrräntorna anpassades till ECB:s styrräntor den 21 december 2007 i Cypern och den 28 december 2007 i Malta, vilket fullbordade styrräntornas konvergensprocess. Penningmarknadsräntorna i Cypern och Malta utvecklades i stort sett i linje med styrräntorna i de båda länderna, vilket resulterade i att marknadsräntornas konvergensprocess fullbordades i december 2007. De långa räntorna hade däremot redan legat nära nivåerna i euroområdet ända sedan början av 2006. Detta berodde på marknadens förtroende för den allmänna ekonomiska utvecklingen i båda länderna och på att de förde en trovärdig penning- och valutapolitik.

Efter införandet av euron är den största utmaningen för både Cypern och Malta att föra en lämplig ekonomisk politik och därigenom uppnå en hög grad av hållbar konvergens. Det kommer att vara särskilt viktigt att båda länderna fortsätter en hållbar och trovärdig konsolidering av de offentliga finanserna genom strukturåtgärder och förbättrar sina offentliga finanser genom att påtagligt minska sina skuldkvoter. Det är också viktigt att de har en fortsatt måttlig löneutveckling som tar hänsyn till arbetsproduktivitetsutvecklingen, arbetsmarknadsläget och utvecklingen i konkurrentländer. En ökad konkurrens på produktmarknaderna och en bättre fungerande arbetsmarknad spelar i detta sammanhang en viktig roll i båda länderna. I Cypern bör till exempel indexeringsmekanismen för

löner och vissa sociala förmåner (bl.a. bidrag för levnadsomkostnader) ses över för att minska risken att inflationen bara fortsätter i samma takt (inflation inertia). Malta måste även komma till rätta med de strukturella begränsningarna av den ekonomiska tillväxten och sysselsättningsskapandet, framför allt genom att uppmuntra arbetskraftsdeltagande.

## Ruta 10

### STATISTISKA KONSEKVENSER AV EUROOMRÅDETS UTVIDGNING TILL CYPERN OCH MALTA

När euroområdet utvidgades till Cypern och Malta från och med den 1 januari 2008 måste euroområdets statistikserier för tredje gången ändras för att inkludera de nya medlemsländerna. Framtagningen av statistik för det utvidgade euroområdet har i nödvändiga fall samordnats med Europeiska kommissionen.

Cyperns och Maltas inträde i euroområdet innebär att hemmahörande i dessa länder blir hemmahörande i euroområdet. Detta påverkar den statistik där aggregaten för euroområdet inte enbart utgör summan av nationella data, t.ex. statistik över penningmängd, betalningsbalans och utlandsställning, samt finansiella räkenskaper, eftersom transaktioner mellan hemmahörande i Cypern och Malta och andra hemmahörande i euroområdet nu måste konsolideras.

Från januari 2008 är Cypern och Malta alltså skyldiga att uppfylla alla ECB:s statistikkrav, dvs. att tillhandahålla fullständigt harmoniserade och jämförbara nationella data.<sup>1</sup> Eftersom det tar lång tid att förbereda ny statistik började centralbankerna i Cypern och Malta och ECB arbetet med detta långt innan Cypern och Malta anslöt sig till EU. När de hade blivit medlemmar i ECBS intensifierade Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta sina förberedelser för att uppfylla ECB:s krav beträffande statistik över penningmängd, banksektor, betalningsbalans, offentliga finanser, finansiella räkenskaper och övrig finansiell statistik. Inom vissa statistikområden har en åtgärdsplan tagits fram tillsammans med de två länderna så att ECB:s statistikkrav gradvis kan uppfyllas under 2008. Centralbankerna i Cypern och Malta var vidare tvungna att vidta nödvändiga förberedelser inför de cypriotiska och maltesiska kreditinstitutens integration i ECB:s kassakravssystem och uppfylla statistikkraven i samband med detta.

För uppgiftslämnarna och de nationella centralbankerna i övriga euroländer innebar euroområdets utvidgning att de från och med januari 2008 måste rapportera transaktioner (eller flöden) och positioner i förhållande till hemmahörande i Cypern och Malta som en del av euroområdesstatistiken, i stället för som transaktioner och positioner i förhållande till hemmahörande utanför euroområdet.

Cypern, Malta och övriga euroländer var dessutom tvungna att lämna retroaktiva data med tillräcklig geografisk och sektoriell uppdelning, åtminstone från 2004, som var det år Cypern och Malta gick med i EU.

När det gäller publiceringen av euroområdesstatistik har ECB gett användare onlinetillgång till två tidsserier, en som innehåller data för det nuvarande euroområdet (dvs. inklusive Cypern och Malta) så långt tillbaka i tiden som möjligt, och en som länkar samman euroområdet i dess olika sammansättningar, från och med sammansättningen av 11 länder 1999.

<sup>1</sup> ECB:s statistikkrav sammanfattas i dokumentet "ECB-statistik: en översikt", april 2006.

## 2 RÄTTSLIGA ASPEKTER AV INTEGRATIONEN AV CENTRAL BANK OF CYPRUS OCH CENTRAL BANK OF MALTA I EUROSISTEMET

ECB har i enlighet med artikel 122.2 i fördraget granskat lagarna om Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta, samt annan relevant cypriotisk och maltesisk lagstiftning för att bedöma deras förenlighet med artikel 109 i fördraget. I sin konvergensrapport om Cypern och Malta, som publicerades i maj 2007, gav ECB ett positivt utlåtande om den cypriotiska och den maltesiska lagstiftningens förenlighet med fördraget och med ECBS-stadgan.

ECB, Central Bank of Cyprus and Central Bank of Malta antog flera rättsakter för att säkerställa centralbankernas integration i Eurosystemet den 1 januari 2008. Eurosystemets regelverk anpassades till följd av Ekofinrådets beslut den 10 juli 2007 om att upphäva Cyperns och Maltas undantag.<sup>1</sup> Införandet av euron i Cypern och Malta och integrationen av deras centralbanker i Eurosystemet krävde även ändringar av vissa cypriotiska och maltesiska rättsakter.

I mars 2007 ändrades lagen om Central Bank of Cyprus i linje med rekommendationerna i ECB:s konvergensrapporter 2004 och 2006. Cypern begärde vid tre tillfällen att ECB skulle yttra sig över förslag till ändringar av lagen om Central Bank of Cyprus. ECB avgav tre yttranden med förslag till ändringar som beaktades i den slutliga versionen av lagen.<sup>2</sup> Under 2007 ombads ECB även yttra sig över ändringar av annan cypriotisk lagstiftning som rörde valutafrågor.<sup>3</sup>

Malta bad ECB yttra sig över förslag till ändringar av lagen om Central Bank of Malta den 30 mars 2006. ECB avgav ett yttrande<sup>4</sup> med förslag till flera ändringar som accepterades i ändringarna i lagen. Central Bank of Malta begärde även ett yttrande av ECB den 21 november 2006 om andra ändringar av lagen om Central Bank of Malta för att ta hänsyn till rekommendationerna i ECB:s konvergensrapport 2006. ECB avgav ett yttrande<sup>5</sup> över ändringarna som även beaktades i den slutliga versionen av lagen om Central Bank of Malta. Den 28 maj 2007 ombads ECB även yttra sig över ändringar av Central Bank of Maltas direktiv nr 1 om kassakrav och ECB avgav ett yttrande om ändringarna.<sup>6</sup>

Ekofinrådets beslut den 10 juli 2007 föranledde ändringar av rådets förordning (EG) nr 974/98 för att euron skulle kunna införas som valuta i Cypern<sup>7</sup> och Malta<sup>8</sup>, och antagande av rådets förordning (EG) nr 1135/2007<sup>9</sup> och rådets förordning (EG) nr 1134/2007<sup>10</sup> om ändring av förordning (EG) nr 2866/98, i vilka fastställdes oåterkalleligen låsta växelkurser mellan euron och det cypriotiska pundet respektive den maltesiska liran. På begäran av rådet avgav ECB yttranden över förslag till båda dessa förordningar.<sup>11</sup> På begäran avgav ECB även ett yttrande över nationell lagstiftning om utbytet av sedlar och mynt i Cypern och Malta.<sup>12</sup>

När det gäller de rättsliga förberedelserna inför integrationen av Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta i Eurosystemet antog ECB nödvändiga rättsakter om de båda centralbankernas inbetalning av resterande kapital och överföring av valutareserver till ECB.<sup>13</sup> I enlighet med artikel 27.1 i ECBS-stadgan antog ECB-rådet rekommendationer om

1 Rådets beslut 2007/503/EG av den 10 juli 2007 i enlighet med artikel 122.2 i fördraget om Cyperns införande av den gemensamma valutan den 1 januari 2008, EUT L 186, 18.7.2007, s. 29, och rådets beslut 2007/504/EG av den 10 juli 2008 i enlighet med artikel 122.2 i fördraget om Maltas införande av den gemensamma valutan den 1 januari 2008, EUT L 186, 18.7.2007, s. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 och CON/2006/50.

3 CON/2007/39 och CON/2008/1

4 CON/2006/23.

5 CON/2007/58

6 CON/2007/16

7 Rådets förordning (EG) nr 835/2007 av den 10 juli 2007 om ändring av förordning (EG) nr 974/98 vad beträffar införandet av euron i Cypern, EUT L 186, 18.7.2007, s. 1.

8 Rådets förordning (EG) nr 836/2007 av den 10 juli 2007 om ändring av förordning (EG) nr 974/98 vad beträffar införandet av euron i Malta, EUT L 186, 18.7.2007, s. 3.

9 Rådets förordning (EG) nr 1135/2007 av den 10 juli 2007 om ändring av förordning (EG) nr 2866/98 vad gäller omräkningskursen till euron för Cypern, EUT L 256, 2.10.2007, s. 2.

10 Rådets förordning (EG) nr 1134/2007 av den 10 juli 2007 om ändring av förordning (EG) nr 2866/98 vad gäller omräkningskursen till euron för Malta, EUT L 256, 2.10.2007, s. 1.

11 CON/2007/19, EUT C 160, 13.7.2007, s. 1.

12 CON/2006/10 och CON/2007/1.

13 Beslut ECB/2007/22 av den 31 december 2007 om Central Bank of Cyprus och Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas inbetalning av kapital, överföring av reservtillgångar och bidrag till Europeiska centralbankens reserver och avsättningar, EUT L 28, 1.2.2008, s. 36.



Central Bank of Cyprus<sup>14</sup> och Central Bank of Malta<sup>15</sup> externa revisorer för årsredovisningar från och med räkenskapsåret 2008. ECB granskade även sitt regelverk och införde, vid behov, ändringar som en följd av Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta anslutning till Eurosystemet. Detta omfattade en genomgång av cypriotisk och maltesisk lagstiftning om genomförande av Eurosystemets regelverk för penningpolitiken och Target2. Därefter kunde cypriotiska och maltesiska motparter delta i Eurosystemets öppna marknads-operationer från och med den 2 januari 2008. ECB antog även en förordning om övergångsbestämmelser för ECB:s tillämpning av kassakrav efter införandet av euron i Cypern och Malta.<sup>16</sup> Slutligen upphävdes ERM2-avtalet<sup>17</sup> för Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta.

14 Rekommendation ECB/2007/12 av den 15 november 2007 till Europeiska unionens råd om externa revisorer för Central Bank of Cyprus, EUT C 277, 20.11.2007, s. 1.

15 Rekommendation ECB/2007/17 av 29 november 2007 till Europeiska unionens råd om externa revisorer för Central Bank of Malta, EUT C 304, 15.12.2007, s. 1.

16 Förordning ECB/2007/11 av den 9 november 2007 om övergångsbestämmelser för Europeiska centralbankens tillämpning av minimireserver (kassakrav) efter införandet av euron i Cypern och Malta, EUT L 300, 17.11.2007, s. 44.

17 Avtal av den 14 december 2007 mellan Europeiska centralbanken och de nationella centralbankerna i medlemsstaterna utanför euroområdet om ändring av avtalet av den 16 mars 2006 mellan Europeiska centralbanken och de nationella centralbankerna i medlemsstaterna utanför euroområdet avseende operativa förfaranden för en växelkursmekanism under etapp tre av den ekonomiska och monetära unionen, EUT C 319, 29.12.2007, s. 7.



### 3 OPERATIVA ASPEKTER AV INTEGRATIONEN AV CENTRAL BANK OF CYPRUS OCH CENTRAL BANK OF MALTA I EUROSISTEMET

Efter Ekofinrådets beslut 10 juli 2007 om Cyperns och Maltas införande av euron den 1 januari 2008 genomförde ECB tekniska förberedelser för att integrera Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta i Eurosystemet. I enlighet med fördragets bestämmelser blev båda bankerna en del av Eurosystemet med exakt samma rättigheter och skyldigheter som de nationella centralbankerna i de EU-medlemsstater som redan har infört euron.

De tekniska förberedelserna inför de båda centralbankernas integration i Eurosystemet genomfördes i nära samarbete med Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta, samt i förekommande fall multilateralt med de 13 nationella centralbankerna i euroområdet. Förberedelserna gällde flera olika områden, såsom finansiell rapportering, redovisning, penningpolitiska transaktioner, förvaltning av valutareserver, valutatransaktioner, betalningssystem, statistik och sedelproduktion. När det gäller transaktioner gjordes omfattande tester av instrumenten och förfarandena för genomförande av penningpolitiska transaktioner och valutatransaktioner.

#### 3.1 PENNINGPOLITISKA TRANSAKTIONER

Efter Cyperns och Maltas införande av euron den 1 januari 2008 är kreditinstituten i dessa länder skyldiga att uppfylla Eurosystemets kassakrav. Eftersom den 1 januari 2008 inföll nästan mitt i den uppfyllandeperiod som löpte från den 12 december 2007 fram till den 15 januari 2008 blev det emellertid nödvändigt att anta övergångsbestämmelser för tillämpningen av kassakrav i Cypern och Malta under denna uppfyllandeperiod. Övergångsbestämmelser behövdes också för att beräkna kassakravsbasen för respektive motparter. Listan över de 215 cypriotiska och 22 maltesiska kreditinstitut som omfattas av Eurosystemets kassakrav offentliggjordes på ECB:s webbplats för första gången den 31 december 2007.

Cyperns och Maltas inträde i euroområdet ledde till att de samlade kassakraven för

euroområdets kreditinstitut ökade med mindre än 1 % (1,1 miljard euro respektive 0,4 miljard euro). Autonoma likviditetsfaktorer i de två centralbankernas balansräkningar minskade likviditetsbehoven i hela euroområdets banksektor med i genomsnitt 2,7 miljarder euro under perioden 1–15 januari 2008. Vid beräkningen av detta belopp har även de likviditetsindragande penningpolitiska transaktioner som genomfördes av Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta före inträdet i euroområdet och som alla hade förfallit före den 4 januari behandlats som autonoma faktorer. Om hänsyn tas till både kassakrav och autonoma faktorer minskade Cyperns och Maltas inträde i euroområdet därmed de totala likviditetsbehoven i euroområdets banksektor med 1,2 miljard euro, vilket motsvarar 0,3 % av de samlade likviditetsbehoven.

Denna överlikviditet på 1,2 miljard euro kanaliserades i allmänhet utan problem via interbankmarknaden till banker i andra euroländer så att det kunde användas för att uppfylla kassakraven i dessa länder. Fram till den 15 januari placerades emellertid även ett dagligt genomsnitt om omkring 0,3 miljard euro i inlåningsfaciliteten av cypriotiska motparter.

ECB tog hänsyn till effekterna på likviditetsläget i euroområdet genom att anpassa tilldelningsbeloppen i sina huvudsakliga refinansieringstransaktioner redan från och med den transaktion som avvecklades den 28 december och förföll den 4 januari. Överlikviditeten gjorde att motparter från Cypern och Malta bara lämnade en försumbar mängd anbud i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i början av 2008. Däremot deltog de i de likviditetsindragande finjusterande transaktioner som genomfördes den 2 och 3 januari, då 0,3 miljard respektive 0,5 miljard euro deponerades hos Eurosystemet.

I samband med inträdet i euroområdet antog centralbankerna i Cypern och Malta också Eurosystemets gemensamma ramverk för godtagbara säkerheter. Central Bank of Cyprus rapporterade 4,2 miljarder euro i tillgångar i

Cypern och Central Bank of Malta rapporterade 3,1 miljarder euro i tillgångar i Malta som godtas som säkerhet i Eurosystemets kredittransaktioner från och med den 1 januari 2008.

### **3.2 BIDRAG TILL ECB:s KAPITAL, RESERVER OCH VALUTARESERV**

I samband med att Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta blev en del av ECBS den 1 maj 2004 betalade de 7 % av sin andel av det tecknade kapitalet i ECB som ett bidrag till ECB:s operativa kostnader. I enlighet med artikel 49 i ECBS-stadgan betalade Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta sina resterande andelar av det tecknade kapitalet den 1 januari 2008. Deras totala andelar uppgår till 7,2 respektive 3,6 miljoner euro, vilket motsvarar 0,1249 % och 0,0622 % av ECB:s tecknade kapital på 5,761 miljarder euro per den 1 januari 2008.

I början av 2008 överförde Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta i enlighet med artiklarna 30 och 49.1 i ECBS-stadgan valutareserver (om 73,4 miljoner respektive 36,6 miljoner euro) till ECB som utifrån deras andelar av ECB:s tecknade kapital stod i proportion till de valutareserver som redan har överförts till ECB av andra nationella centralbanker. Av det totala bidraget utgjordes 15 % av guld och 85 % av tillgångar i US-dollar. Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta har beslutat att göra som Banka Slovenije och Banque centrale du Luxembourg gjorde 2007, dvs. att slå ihop sin förvaltning av andelarna av ECB:s valutareserv med Bank of Greece respektive Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. I samband med överföringen av valutareserver till ECB fick Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta en fordran i euro på ECB.

## 4 UTBYTET AV SEDLAR OCH MYNT I CYPERN OCH MALTA

Sex år efter det att eurosedlar och euromynt infördes i 12 euroländer samtidigt och ett år efter Sloveniens anslutning till Eurosystemet infördes den 1 januari 2008 eurosedlar och euromynt även i Cypern och Malta. Efter en månad med dubbla valutor ersatte euron det cypriotiska pundet och den maltesiska liran fullt ut.

Precis som i samband med tidigare utbyten av sedlar och mynt spelade noggranna förberedelser i god tid i förväg en avgörande roll för det problemfria införandet av eurosedlar och euromynt. Både Cypern och Malta hade upprättat nationella planer långt före €-dagen. Planerna baserades bland annat på den riktlinje som ECB-rådet antog i juli 2006 om vissa förberedelser inför utbytet av sedlar och mynt till euro och om förhandstilldelning och förhandstilldelning till tredje part av eurosedlar och euromynt utanför euroområdet.

Efter Ekofinrådets beslut den 10 juli 2007 om Cyperns och Maltas införande av euron den 1 januari 2008 kunde Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta låna sedlar från Eurosystemet för att förbereda kontantutbytet och behoven 2008.

För att täcka behoven i samband med införandet levererade Eurosystemet totalt 79,1 miljoner eurosedlar till Central Bank of Cyprus till ett nominellt värde av 1 730,0 miljoner euro, medan Central Bank of Malta fick totalt 72,0 miljoner sedlar till ett nominellt värde av 1 566,0 miljoner euro. Av geografiska och logistiska skäl sköttes de fysiska leveranserna av sedlarna för Eurosystemets räkning av Bank of Greece, Banca d'Italia och Banco de Portugal.

När det gäller euromynten valde behöriga myndigheter i de båda länderna att genomföra ett offentligt anbudsförfarande för att upphandla de kvantiteter som krävdes. I Cyperns fall präglades 395,0 miljoner euromynt till ett nominellt värde av 100,3 miljoner euro av Myntverket i Finland, medan Monnaie de Paris präglade 200,0 miljoner euromynt till ett nominellt värde av 56,1 miljoner euro åt Malta.

Central Bank of Cyprus inledde förhandstilldelningen av euromynt till kreditinstitut den 22 oktober 2007 och av eurosedlar den 19 november 2007. Förhandstilldelningen till detaljhandeln och myntautomatindustrin påbörjades samtidigt. En omfattande spridning av euromynt främjades genom att cirka 40 000 startpaket med mynt värda 172 euro vardera fanns tillgängliga för företag och detaljhandel från och med den 3 december 2007. 250 000 minipaket värda 10 cypriotiska pund vardera såldes samtidigt till allmänheten.

I Malta inleddes förhandstilldelningen av euromynt i slutet av september 2007 och av eurosedlar i slutet av oktober. Förhandstilldelningen av sedlar och mynt till företag och detaljhandel, inklusive spridningen av startpaket med mynt värda 131 euro vardera påbörjades den 1 december 2007. Allmänheten fick möjlighet att köpa ett av 330 000 minipaket värda 11,65 euro vardera från och med den 10 december 2007.

Förhandstilldelningen i båda länderna, som bidrog till en stor spridning av eurosedlar och euromynt före lanseringen, genomfördes planenligt och var avgörande för att hela processen skulle förlöpa utan problem. Kontantutbytet i Cypern och Malta underlättades också av den snabba omställningen av uttagsautomater, som antingen ställdes om före €-dagen eller den 1 januari 2008. Dessutom gav detaljhandeln växel enbart i euro från och med den första dagen.

I båda länderna tillämpades ett ”big bang”-scenario, dvs. eurosedlar och euromynt infördes rent fysiskt vid samma tidpunkt som euron blev lagligt betalningsmedel. Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta kommer att lösa in gamla sedlar i tio år och mynt i två år.

I samband med införandet av euron i Cypern och Malta växlade de nationella centralbankerna i euroområdet in sedlar i cypriotiska pund och maltesiska lira till euro till parivärde från första bankdagen 2008 och kommer att fortsätta att

göra detta kostnadsfritt fram till den 29 februari 2008.<sup>18</sup> Högst 1 000 euro kunde växlas in för varje part/transaktion under en och samma dag.

### **INFORMATIONSKAMPANJEN I SAMBAND MED INFÖRANDET AV EURON**

ECB utformade och genomförde, i samarbete med Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta, omfattande informationskampanjer inför införandet av euron i Cypern och Malta den 1 januari 2008. Syftet med informationskampanjerna var att informera allmänheten om eurosedlarnas och euromyntens utseende och säkerhetsdetaljer samt om förfarandena i samband med utbytet. Särskild uppmärksamhet ägnades personer som yrkesmässigt hanterar kontanter och synskadade, som erbjöds särskilda utbildningstillfällen och särskilt utformat material.

Logotypen ”€ Our money”, som baseras på den logotyp som användes för informationskampanjen vid införandet av eurosedlar och euromynt 2002, förekom i alla gemensamma informationsaktiviteter som rörde kontantutbytet i Cypern och Malta.

De gemensamma informationskampanjerna om euron omfattade forskningsaktiviteter, publikationer, ett press- och PR-program, ett partnerskapsprogram samt särskilda webbsidor. Till följd av den kvalitativa research som genomfördes i hela EU 2006 hade informationen om eurosedlar och euromynt en stark mänsklig dimension. Bilder av cypriotiska och maltesiska medborgare som hanterar kontanter i olika situationer användes i informationsmaterialet för att göra euron angelägnare för människor. Kampanjerna tog även hänsyn till lärdomarna av informationskampanjen i Slovenien, där kampanjens utformning fick bra betyg i en undersökning som genomfördes i februari 2007.

Nästan 1,8 miljoner publikationer på grekiska, maltesiska, engelska och turkiska producerades av ECB och distribuerades av Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta. Alla hushåll i Cypern och Malta fick en av de 560 000

informationsbroschyrerna som riktade sig till allmänheten. Tillsammans med dessa broschyrer fick hushållen i Cypern även en euroomräknare och två eurosedelkort, medan hushållen i Malta fick två euroomräkningskort. Kortet kan förvaras i plånboken och visar två bilder som blir synliga när kortet lutas. I Malta visade kortet en omräkningstabell för standardbelopp i euro och maltesiska lira och på andra sidan en 20-eurosedel och dess säkerhetsdetaljer. I Cypern visades både 20- och 50-eurosedlar och deras säkerhetsdetaljer.

Särskild uppmärksamhet ägnades synskadade medborgare. €-talkorten – en innovativ produkt baserad på samma princip som födelsedagskort som spelar en melodi – innehöll ett elektroniskt chip med ett förinspelat 3-minutersmeddelande som beskriver eurons viktigaste detaljer och lokala övergångsbestämmelser.

Flera PR- och pressevenemang ledde till en omfattande mediebevakning: euroflaggor på Central Bank of Cyprus och Central Bank of Maltas byggnader, en eurokonferens i Malta för att främja en dialog om eurons ekonomiska och praktiska aspekter, en föreläsning för akademiker i Cypern och eurofirande den 12 och 18 januari 2008 i Malta respektive Cypern. För att ge information om ECB:s/Eurosystemets organisation, ansvarsområden och verksamhet arrangerades ett tvådagarsseminarium för cypriotiska och maltesiska journalister i Frankfurt i september 2007.

<sup>18</sup> Enligt artikel 52 i ECBS-stadgan ska ECB-rådet vidta nödvändiga åtgärder för att se till att sedlar i valutor som är oåterkalleligen låsta till euron kan växlas in hos euroområdets nationella centralbanker till parivärde. Detta föranledde ECB-rådet att anta en riktlinje om inväxling av sådana sedlar den 24 juli 2006.



# FINANSIELL STABILITET OCH INTEGRATION

## I FINANSIELL STABILITET

Eurosystemet medverkar till att behöriga myndigheter kan utöva tillsyn över kreditinstitut och övervaka det finansiella systemets stabilitet. Det ger dessutom myndigheterna och Europeiska kommissionen råd om gemenskapslagstiftningens räckvidd och tillämpning inom dessa områden.

### 1.1 ÖVERVAKNING AV DEN FINANSIELLA STABILITETEN

ECB ska i samarbete med ECBS:s banktillsynskommitté skydda stabiliteten i euroområdet finansiella system.<sup>1</sup> Det sker bl.a. genom att man övervakar risker för den finansiella stabiliteten och bedömer det finansiella systemets förmåga att stå emot chocker. Bankerna står i fokus eftersom det i första hand fortfarande är de som förmedlar medel och därför utgör den största potentiella kanalen för riskspridning i det finansiella systemet. Finansmarknaders och andra finansinstituts växande betydelse och deras kopplingar till bankerna innebär emellertid att ECBS även måste övervaka sårbarheter i dessa komponenter av det finansiella systemet.

#### KONJUNKTURUTVECKLING

Under 2007 gav oron på de internationella finansmarknaderna upphov till en rad frågor rörande den finansiella stabiliteten i euroområdet. Större händelser, deras dynamik och de lärdomar som kan dras behandlas i ett annat avsnitt i denna rapport (se avsnitt 2 i kapitel 1) och i flera relevanta ECB-publikationer, framför allt ECB:s Financial Stability Review. Trots oron var det finansiella systemet i euroområdet stabilt och motståndskraftigt 2007. Dess förmåga att stå emot chocker utsattes emellertid för svåra prövningar under en längre period under årets andra hälft. Det makroekonomiska läget fortsatte att på det hela taget stödja det finansiella systemets stabilitet under hela året, men i juli och augusti skedde en plötslig vändning i de gynnsamma villkoren på finansmarknaderna. Denna episod av marknadsturbulens utlöstes av en kraftig ökning av betalningsförsummelserna på amerikanska subprimelån och ledde till

en ändrad prissättning av kreditrisk på flera marknader och så småningom till störningar på viktiga lånemarknader.

Innan marknadsoron bröt ut hade euroområdets finansiella system en stark ställning eftersom bankerna i flera år haft en stark lönsamhet och även hade det första halvåret 2007. Det fanns därför en betydande buffert för att klara av störningarna. Ökningen av stora bankers lönsamhet under första halvåret 2007 berodde främst på en betydande ökning av andra intäkter än ränteintäkter, medan ränteintäkterna fortsatte att pressas i ett läge där avkastningskurvan var flack trots en stark, om än avtagande, tillväxt i utlåningen till den privata sektorn. De stora bankernas lönsamhet gynnades också av att kostnaderna för låneavskrivningar var fortsatt låga. Under årets andra hälft påverkades lönsamheten emellertid negativt av den ändrade prissättningen av kreditrisk och sämre förutsättningar för refinansiering på marknaden. Denna negativa inverkan berodde delvis på värdeförändringar i subprimelån och strukturerade kreditprodukter, samt på utnyttjade lånelöften. Oron på kreditmarknaderna påverkade framför allt bankernas andra intäktskällor än räntor, men även banker som är beroende av upplåning på den institutionella marknaden hade svårt att öka sina ränteintäkter.

Medan en fortsatt stark lönsamhet första hälften 2007 spädde på bankernas kapital sjönk kapitaltäckningsgraden något när riskviktade tillgångar ökade snabbare än bankernas kapitalbas. Trots detta låg kapitaltäckningsgraden fortfarande klart över de lagstadgade minimikraven under första halvåret 2007. Trots den negativa lönsamhetsutvecklingen andra halvåret påverkade de direkta effekterna av oron på finansmarknaderna förmodligen inte kapitaltäckningsgraden i stora banker i euroområdet i någon större utsträckning

<sup>1</sup> ECB har sedan slutet av 2004 två gånger om året publicerat en rapport om det finansiella systemets stabilitet i euroområdet kallad "Financial Stability Review". År 2007 publicerades även de sjätte utgåvorna av rapporterna "EU banking sector stability" och "EU banking structures". I dessa publikationer presenteras de viktigaste resultaten av banktillsynskommitténs regelbundna övervakning av banksektorns struktur och stabilitet. De finns tillgängliga på ECB:s webbplats.

under 2007, vilket visar att dessa banker hade en tillräcklig förmåga att stå emot chocker.

Förutom de eventuella konsekvenserna av turbulensen på kreditmarknaderna är de framtida riskerna för euroområdet banksystem huvudsakligen knutna till en eventuell negativ utveckling av kreditykeln, vilket skulle få negativa följder för bankernas tillgångskvalitet och kostnader för låneavskrivningar. En oordnad korrigering av de globala obalanserna kvarstår dessutom som en risk på medellång sikt för den globala finansiella stabiliteten.

De finansiella villkoren inom euroområdet försäkringssektor fortsatte att förbättras första halvåret 2007, vilket befäste de förbättringar som har skett sedan 2004. Sektorns starka ställning främjades av ytterligare premietillväxt, samt av kostnadsbegränsningar och en måttlig förlustutveckling. En ökad kapitalavkastning tack vare den gynnsamma aktiemarknadsutvecklingen första halvåret 2007 bidrog också till bättre lönsamhet. En del risker kvarstår emellertid inom försäkringssektorn och kan till och med ha tilltagit. Finansmarknadsrisker fortsätter att vara några av de största riskerna för försäkringsföretag. Även om försäkringsföretagen i euroområdet tycks ha en begränsad exponering mot subprimelån och strukturerade kreditprodukter kan det finnas anledning till viss oro över följderna av ett besvärligt läge på kreditmarknaden. Andra risker kan uppstå till följd av hårdare konkurrens inom försäkringsbranschen, särskilt när det gäller andra försäkringar än livförsäkringar, som kan pressa ned premietillväxten.

Den globala hedgefondbranschen fortsatte att växa under 2007 som helhet, men dess nettoinflöde hade en mycket varierande utveckling under året. Under första halvåret var nettoinflödet mycket starkt, trots en kortvarig period av turbulens på finansmarknaderna i slutet av februari och början av mars. Under årets andra hälft påverkades emellertid investeringsflödena till hedgefondsektorn negativt av oron på kreditmarknaderna och omfattande förluster i augusti som fick



konsekvenser för alla investeringsstrategier som hedgefonder följer. I slutet av tredje kvartalet 2007 hade hedgefondsektorn som helhet emellertid fortfarande en positiv 12-månadersavkastning.

#### **STRUKTURELL UTVECKLING**

Den strukturella utvecklingen inom banksektorn, som normalt äger rum över långa tidsperioder, kan få betydande konsekvenser för det finansiella systemets stabilitet. Under 2007 fortsatte de viktigaste långsiktiga trenderna när det gäller konsolidering och bankförmedling. Det fanns fortfarande stora skillnader mellan bankmarknadernas struktur i de olika EU-medlemsstaterna.

Konsolideringsprocessen, som märks i att antalet kreditinstitut sjunker, fortsatte men i långsammare takt. I slutet av 2006 var antalet kreditinstitut i EU25 2 % lägre än 2005. Samtidigt fortsatte bankförmedlingen, mätt genom bankernas totala tillgångar, att överträffa den nominella BNP-tillväxten. Kombinationen av färre kreditinstitut och ökade banktillgångar tyder på att större institut spelar en allt viktigare roll.

Att antalet kreditinstitut minskade berodde i hög grad på den mestadels inhemska fusions-



och förvärvsaktiviteten inom EU:s banksektor. Samtidigt fortsatte den nedgång i antalet fusioner och förvärv som har observerats sedan 2000. Gränsöverskridande affärer mellan kreditinstitut inom EU och kreditinstitut utanför EU utgör ett undantag från denna trend, eftersom de har ökat, särskilt de senaste två åren. Värdet av fusioner och förvärv steg emellertid 2007, främst till följd av stora nationella affärer i vissa medlemsstater. Köpet av ABN Amro av ett konsortium bestående av Royal Bank of Scotland, Santander och Fortis gjorde att de gränsöverskridande affärerna i EU hamnade på en helt ny nivå. Det är alltså relativt få, men stora, affärer som har dominerat varje år sedan 2004.

När det gäller privatbankverksamhetens distributionskanaler har det på senare tid hänt en del. Filiationen förändras i fråga om läge och tjänsteutbud för att bli mer kostnadseffektiva och integrerade i de nya distributionskanaler som används av kreditinstituten. Det sker dessutom en snabb utveckling av elektroniska kanaler, inte bara för information och transaktionstjänster, utan även för reklam och försäljning av bankprodukter. För att hantera den hårda konkurrensen när det gäller konsumentkrediter ökar bankerna också sitt samarbete med tredje part, t.ex. detaljhandeln, finansbolag, finansmäklare och finanskoncerner. Denna utveckling, och framför allt den ökande användningen av elektroniska kanaler, kan medföra olika typer av risker, bl.a. operativa risker, anseenderelaterade risker, likviditetsrisker, rättsliga risker och strategiska risker. Hittills har det emellertid inte hänt något som ger anledning till någon större oro, eftersom de flesta banker fortfarande använder de elektroniska kanalerna i begränsad utsträckning.

## 1.2 ARRANGEMANG FÖR FINANSIELL STABILITET

När det gäller arrangemangen för finansiell stabilitet var uppföljningen av slutsatserna av den finanskrissimulering som utfördes i hela EU i april 2006 den viktigaste händelsen under 2007.<sup>2</sup> Ekonomiska och finansiella kommitténs särskilda arbetsgrupp för EU:s arrangemang för finansiell stabilitet, som fick i uppdrag att

behandla några av de viktigaste frågorna som uppstod efter simuleringen och i vilken ECB ingick, överlämnade sin slutrapport i september 2007 med ett antal rekommendationer som senare godkändes av Ekonomiska och finansiella kommittén. Under alla diskussioner betonade ECB att uppmärksamheten främst borde inriktas på att förebygga finansiella kriser, men att man inte fick bortse från viktiga frågor som gäller krishantering och krislösning. Som en del av detta arbete utarbetade Banktillsynskommittén i samarbete med Kommittén för europeiska banktillsynsmyndigheter (CEBS) en gemensam analysram för att bedöma vilka följder en finansiell kris skulle få för det finansiella systemet. Syftet var att skapa ett gemensamt språk för diskussioner mellan myndigheter i medlemsstater som drabbas av en gränsöverskridande finanskras. Detta kommer att göra det möjligt för nationella myndigheter att på ett effektivare sätt angripa effekterna av en kris på deras nationella finansiella system och reala ekonomi.

Till följd av Ekonomiska och finansiella kommitténs rekommendationer enades Ekofinrådet i oktober 2007 om en strategisk färdplan för att stärka EU:s arrangemang för finansiell stabilitet på både unionsnivå och nationell nivå. Som ett första steg antog rådet en uppsättning gemensamma principer för hantering av gränsöverskridande finanskriser som kommer att ingå i ett samförståndsavtal mellan EU-medlemsstaternas centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansministerier som ska undertecknas våren 2008 som en utvidgning av det samförståndsavtal som undertecknades 2005. Det utvidgade samförståndsavtalet kommer även att innehålla den ovannämnda gemensamma analysramen. Det kommer dessutom att innehålla praktiska riktlinjer för krishantering som avspeglar ett samförstånd kring vilka åtgärder som måste vidtas vid en gränsöverskridande kris. Ekofinrådet uppmuntrade också medlemsstater

2 Simuleringen organiserades av Ekonomiska och finansiella kommittén i syfte att testa samförståndsavtalet om samarbete i finansiella krissituationer mellan tillsynsmyndigheter, centralbanker och finansministerier. För mer information om samförståndsavtalet, se ECB:s årsrapport 2006, ss. 138-139.

som har gemensamma problem som rör den finansiella stabiliteten att utveckla och underteckna "frivilliga särskilda samarbetsavtal" som är förenliga med det utvidgade samförståndsavtalet och utöka sina gränsöverskridande tillsynsarrangemang för krisförebyggande. Europeiska kommissionen uppmanades att i nära samarbete med medlemsstaterna överväga möjliga förbättringar och i nödvändiga fall föreslå lagändringar, särskilt beträffande informationsutbyte, gränsöverskridande överföring av tillgångar, avveckling av bankkoncerner och insättningsgarantisystem. Europeiska kommissionen granskar redan direktiv 2001/24/EG om rekonstruktion och likvidation av kreditinstitut, med beaktande av ECB:s synpunkter, för att lägga fram förslag under 2008 som ytterligare förbättrar EU:s bankkoncerners krislösnings- och krishanteringsarrangemang.

## 2 FINANSIELL REGLERING OCH ÖVERVAKNING

### 2.1 ALLMÄNNA FRÅGOR

En av de viktigaste prioriteringarna på senare år har varit att se till att EU:s regelverk och tillsynsram för finansiella tjänster är effektiva. Lamfalussyramen<sup>3</sup> för finansiell reglering och övervakning, som fastställdes inom värdepapperssektorn 2002 och utvidgades till att även gälla bank- och försäkringssektorerna 2005, utarbetades som en lämplig institutionell ram.

Framstegen mot konvergens och samarbete under Lamfalussyramen har följts noga. En första fullständig granskning av Lamfalussyramen för finansiell reglering och övervakning över finansiella sektorer genomfördes andra halvåret 2007 och kulminerade i Ekofinrådets antagande av slutsatser vid mötet den 4 december 2007. Granskningen underlättades av analyser från olika EU-institutioner och forum, framför allt Europeiska kommissionen, Interinstitutionella övervakningsgruppen, Kommittén för finansiella tjänster och Europaparlamentet. Eurosystemet, som redan från början aktivt stödde Lamfalussyramen och noga har följt dess utveckling inom ramen för sitt uppdrag att bidra till stabilitetstillsynen av kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet, publicerade sitt bidrag den 30 november 2007.

I sitt bidrag konstaterade Eurosystemet att marknadsutvecklingen – särskilt den alltmer integrerade bankverksamheten, den växande rollen för bankkoncerner i EU med betydande gränsöverskridande verksamhet och de alltmer centraliserade affärsfunktionerna – underströk vikten av att öka gränsöverskridande konvergens och samarbete när det gäller banktillsyn. Detta skulle säkerställa en effektiv övervakning av och reaktion på gränsöverskridande finansiella risker, samtidigt som det skulle skapa ett effektivt tillsynsgränssnitt och lika förutsättningar för marknadsdeltagarna. Om dessa mål ska uppnås krävs förbättringar i varje led av lagstiftnings- och tillsynsprocessen.

Eurosystemet anser vidare att CEBS bör få en större roll i EU:s institutionella struktur och att större tonvikt bör läggas på CEBS-

medlemmarnas ansvar för att främja konvergens och samarbete inom EU. Samtidigt måste EU:s policymål formuleras tydligare. När det gäller regelverket anser Eurosystemet att det finns ett behov av större konvergens mellan banklagarna inom EU. Även om den viktigaste prioriteringen i samarbetet mellan tillsynsmyndigheter i hemlandet och värdlandet kommer att vara ett effektivt dagligt genomförande av det utökade regelverk som infördes genom kapitalkravsdirektivet<sup>4</sup>, bör ytterligare förtydliganden övervägas. I detta sammanhang bör samarbetet mellan hem- respektive värdland när det gäller utländska filialer ägnas särskild uppmärksamhet, i synnerhet för att se till att värdlandet är tillräckligt delaktigt när det gäller stora utländska filialer. För att öka konvergensen när det gäller tillsynsarrangemang betonar Eurosystemet vikten av bättre beslutsprocesser för CEBS, i kombination med tillämpning av en ”följ-eller-förklara”-modell, samt av en faktisk informationsskyldighet och kollegial granskning (*peer review*) för tillsynsmyndigheterna. Slutligen har det nyligen införts flera åtgärder för att främja konvergens mellan tillsynsprocesser. De handlar särskilt om konsekvens i den dagliga tillämpningen av CEBS standarder och riktlinjer, ”operativt nätverkande” mellan de tjänstemän som ansvarar för tillsynen av bankkoncerner inom EU, delegering av uppgifter och medling mellan tillsynsansvariga, samt ansträngningar att främja en gemensam tillsynskultur. Eurosystemet anser att det är viktigt att dessa åtgärder verkligen genomförs och vidareutvecklas framöver.

3 Lamfalussyramen består av fyra nivåer. På nivå 1 fastställs lagstiftningens grundläggande principer genom den sedvanliga lagstiftningsprocessen – ett medbeslutandeförfarande där Europaparlamentet och EU-rådet tar ställning till förslag framlagda av Europeiska kommissionen. På nivå 2 antas och ändras genomförandebestämmelser för nivå 1-lagstiftningen enligt ett snabbförfarande. På nivå 3 arbetar nivå 3-kommittéerna för att öka konvergens och samarbete på tillsynsområdet. Nivå 4 omfattar kommissionens åtgärder för att förstärka genomförandet av EU-lagstiftningen. För mer information, se ”Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001, som finns tillgänglig på Europeiska kommissionens webbplats. Se även ECB:s årsrapport för 2003, s. 113.

4 Kapitalkravsdirektivet består av två omarbetade direktiv av den 14 juni 2006: Direktiv 2006/48/EG om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut och direktiv 2006/49/EG om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut.

## 2.2 BANKVERKSAMHET

ECB har tillsammans med Banktillsynskommittén granskat bankernas hantering av likviditetsrisker. En rapport om hanteringen av likviditetsrisker inom gränsöverskridande bankkoncerner inom EU blev färdig första kvartalet 2007 och var ett lägligt bidrag till Europeiska kommissionens lagstiftningsarbete beträffande likviditetsrisker. Rapporten överlämnades också till Baselkommittén för banktillsyn (BCBS) och CEBS som underlag för deras arbete inom detta område.

En kortare version av rapporten publicerades i oktober 2007 som ett specialavsnitt i ECB:s rapport "EU banking structures". Den är inriktad på frågor som rör likviditetsregler, hur gränsöverskridande bankers hantering av likviditetsrisker har utvecklats och på de potentiella konsekvenserna för den finansiella stabiliteten. De viktigaste slutsatserna av rapporten kan sammanfattas på följande sätt. Gränsöverskridande banker anser inte att de många olika likviditetsriskreglerna inom EU innebär några större restriktioner för hanteringen av koncernintern likviditet över gränserna. Bankerna uppgav emellertid att annan lagstiftning som rör arrangemangen i hem- respektive värdland och tak för stora exponeringar kan utgöra potentiella hinder för en effektiv likviditetsriskhantering. Även om gränsöverskridande banker inser värdet av initiativ som tas av centralbankerna för att ta itu med problem som rör internationella likviditetsflöden och gränsöverskridande användning av säkerheter, konstaterar de att vissa stötestenar när det gäller poolning av likviditet och gränsöverskridande användning av säkerheter fortfarande finns kvar. Trots de kvarvarande skillnaderna i likviditetsriskhanteringen hos gränsöverskridande banker bekräftades samtidigt trenden mot centralisering av likviditetshanteringsprinciper och förfaranden, och decentraliseringen av den dagliga likviditetshanteringen. Sofistikerade interna metoder för likviditetsriskhantering används fortfarande inte i någon större utsträckning, men större banker som har utarbetat sådana metoder vill också använda dem för lagstiftningsändamål. Å andra sidan använder mindre banker för

närvarande lagstadgade likviditetskvoter även internt. Kortare tidsfrister för bankernas betalningsskyldigheter, användningen av mer marknadsbaserade och potentiellt mer volatila finansieringskällor och ett växande behov av säkerheter av hög kvalitet konstaterades vara några av de viktigaste händelserna på marknaderna som har påverkat bankernas likviditetsriskhantering.

ECB kommer i samarbete med Banktillsynskommittén att fortsätta sitt arbete inom detta viktiga område. I detta sammanhang kommer Banktillsynskommittén att analysera nuvarande praxis bland EU-bankerna när det gäller stresstester av likviditetsrisknivåer och beredskapsplaner för finansiering.

Arbete pågår också vid ECB när det gäller potentiella procykliska effekter av kapitalkravsdirektivet. Enligt direktivet har Europeiska kommissionen i samarbete med medlemsstaterna och med beaktande av ECB:s synpunkter mandat att regelbundet kontrollera om kapitalkraven har väsentliga effekter på konjunkturcykeln och i så fall föreslå åtgärder för att komma till rätta med denna situation. Banktillsynskommittén och CEBS utarbetar därför gemensamt en analysram för bedömning av eventuella procykliska effekter av de nya kapitalkravsreglerna.

## 2.3 VÄRDEPAPPER

ECB bidrog till EU:s lagstiftningsarbete på värdepappersområdet genom sitt deltagande i Europeiska värdepapperskommittén. ECB deltog också som observatör i expertgruppen för de europeiska värdepappersmarknaderna (ESME), som inrättats av Europeiska kommissionen som ett rådgivande organ för värdepapperssektorn.

Under 2007 inriktade sig myndigheterna generellt på att kontrollera att medlemsstaterna korrekt genomförde både direktivet om marknader för finansiella instrument och öppenhetsdirektivet, samt på att undersöka om det finns behov av fler lagstiftningsåtgärder.

ECB deltog aktivt i diskussionerna i internationella och europeiska forum om eventuella lagstiftningsåtgärder rörande hedgefonder, som får en allt större roll i det finansiella systemet, och de möjliga konsekvenserna för den finansiella stabiliteten. Efter en rapport om högt belånade institut från Financial Stability Forum (FSF) uppnåddes ett internationellt samförstånd kring den nuvarande indirekta lagstiftningsmetoden, som baseras på en noggrann granskning av hedgefonder och deras motparter – huvudsakligen banker – och investerare. Den indirekta metoden och marknadsdeltagarnas ambition att tillämpa bästa praxis har ECB:s fulla stöd. FSF kontrollerar noggrant genomförandet av sina rekommendationer till tillsynsmyndigheter, motparter, investerare och hedgefondbranschen, och har redan lämnat en rapport till G10-ländernas centralbankschefer och finansministrar om de framsteg som hittills har gjorts.

### 3 FINANSIELL INTEGRATION

Den finansiella integrationen i Europa är en viktig fråga för Eurosystemet, eftersom ett väl integrerat finansiellt system främjar en smidig och effektiv transmission av penningpolitiska impulser i euroområdet och även är av betydelse för Eurosystemets uppgift att skydda den finansiella stabiliteten. Finansiell integration bidrar dessutom till effektiva och väl fungerande betalnings- och värdepappersavvecklingsystem. Finansiell integration, som är ett av EU:s prioriterade mål, kan dessutom främja det finansiella systemets utveckling och därmed förbättra tillväxtutsikterna.

Eurosystemet agerar inom fyra olika områden för att främja den finansiella integrationen: i) informerar om och övervakar den finansiella integrationen, ii) uppmuntrar åtgärder av den privata sektorn genom att underlätta gemensamma insatser, iii) ger råd om lagstiftning och regelverk för det finansiella systemet och fastställer själv regler, samt iv) tillhandahåller centralbankstjänster som även främjar finansiell integration. ECB fortsatte att verka inom samtliga fyra områden under 2007.

#### INFORMERAR OM OCH ÖVERVAKAR DEN FINANSIELLA INTEGRATIONEN

I mars 2007 publicerade ECB en ny årlig publikation med titeln "Financial integration in Europe". Huvudsyftet med denna rapport är att bidra till att den finansiella integrationen i Europa fortsätter och öka medvetenheten om Eurosystemets roll i integrationsprocessen. Rapporten är indelad i tre kapitel. I det första kapitlet ges ECB:s bedömning av hur långt den finansiella integrationen i euroområdet har kommit. Bedömningen baseras på ett antal kvantitativa indikatorer – ingående beskrivna i en statistikbilaga – som omfattar många viktiga aspekter av det finansiella systemet (t.ex. penning-, obligations-, aktie- och bankmarknader, liksom marknadsinfrastruktur) som publiceras en gång i halvåret på ECB:s webbplats och årligen i denna rapport. Det andra kapitlet innehåller specialartiklar med fördjupade analyser av olika frågor. Ämnen väljs oftast utifrån deras betydelse för EU:s dagordning för finansiell integration och deras

relevans för fullgörandet av ECB:s uppgifter. I det andra kapitlet i den första rapporten behandlades följande ämnen: penningpolitiken och finansiell integration, förstärkning av EU:s regelverk för banker med gränsöverskridande verksamhet, samt det gemensamma eurobetalningsområdet och dess effekter för den finansiella integrationen. Det tredje kapitlet ger slutligen en översikt över Eurosystemets bidrag det senaste kalenderåret till mer integrerade och utvecklade finansmarknader i Europa.

ECB fortsatte under 2007 att delta i det forskarnätverk om kapitalmarknader och finansiell integration i Europa som drivs tillsammans med Center for Financial Studies vid universitetet i Frankfurt am Main. Nätverket fortsatte att med de nationella centralbankernas aktiva deltagande arrangera konferenser med akademiker, marknadsaktörer och politiska beslutsfattare. Den nionde konferensen hölls på Central Bank and Financial Services Authority of Ireland i Dublin den 8–9 oktober 2007 och handlade om tillgångsförvaltning, private equity-företag och internationella kapitalflöden och deras betydelse för finansiell integration och effektivitet. Inom ramen för nätverket delar ECB varje år ut fem Lamfalussy-stipendier till unga forskare. Eftersom finansiell integration förväntas få konsekvenser för det finansiella systemets utveckling och för ekonomisk tillväxt finns det ett nära samband mellan ECB:s arbete med finansiell integration och dess mer övergripande analys av faktorer som bidrar till fungerande finansiella system. Arbetet inom detta område fortsatte under 2007 med målet att fastställa en tankeram för mätning av finansiella systems funktion.

#### UPPMUNTRAR ÅTGÄRDER AV DEN PRIVATA SEKTORN

Den finansiella integrationen i Europa är starkt beroende av att den privata sektorn utnyttjar möjligheterna att bedriva verksamhet över gränserna. Myndigheterna stödjer sådana privata satsningar.

Under 2007 fortsatte Eurosystemet att stödja upprättandet av det gemensamma eurobetalningsområdet (SEPA). Projektgenomförandet nådde sin

viktigaste fas 2007, då förberedelser gjordes inför SEPA:s lansering i januari 2008. Eurosystemet stärkte sin roll som katalysator genom att föra en ständig dialog med banker och andra intressenter och genom att intensifiera samordningen inom Europeiska kommissionen. I juli 2007 slog Eurosystemet fast sin ståndpunkt beträffande alla relevanta frågor i den femte lägesrapporten om SEPA. I rapporten beskrivs situationen och rekommendationerna vad gäller SEPA:s instrument och infrastruktur, Eurosystemets synpunkter på genomförandeåtgärder och migreringen till SEPA, samt regelverket för SEPA och styrningen av relaterade system och regelverk. Eurosystemet hade ett nära samarbete med Europeiska kommissionen, särskilt i samband med antagandet av direktivet om betalningstjänster<sup>5</sup> som godkändes av Europaparlamentet den 24 april 2007 och av EU-rådet den 15 oktober 2007. ECB och kommissionen gjorde ett gemensamt uttalande som välkomnade direktivet som ett avgörande steg mot förverkligandet av SEPA. När det gäller genomförandeprocessen är de nationella centralbankerna direkt involverade i det arbete som utförs av nationella myndigheter med ansvar för migreringen till SEPA. På europeisk nivå skapade ECB en analysram som möjliggör jämförelser mellan nationella genomförandeplaner. Eurosystemet stod som värd för flera forum för att främja en öppen dialog med banker, användare och infrastrukturleverantörer och stödde liknande initiativ av banker och Europeiska kommissionen. Eurosystemet gav alla intressenter information i broschyrer och på ECB:s och de nationella centralbankernas webbplatser, och har även ett länkskafferi för SEPA-relaterad information.

Kortbetalningssystem i Europa måste från och med 2008 uppfylla regelverket för SEPA-kort och SEPA-gireringar inleddes den 28 januari 2008. För att markera denna viktiga milstolpe anordnade ECB, Europeiska kommissionen och Europeiska betalningsrådet ett lanseringsevent för SEPA-intressenter och medier den 28 januari.

ECB har stött STEP-initiativet (Short-Term European Paper) sedan början av 2001. Efter den lyckade lanseringen av STEP-marknaden

i juli 2006 har Eurosystemet fortsatt att bidra till initiativet inom två huvudområden. ECB och nio centralbanker i euroområdet kommer för det första att fram till juni 2008 ge tekniskt bistånd till STEP-sekretariatet med STEP-märkningen. Det yttersta ansvaret för att bevilja och återkalla STEP-märket ligger emellertid hos STEP-sekretariatet. ECB kommer för det andra att regelbundet publicera statistik om avkastningar och volymer på STEP-marknaden på sin webbplats. STEP-statistiken förväntas spela en viktig roll för att främja integrationen av denna marknad genom att göra den mer transparent. Sedan september 2006 har ECB publicerat STEP-statistik över månatliga utestående belopp, och sedan april 2007 över dagliga avkastningar från utvalda uppgiftslämnare. Enligt planerna ska daglig statistik publiceras från alla uppgiftslämnare från och med 2008.

#### **GER RÅD OM LAGSTIFTNING OCH REGELVERK FÖR DET FINANSIELLA SYSTEMET OCH FASTSTÄLLER SJÄLV REGLER**

Eurosystemet bidrar regelbundet till utformningen av EU:s lagstiftning och regelverk genom att ge råd om viktiga utvecklingstendenser och initiativ som är på gång.

Aktiviteterna när det gäller EU:s regelverk för finansiell övervakning var under 2007 inriktat på den brett baserade granskning av Lamfalussyramen som Eurosystemet bidrog till (se avsnitt 2 i detta kapitel). I sin rådgivande roll i enlighet med artikel 105.4 i fördraget avger ECB dessutom regelbundet yttranden över kommissionsförslag till Nivå 2-lagstiftning (se även avsnitt 2).

ECB fortsatte arbetet med integrationen av de europeiska bolånemarknaderna efter Eurosystemets bidrag i slutet av 2005 till Europeiska kommissionens grönbok om denna fråga. ECB följer av flera skäl den fortsatta integrationen och utvecklingen av bolånemark-

<sup>5</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2007/64/EG av den 13 november 2007 om betalningstjänster på den inre marknaden och om ändring av direktiven 97/7/EG, 2002/65/EG, 2005/60/EG och 2006/48/EG samt upphävande av rådets direktiv 97/5/EG (EUT L 319, 5.12.2007, s. 1).



naderna mycket noga. Bolånemarknader är relevanta för den penningpolitiska transmissionsmekanismen i euroområdet och kan ha stor betydelse för den finansiella stabiliteten. Dessutom spelar bolåneobligationer en roll i genomförandet av penningpolitiken genom Eurosystemets regelverk för godtagbara säkerheter. Efter samrådet om grönboken publicerade Europeiska kommissionen den 18 december 2007 en vitbok. ECB bidrar till arbetet på detta område genom sitt deltagande i kommissionens olika expertgrupper och i European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG). Den 7 maj 2007 publicerade EFMLG en rapport om rättsliga hinder för gränsöverskridande värdepapperisering inom EU.<sup>6</sup>

ECB lämnade synpunkter på frågor som rör integrationen av system för värdepappersavveckling och betalningar. ECB var i synnerhet starkt involverat i arbetet med en uppförandekod för clearing och avveckling. Syftet med koden är att göra det möjligt för användarna att fritt välja tjänsteleverantör i varje skede av transaktionskedjan. För att uppnå detta innehåller koden åtaganden på tre områden: pristransparens, tillgänglighet och driftskompatibilitet, samt uppdelning av tjänster och särredovisning. Eftersom koden är ett redskap för självreglering har det inrättats en sträng övervakningsmekanism för att se till att alla åtgärder genomförs korrekt och i tid. Mekanismen består i princip av utomstående revisorer och en särskild övervakningsgrupp som består av Europeiska kommissionen, Europeiska

värdepapperstillsynskommittén (CESR) och ECB. Eftersom syftet med koden är att skapa valfrihet måste den kompletteras med ett fullständigt undanröjande av de s.k. Giovanninihindren för effektiv clearing och avveckling (döpta efter den grupp som identifierade dem 2001), som är en följd av skillnader i tekniska standarder och affärssed, osäkerhet kring rättsläget och skillnader i skatteförfaranden. Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group (CESAME) har hand om undanröjandet av den första omgången hinder. Skattehindren hanteras av Fiscal Compliance Expert Group (FISCO), medan Legal Certainty Group arbetar med de rättsliga hindren. ECB fortsatte att delta i CESAME och Legal Certainty Group. ECB fortsatte slutligen att bidra till flera insatser som görs på detta område på internationell nivå (av t.ex. Unidroit) för att se till att EU:s initiativ på området clearing och avveckling av värdepapper både kompletterar och är förenligt med de strategier som utformas av internationella organ.

Enligt artikel 65.1 i direktivet om marknaden för finansiella instrument måste Europeiska kommissionen överlämna en granskning till Europaparlamentet och EU-rådet om en eventuell förlängning av direktivets övergångsbestämmelser för andra finansiella instrument än aktier, i synnerhet obligationer. Marknadsdeltagare och tillsynsmyndigheter har fört omfattande diskussioner om följderna

<sup>6</sup> Tillgänglig på [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org).



av ökad insyn i handeln med andra finansiella instrumentänaktier, särskilt företagsobligationer. ECB anser att det inte finns några säkra bevis för att den begränsade insynen efter handel på obligationsmarknaden i nuläget orsakar något marknadsmisslyckande. Samtidigt finns det heller inga bevis för att denna begränsade insyn leder till en effektivt fungerande marknad. ECB föreslog vid kommissionens offentliga utfrågning den 11 september 2007 och vid ESME-gruppens möten under 2007 att denna brist på erfarenhet i Europa bör hanteras genom ett marknadslett kontrollerat experiment på både privat- och institutionsmarknaden för att bedöma effekten av ett gradvist införande på marknaderna av insyn efter handel för vissa obligationer.

#### **TILLHANDAHÅLLER CENTRALBANKSTJÄNSTER SOM FRÄMJAR FINANSIELL INTEGRATION**

Den lyckade lanseringen av Target2 den 19 november 2007 gav den finansiella integrationen i Europa en skjuts framåt. Genom Target2 införs en enda teknisk infrastruktur vilket skapar en harmoniserad tjänstenivå och lika förutsättningar för banker i hela Europa. Det finns också en gemensam prisstruktur för både nationella och gränsöverskridande transaktioner. Target2 erbjuder också en harmoniserad uppsättning tjänster för kontant avveckling i centralbankspengar för alla anslutna system. De nya funktionerna i Target2 gör det möjligt för banker med multinationell verksamhet att konsolidera sina interna processer, t.ex. finansförvaltning och administration, och att integrera sin förvaltning av likviditet i euro ytterligare. Targetanvändare har dessutom tillgång till omfattande information och likviditetskontrollåtgärder på nätet (se avsnitt 2.2 i kapitel 2).

För att dra maximal nytta av Target2-systemet fortsatte Eurosystemet dessutom att i nära samarbete med marknadsdeltagarna utforska möjligheterna att erbjuda en ny tjänst, kallad Target2- Securities, för att skapa en gemensam teknisk infrastruktur för värdepapperscentralers avveckling i centralbankspengar av värdepapperstransaktioner i euro

och avveckla både värdepapper och kontanter via en enda teknisk plattform (se avsnitt 2.3 i kapitel 2).

När det gäller hanteringen av säkerheter kommer slutligen en gemensam plattform (CCBM2) att utvecklas samtidigt i nära samarbete med marknadsdeltagarna (se avsnitt 2.4 i kapitel 2).

## 4 ÖVERVAKNING AV MARKNADENS INFRASTRUKTUR

En av Eurosystemets viktigaste uppgifter är att övervaka betalningssystemen. Genom sin övervakning av inte minst systemviktiga betalningssystem<sup>7</sup> bidrar Eurosystemet till en säker och effektiv finansiell infrastruktur och därmed till effektiva betalningsflöden för varor, tjänster och finansiella tillgångar. Eftersom det finns nära kopplingar mellan betalningssystem och system för clearing och avveckling av värdepapper är även de sistnämnda systemen en viktig angelägenhet för centralbanker i allmänhet och för Eurosystemet i synnerhet. Eurosystemets huvudmål är att minimera systemriskerna.

Det är viktigt att centralbankerna i sin strävan att främja stabila och effektiva betalnings- och värdepappersavvecklingssystem har mycket information om dessa system till sitt förfogande. ECB publicerar därför med några års mellanrum en heltäckande beskrivning av de viktigaste betalnings- och värdepappersavvecklingssystemen i EU:s medlemsstater. Rapporten kallas Blå boken och den fjärde utgåvan publicerades den 14 augusti 2007.

ECB publicerar också årligen statistik över handel, clearing och avveckling av betalningar och värdepapper. Denna statistik har tidigare publicerats i ett tillägg till Blå boken. Från och med publiceringen av 2006 års uppgifter den 16 november 2007 trycks inte längre tillägget till Blå boken, utan hela tidsserien kan i stället laddas ned via ECB:s webbplats från Statistical Data Warehouse på <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

### 4.1 ÖVERVAKNING AV SYSTEMEN OCH INFRASTRUKTUREN FÖR STORA EUROBETALNINGAR

Eurosystemet övervakar betalningssystem och infrastruktur som förmedlar eller avvecklar transaktioner i euro, inklusive Eurosystemets egna system. Eurosystemet tillämpar samma övervakningskrav på sina egna system som på privata betalningssystem, dvs. de grundprinciper för systemviktiga betalningssystem som fastställdes av G10-kommittén för betalnings-

och avvecklingssystem (CPSS) och antogs av ECB-rådet 2001. De kompletterades med de förväntningar beträffande övervakning av driftskontinuitet i systemviktiga betalningssystem som antogs av ECB-rådet 2006.

På grundval av grundprinciperna och förväntningarna beträffande övervakning av driftskontinuitet utarbetade Eurosystemet 2007 en gemensam bedömningsmetod för systemviktiga system och system av stor betydelse. Syftet med den gemensamma metoden är att ge myndigheter som övervakar betalningssystemen tydliga och utförliga riktlinjer så att de kan bedöma systemen och sammanställa övervakningsrapporter. Den ger också dem som utformar och driver betalningssystem ökade kunskaper om vad myndigheter anser vara viktigt ur säkerhets- och effektivitetssynpunkt, skapar ytterligare incitament för operatörerna att fortsätta sina ansträngningar att begränsa diverse risker för systemen och bidrar i slutändan till väl fungerande system. Efter ett offentligt samråd om den gemensamma bedömningsmetoden publicerades de slutliga versionerna av direktiven ("Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important payment systems against the Core Principles"<sup>8</sup>) och handboken ("Guide for the assessment against business continuity oversight expectations for SIPS") den 12 november 2007.

Eurosystemet måste ha den yttersta kontrollen över euron. Eurosystemet kan av allmänpolitiska skäl och med tanke på systemriskerna av princip inte tillåta att betalningsinfrastrukturer för eurotransaktioner som ligger utanför euroområdet utvecklas till stora infrastrukturer för betalningar i euro, framför allt inte om detta skulle äventyra Eurosystemets kontroll över euron. Den 19 juli 2007 publicerade ECB

7 Ett betalningssystem anses vara systemviktigt om en störning i systemet skulle kunna utlösa eller leda till fler störningar bland deltagarna och, ytterst, i hela det finansiella systemet.

8 Ett betalningssystem anses vara av stor betydelse om det spelar en betydelsefull roll i förmedling och avveckling av massbetalningar och om det kan få stora ekonomiska effekter och undergräva allmänhetens förtroende för betalningssystem och valutan generellt om det inte fungerar.

principerna ”Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”. Principerna innebär inte någon ny politisk hållning, utan är en mer utförlig förklaring av den ståndpunkt som Eurosystemet fastställde 1998 i en policyförklaring om system för betalning och avveckling i euro som ligger utanför euroområdet, samt den politik som fastställdes 2001 beträffande konsolidering inom central motpartsclearing. Principerna gäller all befintlig och framtida betalningsinfrastruktur utanför euroområdet som avvecklar transaktioner i euro.

#### TARGET

I enlighet med de gemensamma reglerna och målen för övervakningen när det gäller Targetsystemet utför ECB och de nationella centralbankerna en regelbunden och förändringsinriktad övervakning av nationella RTGS-system som deltar i eller är anslutna till Target, samt av ECB:s betalningsmekanism, EPM. Eftersom Target2 infördes i november 2007 var förändringarna i Targetsystemet mycket begränsade och övervakningen i stället inriktad på sådant som incidentrapportering och uppföljning.

Innan Target2 togs i bruk den 19 november 2007 gjordes en omfattande bedömning som avslutades tredje kvartalet 2007. En rad upptäckter gjordes som rör enskilda grundprinciper. Dessa upptäckter kommer att hanteras i en åtgärdsplan som upprättats av Target2-operatörerna och godkänts av övervakningsmyndigheterna. Vissa aspekter kommer emellertid inte att kunna undersökas närmare förrän Target2 har varit i drift en tid. Enligt Eurosystemets nuvarande riktlinjer ska bedömningen av Target2 publiceras under 2008.

#### EURO I

EURO1 är euroområdets största privatägda betalningssystem för kreditöverföringar i euro och drivs av Euro Banking Associations clearingcentral, EBA CLEARING. Clearingen i EURO1 sker på multilateral nettobasis. EURO1-deltagarnas positioner vid dagens slut avvecklas

till sist i centralbankspengar via Targetsystemet. Eftersom inga större förändringar ägde rum i EURO1 under 2007 var ECB:s övervakning inriktad på att följa upp systemets funktion. ECB konstaterade att det inte fanns några problem under 2007 som hade en negativ inverkan på EURO1-systemets uppfyllande av grundprinciperna.

#### CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM

Continuous Linked Settlement System (CLS) inrättades 2002 för att erbjuda avveckling av valutatransaktioner i flera valutor. CLS avvecklar för närvarande valutatransaktioner i 15 större valutor världen över. Systemet drivs av CLS Bank International (”CLS Bank”) och eliminerar praktiskt taget valutarisken genom att avveckla båda leden i valutatransaktioner samtidigt, dvs. på *payment-versus-payment-basis*, och först när medlen har blivit tillgängliga.

CLS regleras av Federal Reserve System, som också har huvudansvaret för övervakningen eftersom CLS ligger i USA. Federal Reserve System samarbetar med centralbankerna i de länder vars valutor kan användas för avveckling i CLS, däribland ECB. Inom systemet för gemensam övervakning har ECB (i nära samarbete med euroområdets nationella centralbanker) huvudansvaret för övervakningen av avveckling av transaktioner i euro. År 2007 genomförde CLS en självutvärdering på grundval av grundprinciperna.

År 2007 fick CLS Bank tillstånd av Federal Reserve System att utöka sina tjänster till avveckling av betalningsuppdrag i en enda valuta (non-PVP) knutna till NDF (non-deliverable forwards) och ha hand om den centrala avvecklingen för alla betalningsuppdrag knutna till OTC-derivat som beräknats eller matchats av DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse. Eurosystemet samtyckte till att CLS Bank inkluderar avveckling av NDF och OTC-derivat i euro i denna tjänst eftersom systemet fortsätter att uppfylla både grundprinciperna och Eurosystemets policyprinciper om det geografiska läget och driften av infrastrukturer som avvecklar betalningstransaktioner i euro.

Det är mycket viktigt för Eurosystemet att CLS fortsätter att vara säkert och effektivt och att det uppfyller Eurosystemets policyprinciper, eftersom det värdemässigt är det största betalningssystemet som avvecklar transaktioner i euro utanför euroområdet. I december 2007 avvecklade CLS i genomsnitt 381 436 valutatransaktioner per dag motsvarande 2,9 biljoner euro.<sup>9</sup> Med en andel på 20 % av alla transaktioner som avvecklades i CLS har euron fortsatt att vara den viktigaste avvecklingsvalutan efter US-dollar (45 %). Det genomsnittliga dagliga värdet av CLS-transaktioner avvecklade i euro var 564 miljarder euro.

År 2007 publicerade BIS en rådgivande rapport med titeln ”Progress in reducing foreign exchange settlement risk” till vilken Eurosystemet bidrog. I rapporten presenteras resultaten av en enkät bland större deltagare på valutamarknaderna om valutaexponeringars omfattning, varaktighet, koncentration och begränsning som genomfördes 2006 av centralbanker vars valutor avvecklas i CLS. Rapporten visar att enskilda institut, branscher och centralbanker behöver göra mer för att ta itu med de systemomfattande risker för den finansiella stabiliteten som valutaavvecklingsexponering utgör. Slutrapporten kommer att publiceras under 2008.

#### **DRIFTSKONTINUITET**

På ECB:s konferens om driftskontinuitet i marknadsinfrastruktur i september 2006 begärde marknadsdeltagarna att Eurosystemet/ECBS skulle organisera driftskontinuitetsövningar på gränsöverskridande och systemöverskridande nivå. Eurosystemet/ECBS utvecklade därför en ram och en metod för driftskontinuitetsövningar och genomförde de första interna kriskommunikationstesterna 2007. Mer komplicerade driftskontinuitetsövningar planeras under 2008. ECBS har dessutom arbetat med ett förslag till hur EU:s centralbanker kan delge marknadsdeltagarna allmän information om driftskontinuitet och utbyta konfidentiell information med varandra. I detta sammanhang genomförde ECBS flera undersökningar för att samla in information om olika frågor, såsom internationella och nationella standarder och initiativ, samt om

nationella driftskontinuitetsövningar. Icke-konfidentiell information kommer att finnas tillgänglig för allmänheten på en särskild sida om driftskontinuitet på varje centralbanks webbplats. ECB förväntas göra denna sida tillgänglig på sin webbplats under 2008.

#### **SWIFT**

Övervakningen av SWIFT är inriktad på att kontrollera SWIFT-infrastrukturens säkerhet, driftsäkerhet, driftskontinuitet och motståndskraft mot störningar. För att kontrollera om SWIFT uppfyller målen på dessa områden gör övervakarna regelbundna bedömningar av om SWIFT har tillräckliga styrningsarrangemang, strukturer, processer, riskhanteringsförfaranden och kontroller för att effektivt kunna hantera de potentiella riskerna för den finansiella stabiliteten och den finansiella infrastrukturens stabilitet. I samband med den gemensamma övervakningen av SWIFT under 2006 inledde ECB ett samarbete med G10-centralbankerna för att fastställa en uppsättning förväntningar beträffande övervakningen som kan vara lämpliga med hänsyn till SWIFT:s befintliga struktur, processer, kontroller och förfaranden. De fem förväntningarna slogs slutligt fast i juni 2007 och inkluderades i övervakningsgruppens riskbaserade metod. Det handlar om följande förväntningar:

- 1 Identifiering och hantering av risker: SWIFT förväntas identifiera och hantera operativa och finansiella risker som hotar dess kritiska tjänster och se till att dess riskhanteringsprocesser är effektiva.
- 2 Informationssäkerhet: SWIFT förväntas tillämpa lämpliga riktlinjer och förfaranden och avsätta tillräckliga resurser för att säkerställa informationens konfidentialitet och integritet och att dess kritiska tjänster är tillgängliga.
- 3 Tillförlitlighet och motståndskraft: Med tanke på dess roll i det globala finansiella systemet
- 9 Kontantavvecklingen av varje valutaaffär består av två betalningstransaktioner, en i varje valuta. I december 2007 avvecklade CLS således 190 718 transaktioner till ett genomsnittligt dagligt värde av 1,5 biljoner euro.

förväntas SWIFT tillämpa lämpliga riktlinjer och förfaranden och avsätta tillräckliga resurser för att säkerställa att dessa kritiska tjänster är tillgängliga, tillförlitliga och motståndskraftiga och att hanteringen av driftskontinuitet och katastrofplaner främjar ett snabbt återupptagande av dess kritiska tjänster i händelse av avbrott.

- 4 Teknikplanering: SWIFT förväntas ha metoder för att planera den använda teknikens hela livslängd och urvalet av tekniska standarder.
- 5 Kommunikation med användare: SWIFT förväntas vara transparent för användarna och ge dem tillräcklig information för att de ska förstå sina roller och skyldigheter när det gäller hantering av risker i samband med att de använder SWIFT.

SWIFT slutför en självutvärdering på grundval av dessa förväntningar och rapporterar till centralbankerna om sin förmåga att uppfylla övervakningsmyndigheternas förväntningar. De fem förväntningarna utgör en ram inom vilken övervakningsmyndigheterna kan organisera sina aktiviteter och upprätta en riskbaserad övervakningsplan. Förväntningarna och skälen till ramen presenterades ingående i den ”Financial stability review” som publicerades i juni 2007 av Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

## 4.2 MASSBETALNINGSTJÄNSTER

Eurosystemet övervakar också system och instrument för massbetalningar. Under 2007 fortsatte ECB att se till att den första alleuropeiska automatiserade clearingcentralen för massbetalningar i euro, STEP2, som drivs av EBA CLEARING, fungerade utan problem.

I samband med övervakningen av utvecklingen inom massbetalningsindustrin genomförde ECB en jämförande studie tillsammans med Federal Reserve Bank of Kansas City om den roll andra institut än banker spelar när det gäller

massbetalningar i USA och vissa europeiska länder.

## 4.3 KORTBETALNINGSSYSTEM

I enlighet med sin lagstadgade skyldighet att främja väl fungerande betalningssystem i euroområdet har Eurosystemet utvecklat ett regelverk för övervakningen av kortbetalningssystem. Syftet är att bidra till allmänhetens förtroende för kortbetalningar och skapa lika konkurrensvillkor för alla kortbetalningssystem i euroområdet.

Ett offentligt samråd genomfördes på grundval av rapporten ”Draft oversight framework for card payment schemes – requirements”. En reviderad version av denna rapport arbetades därefter fram som tog hänsyn till synpunkter som inkommit under det offentliga samrådet. I rapporten fastställs hur omfattande Eurosystemets övervakning av kortbetalningssystemen kommer att vara och föreslås standarder som skulle bidra till att göra sådana system stabila. Standarderna baseras på en riskanalys genomförd av Eurosystemet. Regelverket kommer att tillämpas på alla kortbetalningssystem som erbjuder tjänster knutna till antingen bank- eller kreditkort.

Den slutliga versionen av Eurosystemets övervakningsstandarder för kortbetalningssystem godkändes av ECB-rådet i januari 2008 och kommer att börja tillämpas under 2008.

## 4.4 CLEARING OCH AVVECKLING AV VÄRDEPAPPER

Väl fungerande system för clearing och avveckling av värdepapper är en mycket viktig fråga för Eurosystemet, eftersom problem inom clearing, avveckling och depåhållning av värdepapper kan äventyra genomförandet av penningpolitiken, betalningssystemens funktion och den finansiella stabiliteten.

I egenskap av användare av systemen för värdepappersavveckling bedömer Eurosystemet

om systemen i euroområdet, och länkarna mellan dem, uppfyller ”Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations” (eller ”Eurosystemets användarkrav”).<sup>10</sup>

För att godkännas för Eurosystemets kredittransaktioner måste länkar uppfylla Eurosystemets nio användarkrav. Eurosystemet bedömer nya länkar eller uppdateringar av existerande länkar mot dessa krav. Tre existerande länkar uppdaterades och godkändes 2007. Vidare bedömdes användningen av fem relälänkar, dvs. när mer än två värdepapperscentraler är inblandade. Inga konkreta risker framkom under bedömningen. ECB-rådet ansåg därför att alla fem relälänkar får delta i hanteringen av säkerheter i samband med Eurosystemets kredittransaktioner.

Inför Cyperns och Maltas inträde i euroområdet den 1 januari 2008 gjorde ECB-rådet en utvärdering av dessa länders system för värdepappersavveckling. Den grundliga analysen visade att båda systemen i stort sett uppfyllde användarkraven och därför får användas för Eurosystemets penningpolitiska operationer och intradagskrediter.

I mars 2007 publicerade CPSS en rapport med titeln ”New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives” till vilken Eurosystemet bidrog. En rad intervjuer med banker gjordes inför rapporten, i vilken följande sex frågor analyseras: risker som uppstår till följd av att dokumenteringen och bekräftelsen av affärer släpar efter, konsekvenserna av användning av säkerheter för att minska kreditrisken, användningen av centrala motparter för att minska motpartsrisken, risker i samband med prime brokerage-aktiviteter, risker till följd av ogiltiga förnyanden av kontrakt och möjligheterna att det uppstår marknadsstörningar när en eller flera motparter har fallerat.

## **UTVECKLING AV STANDARDER FÖR CLEARING OCH AVVECKLING AV VÄRDEPAPPER I EUROPEISKA UNIONEN**

År 2001 godkände ECB-rådet en ram för samarbete om clearing- och avvecklingssystem för värdepapper mellan ECBS och Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR). En ECBS–CESR-arbetsgrupp sammanställde 2004 en rapport om standarder för clearing och avveckling av värdepapper i Europeiska unionen med målet att anpassa CPSS–IOSCO:s rekommendationer för sådana system till EU. Påföljande år fortsatte arbetsgruppen sitt arbete inom detta område för att ta fram en ”bedömningsmetod” som kan ge vägledning om hur standarderna ska tillämpas i praktiken. Under denna period arbetade gruppen parallellt med antagandet av CPSS–IOSCO-rekommendationerna för centrala motparter. Sedan slutet av 2005 har alla framsteg bromsats av flera olösta problem. Europeiska kommissionen var emellertid pådrivande i diskussionerna i Ekofinrådet, Ekonomiska och finansiella kommittén och Kommittén för finansiella tjänster i september 2007. Efter dessa diskussioner konstaterade Ekofinrådet att ”skyddet för investerare och sundheten inom efterhandelssektorn, inklusive riskhanteringsaspekterna, är viktiga frågor som bör diskuteras och att konkreta åtgärder, exempelvis en överenskommelse om standarder eller regleringsåtgärder, bör övervägas som ett komplement till uppförandekoden i fråga om risker och finansiell stabilitet”. Ekofinrådet begärde vidare att Kommittén för finansiella tjänster ”ska fördjupa sitt arbete när det gäller tillämpningsområdet, den rättsliga grunden och innehållet i standarderna med hänsyn till vikten av att garantera lika villkor för alla, och tillsammans med kommissionen under vårvintern 2008 lägga fram förslag för rådet om olika sätt att gå vidare med detta ärende”.<sup>11</sup> ECB har bidragit till detta arbete.

<sup>10</sup> ”Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, januari 1998.

<sup>11</sup> Ekofinrådets slutsatser om clearing och avveckling, 2822:a mötet i rådet (ekonomiska och finansiella frågor), Luxemburg, 9 oktober 2007.



## KAPITEL 5

# EUROPEISKA OCH INTERNATIONELLA FÖRBINDELSER



## I EUROPEISKA FRÅGOR

Under 2007 fortsatte ECB att upprätthålla regelbundna kontakter med EU:s institutioner och organ, särskilt med Europaparlamentet, Ekofinrådet, Eurogruppen och Europeiska kommissionen (se kapitel 6). ECB:s ordförande deltog i Ekofinrådets möten när frågor rörande ECBS:s mål och uppgifter diskuterades, samt i Eurogruppens möten. Eurogruppens ordförande och kommissionären för ekonomiska och monetära frågor deltog i ECB-rådets möten när de fann detta lämpligt.

### I.1 POLICYFRÅGOR

#### STABILITETS- OCH TILLVÄXTPAKTEN

Under 2007 främjade de gynnsamma makroekonomiska förhållandena förbättrade budgetbalanser i de flesta länder, vilket innebar att förfarandet vid alltför stora underskott kunde avbrytas i flera ärenden. Antalet medlemsstater med alltför stora underskott minskade från elva i slutet av 2006 till sex i slutet av 2007. I januari 2007 upphävde Ekofinrådet beslutet om att det föreligger ett alltför stort underskott i Frankrike och i juni 2007 upphävdes besluten mot Tyskland, Grekland och Malta. När det gäller Malta innebar detta att ett stort hinder mot införandet av euron 2008 undanröjdes. I oktober 2007 upphävde Ekofinrådet slutligen beslutet om ett alltför stort underskott i Storbritannien. Efter att ha kommit till rätta med de alltför stora underskotten måste medlemsstaterna nu fortsätta sin strukturella budgetkonsolidering i enlighet med bestämmelserna i stabilitets- och tillväxtpakten för att nå sina medelfristiga mål. Detta kommer också att bidra till att förhindra att referensvärdet på 3 % av BNP överskrids igen till följd av normala konjunktursvängningar i den ekonomiska aktiviteten. Två euroländer (Italien och Portugal) och fyra medlemsstater utanför euroområdet (Tjeckien, Ungern, Polen och Slovakien) omfattades fortfarande av förfaranden om alltför stora underskott i slutet av 2007.

De offentliga finansernas utveckling i Tjeckien var oroande. I juli 2007 antog Ekofinrådet, på rekommendation av Europeiska kommissionen,

ett beslut där det fastställdes att de åtgärder som Tjeckien vidtagit varit otillräckliga för att få ner landets underskott under tröskelvärdet på 3 % senast 2008. I Tjeckiens uppdaterade konvergensprogram, som lades fram i mars, angavs särskilt att tröskelvärdet på 3 % av BNP inte bara skulle överskridas 2008 utan även 2009. I oktober 2007 antog rådet, enligt artikel 104.7 i fördraget, en ny rekommendation till Tjeckien om åtgärder för att nedbringa underskottet under tröskeln på 3 % av BNP senast 2008, med en strukturell förbättring på 0,75 % i budgetsaldot från 2007 till 2008. Enligt Europeiska kommissionens höstprognos 2007 kommer underskottet faktiskt att minska under 3 % av BNP 2008.

Inga ytterligare åtgärder vidtogs med avseende på förfarandena vid alltför stora underskott mot Italien (som, enligt Ekofinrådets rekommendation, skulle ha korrigerat sitt alltför stora underskott senast 2007), Ungern (2009), Polen (2007), Portugal (2008) och Slovakien (2007), eftersom aktuella uppgifter och prognoser generellt sett pekade på framsteg i korrigeringen av de alltför stora underskotten i överensstämmelse med rådets senaste rekommendationer.

I oktober 2007 diskuterade Ekofinrådet effektiviteten i stabilitets- och tillväxtpaktens förebyggande delar, på grundval av de förslag som Europeiska kommissionen lade fram i sitt ”meddelande om de offentliga finanserna i EMU – 2007”. Ministrarna enades om att alla länder som ännu inte nått sitt medelfristiga mål bör öka takten när det gäller att minska underskott och skuldsättning och anslå oväntat höga intäkter till detta mål. De erinrade vidare om betydelsen av regelbaserade fleråriga finanspolitiska ramar på nationell nivå och om lämplig medverkan av nationella parlament. Medlemsstaterna uppmanades dessutom att i stabilitets- och konvergensprogrammet ange hur de medelfristiga budgetmålen ska nås, inbegripet i hur hög grad ytterligare åtgärder krävs för att nå dem. Kommissionen uppmanades att fortsätta sitt arbete med att förbättra verktygen för att utvärdera de underliggande offentliga finanserna.

När det gäller långsiktig finanspolitisk hållbarhet uppmanade Ekofinrådet kommissionen att lägga fram förslag, som kan diskuteras 2008 om hur man i definitionen av de medelfristiga målen ska kunna ta hänsyn till de budgetmässiga konsekvenserna av åldrande befolkningar.

### LISSABONSTRATEGIN

Lissabonstrategin – EU:s vittomfattande program för ekonomisk, social och miljömässig förnyelse – fortsatte att stå i centrum för debatten om den ekonomiska politiken i EU. EU-rådet lämnade de integrerade riktlinjer som antogs 2005 för en treårsperiod oförändrade, samtidigt som det uppmanade till ökad uppmärksamhet på genomförandet av strategin i syfte att uppnå det övergripande målet högre tillväxt och fler arbetstillfällen.<sup>1</sup> Under våren 2007 kompletterade EU-rådet samtidigt dessa riktlinjer med landspecifika rekommendationer till var och en av medlemsstaterna, och med en horisontell riktlinje till euroländerna. Under hösten 2007 lade medlemsstaterna fram sina andra lägesrapporter om sina nationella reformprogram under perioden 2005–2008. I dessa rapporter anges de framsteg som medlemsstaterna hittills har gjort i genomförandet av sina strategier för strukturreformer. I strategierna ingår att säkerställa de offentliga finansernas hållbarhet och kvalitet, att förenkla lagstiftningen för företag, att investera i forskning, utveckling och innovation samt att vidta åtgärder för att öka arbetskraftens deltagande och förbättra flexibiliteten på arbetsmarknaden (se även kapitel 1). Lägesrapporterna om de nationella reformprogrammen bedömdes av Ekofinrådet samt av Europeiska kommissionen, som i december 2007 offentliggjorde en ”strategirapport”. Dessa bedömningar banade vägen för antagandet under 2008 av en ny uppsättning integrerade riktlinjer för politikens nya treårscykel 2008–2010. I gemenskapens Lissabonprogram, som uppdaterades i slutet av 2007, fastställdes samtidigt ett antal nyckelprioriteringar för åtgärder på gemenskapsnivå under perioden 2008–2010, i enlighet med de fyra prioriterade reformområden som Europeiska rådet lade fram vid sitt vårmöte 2006 (kunskap och innovation, företagspotential, arbetsmarknader och energi).

ECB har vid upprepade tillfällen understrukit betydelsen av genomförandet av strukturreformer och välkomnar kommissionens och medlemsstaternas beslutsamhet att genomföra den förnyade Lissabonstrategin på EU-nivå och nationell nivå. Det är särskilt viktigt att euroländerna tillämpar omfattande reformåtgärder, eftersom de har ett delat ansvar för att EMU ska fungera väl.

### 1.2 INSTITUTIONELLA FRÅGOR

#### LISSABONFÖRDRAGET

Den 13 december 2007 undertecknade stats- och regeringscheferna i EU:s medlemsstater Lissabonfördraget om ändring av fördraget om Europeiska unionen och fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen. Det nya fördraget håller nu på att ratificeras av alla 27 medlemsstater. Målet är att fördraget ska träda i kraft den 1 januari 2009, förutsatt att alla medlemsstater då har ratificerat det. Om så inte är fallet kommer Lissabonfördraget att träda i kraft den första dagen efter att den sista medlemsstaten har ratificerat det.

Genom det nya fördraget ändras fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen och fördraget om Europeiska unionen. Dessa två fördrag kommer framöver att utgöra grunden för EU:s verksamhet. I enlighet med det nya fördraget ersätts och efterträds gemenskapen av unionen, som får status som juridisk person. ECB välkomnar denna förenkling av EU:s rättsliga och institutionella rammar.

ECB ansåg det vara särskilt viktigt att prisstabilitet inte bara förblev huvudmålet för ECB och ECBS utan även ett uttalat mål för EU. Detta slås fast i nya fördraget, samt att den ekonomiska och monetära unionen – med euron som sin valuta – är ett EU-mål.

ECB, som för närvarande är ett gemenskapsorgan, blir en unionsinstitution. ECB ansåg att ECB:s

<sup>1</sup> I enlighet med halvårsöversynen av Lissabonstrategin 2005 fastställs de integrerade riktlinjerna för en treårsperiod och uppdateras därefter årligen under den perioden (se ECB:s årsrapport för 2005, s. 137).



Den välkomnar därför ett framgångsrikt slutförande av ratificeringsprocessen.

### KONVERGENSRAPPORTER

På begäran av Cypern och Malta utarbetade ECB och Europeiska kommissionen, i enlighet med artikel 122 i fördraget, var sin konvergensrapport om dessa länders framsteg när det gäller att uppfylla villkoren för anslutning till euroområdet. På grundval av konvergensrapporterna, som publicerades den 16 maj 2007, och på kommissionens förslag, beslutade Ekofinrådet den 10 juli 2007 att Cypern och Malta får införa euron som sin valuta från och med den 1 januari 2008 (se kapitel 3).

och ECBS:s institutionella grunddrag måste bevaras för att banken skulle kunna utföra sina uppgifter väl. Det gör det nya fördraget genom att bekräfta ECBS:s uppgifter och sammansättning och ECB:s och de nationella centralbankernas oberoende, samt ECB:s status som juridisk person, lagstiftningsbefogenheter och finansiella oberoende. Enligt det nya fördraget ska ledamöterna i ECB:s direktion utses av Europeiska rådet, som ska besluta med kvalificerad majoritet, i stället för som nu genom en gemensam överenskommelse mellan medlemsstaternas regeringar på stats- eller regeringsnivå. På ECB:s begäran har beteckningen "Eurosyste" införts i fördragen.

Det nya fördraget innehåller dessutom flera nyheter i fråga om ekonomiska styrformer, bland annat erkännandet av Eurogruppen, som behåller sin nuvarande informella status. Eurogruppens ordförande kommer att väljas på två och ett halvt år. Vidare stärks euroländernas roll. Även om det fortfarande är EU-rådet som på kommissionens förslag kommer att besluta om en medlemsstat får införa euron, kommer euroländerna att lägga fram sin rekommendation innan ett sådant beslut fattas. På liknande sätt kommer beslut om att euroländer underlåtit att vidta åtgärder inom ramen för förfarandet vid ett alltför stort underskott och de allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken enbart att fattas av euroländerna, utan den berörda medlemsstaten. Slutligen tillåter en ny bestämmelse att euroländerna, med kvalificerad majoritet, beslutar om åtgärder för att stärka samordningen och övervakningen av dessa staters budgetdisciplin och för dessa medlemsstater utarbeta riktlinjer för den ekonomiska politiken.

ECB anser att det nya fördraget i stort bekräftar EMU:s befintliga uppbyggnad.

### 1.3 UTVECKLING I OCH FÖRBINDELSER MED EU:S KANDIDATLÄNDER

ECB fortsatte sitt samarbete med centralbankerna i kandidatländerna för att, när de institutionella och ekonomiska villkoren väl är uppfyllda, säkerställa en välfungerande monetär integrationsprocess i EU. Detta samarbete utvecklades parallellt med den övergripande institutionella dialogen mellan EU och dessa länder.

Anslutningsförhandlingar med Kroatien inleddes i oktober 2005. Förhandlingar om de enskilda kapitlen i gemenskapens regelverk inleddes i juni 2006 och fortsatte under 2007. I slutet av året hade förhandlingarna om många av de 35 kapitlen slutförts. ECB fortsatte att stärka sina bilaterala förbindelser med den kroatiska centralbanken. I april 2007 besökte tjänstemän vid ECB Zagreb och i oktober 2007 tog ECB emot den kroatiska centralbankschefen i Frankfurt för den årliga föranslutningsdialogen på hög nivå.

Efter att ha inlett anslutningsförhandlingar med Turkiet i oktober 2005 inledde Europeiska kommissionen förhandlingar om de enskilda kapitlen i gemenskapens regelverk i juni 2006. I december 2006 beslutade Europeiska rådet att inte inleda förhandlingar om 8 av de 35 kapitlen

i EU:s anslutningsprocess till följd av bristen på framsteg i utvidgningen av tullunionen till EU:s medlemsstater. Förhandlingar om fem kapitel – om företagspolitik och industripolitik, statistik, finansiell kontroll, transeuropeiska nät, och konsumentskydd och hälsoskydd – inleddes under 2007. EU:s institutioner fortsätter att granska den turkiska lagstiftningens förenlighet med gemenskapens regelverk och förberedelser görs för att eventuellt inleda de övriga kapitlen. ECB fortsatte sin mångåriga policydialog på hög nivå med Turkiets centralbank. ECB:s ordförande besökte bl.a. Ankara den 1 juni 2007 i samband med firandet av att det gått 75 år sedan den turkiska centralbanken grundades. Diskussionerna var inriktade på den senaste tidens makroekonomiska och finansiella utveckling i Turkiet, den turkiska centralbankens penningpolitik och det ekonomiska och monetära läget i euroområdet. Under 2007 tillhandahölls även teknisk hjälp på begäran av den turkiska centralbanken, t.ex. på områdena för redovisning och betalningssystem.

F.d. jugoslaviska republiken Makedonien beviljades status som kandidatland i december 2005. Europeiska rådet beslutade emellertid att inte inleda förhandlingar förrän ett antal villkor hade uppfyllts, däribland det faktiska genomförandet av det stabiliserings- och associeringsavtal som undertecknats med EU, och inget datum har ännu fastställts för inledandet av förhandlingar. Kommissionen följer noga de framsteg som görs och även om den erkände att steg har tagits i rätt riktning har den påtalat flera områden där landet måste intensifiera sina ansträngningar. Kontakterna på tjänstemannanivå mellan ECB och Makedoniens centralbank intensifierades.

## 2 INTERNATIONELLA FRÅGOR

### 2.1 HUVUDDRAG I UTVECKLINGEN I DET INTERNATIONELLA MONETÄRA OCH FINANSIELLA SYSTEMET

#### ÖVERVAKNING AV DEN MAKROEKONOMISKA POLITIKEN I VÄRLDSEKONOMIN

Till följd av den snabba ekonomiska och finansiella integrationen får det ekonomiska läget i omvärlden allt större betydelse för genomförandet av den ekonomiska politiken i euroområdet. Eurosystemet övervakar och analyserar därför mycket noggrant den makroekonomiska politiken i länder utanför euroområdet. Eurosystemet spelar dessutom en viktig roll i den internationella multilaterala övervakning av den makroekonomiska politiken som främst äger rum vid möten inom sådana internationella organisationer som BIS, IMF och OECD, och vid mötena med finansministrarna och centralbankscheferna i G7- och G20-länderna. I alla relevanta institutioner och forum har ECB antingen fått status som medlem (till exempel G20) eller som observatör (till exempel IMF). ECB analyserar den internationella utvecklingen i syfte att bidra till stabila makroekonomiska omvärldsförhållanden och en sund makroekonomisk politik och finanspolitik.

Under 2007 fortsatte det internationella ekonomiska läget att domineras av stora globala obalanser i bytesbalanserna, även om vissa korrigeringar ägde rum i USA och i oljeexporterande länder.<sup>2</sup> I USA minskade bytesbalansunderskottet något till 5,7 % av BNP, jämfört med 6,2 % 2006, främst till följd av en mer balanserad tillväxt i den globala efterfrågan och en gynnsam växelkursutveckling. Samtidigt avspeglades korrigeringen i USA inte direkt i de asiatiska ekonomiernas bytesbalanser, där överskotten var fortsatt mycket stora och i genomsnitt ökade till omkring 6,1 % av BNP, jämfört med 5,3 % 2006. I synnerhet ökade bytesbalansöverskottet till 11,7 % i Kina och till 4,5 % i Japan. Däremot minskade bytesbalansöverskotten i de oljeexporterande ekonomierna – som också är en viktig faktor för det amerikanska bytesbalansunderskottet – till 11,9 % av BNP, jämfört med 16,1 % 2006. Vissa asiatiska och oljeexporterande ekonomier

fortsatte att bygga upp mycket stora valutareserver. Ökningen var särskilt kraftig i Kina, där nivån på valutareserven ligger en bra bit över 1 000 miljarder US-dollar. Ökningen av valutareserverna i länder med bytesbalansöverskott bidrog till att betydelsen av statsägda fonder, s.k. sovereign wealth funds, ökade på globala finansmarknader.

Eurosystemet fortsatte att vid flera olika tillfällen understryka de risker och den snedvridning som sådana fortsatta obalanser för med sig. Eurosystemet upprepade samtidigt att man till fullo stöder en samarbetsstrategi, där alla påverkade ekonomier genomför den politik som är nödvändig för att säkerställa en ordnad korrigering av globala obalanser. En stegvis och ordnad korrigering av obalanserna skulle stödja och stärka utsikterna för global tillväxt och stabilitet. På den internationella politiska dagordningen står åtgärder för att öka det privata och offentliga sparandet i länder med bytesbalansunderskott, genomförandet av ytterligare strukturreformer i utvecklade länder med relativt låg potentiell tillväxt och behovet av en ökad inhemsk efterfrågan och en förbättrad kapitalallokering i tillväxtekonomier. Eftersom växelkurser bör spegla ekonomiska fundamenta, är ökad flexibilitet i växelkurserna i de större länder och regioner som saknar sådan flexibilitet en fortsatt prioriterad angelägenhet. I Kina är en utveckling mot ökad flexibilitet önskvärd, och med tanke på Kinas växande bytesbalansöverskott och inhemska inflation finns det ett fortsatt behov av att tillåta en accelererad appreciering av dess effektiva växelkurs. Även om utvecklingen och policyåtgärderna totalt sett gick i rätt riktning i flera avseenden under 2007, krävs ytterligare anpassningar för att rejält minska de globala obalanserna.

Förhållandena på de globala kreditmarknaderna försämrades andra halvåret 2007 när en omvärdering av kreditrisker till följd av oron

<sup>2</sup> Uppskattningarna för 2007 i detta avsnitt grundas på prognoserna i IMF:s rapport "World Economic Outlook" från september 2007.

på den amerikanska subprimemarknaden ledde till skyhöga räntor och störningar i likviditetsförhållandena i segment på interbankmarknaden. Även om tillväxtekonomier också påverkades av denna utveckling var effekten i dessa länder inte alls lika omfattande som under tidigare episoder av turbulens på de globala finansmarknaderna. Denna motståndskraft speglar de förbättrade ramarna för finanspolitiken i dessa ekonomier, men beror även på att den finansiella turbulensen hade sitt ursprung i marknader för nya kreativa kreditinstrument som inte är lika spridda i tillväxtekonomier som i utvecklade ekonomier med väl utvecklade finansiella system.

Slutligen var även euroområdet föremål för internationell övervakning. Under 2007 genomförde både IMF och OECD:s kommitté för ekonomiska bedömningar sina regelbundna granskningar av den monetära, finansiella och ekonomiska politiken i euroområdet, vid sidan av sina granskningar av de enskilda euroländerna. IMF:s artikel IV-konsultationer och den granskning som görs av OECD:s kommitté för ekonomiska bedömningar ledde till en givande diskussion mellan dessa internationella organisationer och ECB, Eurogruppens ordförandeskap och Europeiska kommissionen. Efter dessa diskussioner publicerade IMF och OECD individuella rapporter med en bedömning av politiken i euroområdet.<sup>3</sup> Euroområdet deltog också i det första multilaterala samråd som anordnades av IMF och som var inriktat på globala obalanser (se nästa avsnitt för mer information).

## **DEN INTERNATIONELLA FINANSIELLA ARKITEKTUREN**

Ansträngningarna för att reformera IMF i överensstämmelse med dess medelfristiga strategi fortsatte under året. De olika initiativen har gått framåt i olika takt och det mest anmärkningsvärda framsteget var antagandet av ett nytt beslut om bilateral övervakning.<sup>4</sup> Andra viktiga reformområden är IMF:s styrformer (kvoter och inflytande), IMF:s inkomst- och utgiftsramar samt IMF:s roll i tillväxtekonomier. En överenskommelse i dessa frågor eftersträvas genom diskussioner inom både IMF och andra

forum, t.ex. G7 och G20, och ECBS spelar sin roll genom att på lämpligt sätt övervaka och bidra till de diskussioner som förs i dessa frågor.

En av IMF:s senaste framgångar har varit en förbättrad övervakning. I mitten av 2007 antogs ett nytt beslut om bilateral övervakning för att ersätta det befintliga 30-åriga övervakningsbeslutet och för att förbättra tydligheten, öppenheten, opartiskheten och redovisningsskyldigheten. Det nya beslutet syftar till att i högre grad uppmärksamma gränsöverskridande effekter genom att tillämpa extern stabilitet som organisationsprincip för övervakning. Extern stabilitet definieras med hänvisning till växelkursen, där en växelkursanalys blir en nyckelkomponent i övervakningsprocessen. Till följd av den gemensamma valutan i euroområdet ska den externa stabiliteten för euroområdet bedömas på grundval av euroområdet som helhet, samtidigt som den bilaterala övervakningen av länder, som inriktas på enskilda medlemsstaters nationella politik, är fortsatt viktig även i detta sammanhang. Åtgärder vidtas nu för att säkerställa ett effektivt genomförande av det nya beslutet, med hänsyn till de tekniska och begreppsmässiga utmaningarna.

Den första multilaterala samrådsprocessen gick vidare in i övervakningsfasen. Multilaterala samråd är en ny övervakningsstrategi som syftar till att föra samman huvudpartner i en konfidentiell miljö för en uppriktig dialog för att främja lämpliga politiska lösningar på problem av systematisk och regional betydelse. I samband med det första multilaterala samrådet, i vilket Kina, euroområdet, Japan, Saudiarabien och USA deltog, diskuterades globala obalanser. Forumet fungerade som en praktisk plattform för ett utbyte av idéer och åsikter om orsaker till och lösningar på obalanserna. Tyngdpunkten har nu förskjutits från dialog till genomförande,

3 "Euro Area Policies: 2007 Article IV consultation – staff report", IMF, juli 2007, och "Economic survey of the euro area", OECD, januari 2007.

4 Exekutivstyrelsens beslut om bilateral övervakning av medlemsstaters politik av den 15 juni 2007 ersätter 1977 års beslut om övervakning av växelkurspolitiken.

och tjänstemän vid IMF övervakar framstegen och informerar om sina slutsatser i bilaterala och multilaterala rapporter.

Framsteg har även gjorts beträffande andra delar av den medelfristiga strategin. När det gäller reformen av fördelningen av kvoter och inflytande inriktades diskussionerna på en ny formel för kvoterna, en andra omgång av särskilda kvothöjningar för ett större antal länder, och en ökning av basröster. De två huvudsyftena med reformerna är att göra stora framsteg när det gäller att fördela kvoterna för att spegla medlemmars relativa betydelse och roll i världsekonomin och att stärka låginkomstländernas inflytande och deltagande i IMF. En överenskommelse om de huvudsakliga delarna i paketet förväntas senast vid vårmötena 2008. Insatser för att se till att IMF har sunda finanser pågår också. På intäktssidan ligger rekommendationerna i rapporten från Committee of Eminent Persons (ett organ som utsetts för att granska en hållbar långsiktig finansiering av IMF) till grund för särskilda förslag. På utgiftssidan vägleder överväganden om valutafondens kärnmandat och ett noggrant fastställande av prioriteringar förslag till nya utgiftsramar, som syftar till kraftiga budgetminskningar. Slutligen fortsätter även arbetet med valutafondens förbindelser med tillväxtekonomier. Valutafonden förbättrade sitt stöd för identifiering av sårbarheter och skuldförvaltning, och fortsatte att överväga ett eventuellt nytt likviditetsinstrument som en krisförebyggande åtgärd.

Utöver reformen av IMF stod främjandet av krisförebyggande åtgärder och ordnade former för krishantering fortsatt högt upp på dagordningen för den internationella finansgemenskapen. I detta sammanhang gjordes framsteg med avseende på genomförandet av principerna för stabila kapitalflöden och rättvis skuldstrukturering i tillväxtekonomier, som G20 gav sitt stöd till 2004. Syftet med dessa principer, som är marknadsbaserade och frivilliga, är att tillhandahålla riktlinjer för agerandet hos utgivare av statsobligationer och deras privata fordringsägare när det gäller informationsutbyte, dialog och nära samarbete. Ett allt större antal

finansinstitut och låntagarländer har uttalat sitt stöd för principerna och uttryckt särskilt intresse för att påskynda genomförandet av dem. För att vägleda genomförandet och utvecklingen av dessa principer inrättades 2006 en förvaltningsgrupp (Group of Trustees), som består av chefer på hög nivå inom den internationella finanssektorn. Vid sitt senaste möte i Washington, D.C. i oktober 2007 granskade förvaltningsgruppen de framsteg som hade gjorts för att genomföra principerna inom ramen för den internationella finansiella arkitekturen.

Under 2007 togs även ett antal andra initiativ som rör finansmarknaderna. Med den privata sektorn och de ovannämnda principerna som förebild lades en uppförandekod för hedgefonder fram av en arbetsgrupp bestående av ledande Londonbaserade hedgefonder. Koden, som är frivillig, syftar till att förbättra transparensen och riskhanteringen. Dessutom enades G8-länderna om en handlingsplan för att utveckla lokala obligationsmarknader i tillväxtekonomier och utvecklingsländer. I handlingsplanen anges ett antal politiska nyckelfrågor som ska granskas närmare, däribland stärkande av marknadsinfrastrukturer och politiken för offentlig skuldhäntering, breddning och diversifiering av investerarklientelet, utveckling av derivat- och swapmarknader, förbättring av databaser och främjande av regionala initiativ. Målet är att göra lokala obligationsmarknader djupare och effektivare så att de fullt ut kan spela sin roll när det gäller finansförmedling, finansiell stabilitet och hållbar ekonomisk tillväxt. Slutligen uppmanade IMF:s internationella monetära och finansiella kommitté valutafonden att inleda en dialog med förvaltare av statstillgångar och valutareserver, vilket understryker det ökande intresset för betydelsen av statsägda fonder och deras funktion. Den första rundabordskonferensen ägde rum i november 2007.

## 2.2 SAMARBETE MED LÄNDER UTANFÖR EU

Som en del av sin internationella verksamhet fortsatte Eurosystemet att utveckla sina

förbindelser med centralbanker utanför EU, främst genom att organisera seminarier och workshoppar. Dessutom har tekniskt samarbete blivit ett viktigt verktyg för att stödja institutionsuppbyggnad och öka den faktiska efterlevnaden av europeiska och internationella standarder hos institut utanför EU.

I oktober 2007 genomförde Eurosystemet sitt fjärde bilaterala högnivåseminarium med Rysslands centralbank i Moskva. Vid seminariet utbytte deltagarna åsikter om de rådande utmaningarna för penning- och valutapolitiken i Ryssland, samt om den finansiella åtstramningsprocessen och konsekvenserna av denna på den penningpolitiska transmissionsmekanismen i både Ryssland och andra utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier. Efter att ha granskat utmaningarna och utsikterna för EU:s och euroområdet utvidgning, inriktades diskussionerna även på konsekvenserna för Ryssland. Liknande arrangemang kommer att genomföras regelbundet även i fortsättningen, och nästa seminarium kommer att äga rum i Wien våren 2009.

Som en uppföljning av diskussionerna vid högnivåseminariet med Eurosystemet och Ryssland i Dresden i oktober 2006 organiserade Rysslands centralbank en workshop för experter i Tula den 14 juni 2007 där de långsiktiga tillväxtutsikterna för den ryska ekonomin diskuterades. Anställda vid Rysslands centralbank samt andra experter från den ryska regeringen och finanssektorn utbytte åsikter med nationalekonomer inom Eurosystemet om bestämningsfaktorerna för tillväxt av och utsikter för den ryska ekonomin. Vid workshopen gavs presentationer på bland annat följande teman: långsiktiga utmaningar för den ryska ekonomin, oljeprisberoendet och den ekonomiska teorin "Dutch disease" samt "Prognoser för BNP-tillväxt i Ryssland och politikens roll".

Det tekniska samarbetet med Rysslands centralbank fortsätter. I oktober 2007 tog ECB till exempel emot två studiebesök på hög nivå som var inriktade på marknadstransaktioner



och redovisning. Samtidigt har den ryska centralbanken och de nationella centralbankerna i euroområdet haft ett nära samarbete som en uppföljning av det omfattande utbildningsprogrammet på området för banktillsyn som genomfördes 2003–2005. Ett nytt program för samarbete mellan centralbanker, som finansieras av Europeiska centralbanken, kommer enligt planerna att inledas den 1 april 2008 och pågå fram till i december 2010. Ett syfte med programmet är att främja den ryska centralbankens internrevision genom överföring av EU:s kunskap och erfarenheter på området för riskbaserade internrevisioner. Ett annat syfte är att eftersträva ett gradvist genomförande av principerna i Basel II för banktillsyn i Ryssland genom samråd och genom att EU delar med sig av sina erfarenheter av att genomföra EU:s kapitalkravsdirektiv. Oberoende staters samvälde (OSS) stöttades med rådgivning på området för betalningssystem vid ett seminarium som organiserades av Kazakstans centralbank i september 2007.

Det fjärde av Eurosystemets högnivåseminarier med centralbankscheferna i EU:s partnerländer i Medelhavsområdet ägde rum i Valencia den 28 mars 2007, medan det femte kommer att äga rum i Kairo den 26 november 2008. I Valencia inriktades diskussionerna bland annat på finanspolitiken i Medelhavsländerna och handeln mellan euroområdet och Medelhavsområdet. Tjänstemän vid ECB besökte flera centralbanker i Maghreb-länderna, bland annat Algeriets centralbank (februari 2007), Bank Al-Maghrib (november 2007) och Tuniens centralbank (november 2007).

ECB fortsatte att fördjupa sina förbindelser med centralbankerna och monetära organ i



medlemmarna i samarbetsorganisationen Gulf Cooperation Council (GCC).<sup>5</sup> ECB bistod dessutom GCC med råd på områdena för betalningssystem och sedlar. Den 11–12 mars 2008 kommer ECB att, tillsammans med Deutsche Bundesbank, organisera ett högnivåseminarium inom Eurosystemet i Mainz med deltagande av centralbanker och monetära myndigheter från medlemmarna i GCC. Den 25 november 2007 avslutade ECB, tillsammans med fyra nationella centralbanker i euroområdet (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France och Banca d'Italia), ett tvåårigt samarbetsprogram, finansierat av Europeiska kommissionen, med Egyptens centralbank. Genom detta program bistods Egyptens centralbank i genomförandet av en omfattande reformagenda, med inriktning på införandet av en riskbaserad strategi för banktillsyn och på att förbättra bankens tillsynskapacitet. I detta syfte fastställdes sex projekt på områdena för löpande tillsyn, inspektioner och kontroller, tillsyn av den finansiella sektorns stabilitet, rättsliga frågor och fastställande av standarder, utbildning och informationsteknik inom vilka var och en av de fyra nationella centralbankerna tog på sig ett mentorskap och hade ett nära samarbete med en gruppleddare från den egyptiska centralbanken.

ECB och ett antal nationella centralbanker fortsatte att fördjupa sina förbindelser med länderna på västra Balkan. Den 1–2 oktober 2007 organiserade ECB en andra ekonomisk konferens i Frankfurtregionen, och breddade inriktningen till att omfatta alla länder i centrala, östra och sydöstra Europa. Vid konferensen diskuterade högt uppsatta centralbanksexperter från EU:s medlemsstater och länder i sydöstra Europa, samt företrädare för Europeiska kommissionen, internationella organisationer och den akademiska världen, utvalda frågor och viktiga utmaningar för real konvergens i regionen.

Tillsammans med åtta nationella centralbanker i euroområdet (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank och Banka Slovenije) utarbetade och överlämnade ECB en behovsrapport till Bosnien

och Hercegovinas centralbank om de framsteg som måste göras inom utvalda centralbanksområden som en förberedelse inför anslutningen till EU. Rapporten, som avslutade ett uppdrag som inleddes den 1 mars 2007, överlämnades officiellt av Eurosystemet den 12 september 2007. Rapporten innehåller rekommendationer på områden inom vilka Bosnien och Hercegovinas centralbank måste göra framsteg de kommande åren för att införa standarder som är i linje med sådana som har antagits av ECBS. Programmet finansierades av Europeiska kommissionen inom ramen för gemenskapens biståndsprogram för återuppbyggnad, utveckling och stabilisering (Cards) och samordnades av ECB.

<sup>5</sup> Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudiarabien och Förenade Arabemiraten.





## KAPITEL 6

# ANSVARIGHET

## I ANSVARIGHET INFÖR ALLMÄNHETEN OCH EUROPAPARLAMENTET

Under de senaste decennierna har centralbankers oberoende framträtt som ett grundläggande inslag i industrialiserade länders och tillväxtekonomiers penningpolitiska ramar. Beslutet att göra centralbanker oberoende är fast förankrat i ekonomisk teori och empiriska belägg, som visar att oberoende främjar prisstabilitet. Samtidigt är det en grundläggande princip i alla demokratiska samhällen att myndigheterna måste kunna ställas till svars inför allmänheten, från vilka de ytterst erhåller sitt mandat. För en oberoende centralbank kan ansvarighet tolkas som en skyldighet att redogöra för och motivera sina beslut inför medborgarna och deras valda företrädare.

ECB har alltid fullt ut erkänt den grundläggande betydelsen av sin ansvarighet och för därför en regelbunden dialog med EU:s medborgare och Europaparlamentet. ECB går utöver de rapporteringsskyldigheter som föreskrivs i fördraget, till exempel genom att offentliggöra en månadsrapport i stället för en kvartalsrapport. ECB håller dessutom en presskonferens omedelbart efter ECB-rådets första möte varje månad. ECB:s åtagande till principen om ansvarighet framgår dessutom av de otaliga ECB-publikationer som publicerades och det stora antal tal som medlemmar av ECB-rådet höll under 2007, i vilka de redogjorde för ECB:s beslut.

På institutionell nivå spelar Europaparlamentet – i egenskap av det organ som väljs direkt av EU:s medborgare – en avgörande roll när det gäller att ställa ECB till svars. I enlighet med bestämmelserna i fördraget överlämnade ECB:s ordförande årsrapporten för 2006 till Europaparlamentets plenarsammanträde 2007. Dessutom fortsatte ECB:s ordförande att regelbundet rapportera om ECB:s penningpolitik och andra aktiviteter vid de kvartalsvisa utfrågningarna inför utskottet för ekonomi och valutafrågor. Ordföranden bjöds också in till en ytterligare utfrågning inför detta utskott för att redogöra för ECB:s transaktioner på penningmarknaden med anledning av turbulensen på finansmarknaden andra halvåret 2007, och för att diskutera eventuella lärdomar för regelverket för finansiell reglering, övervakning

och stabilitet. Ordföranden framträdde även vid ett gemensamt möte med Europaparlamentet och de nationella parlamenten för att diskutera ekonomisk konvergens i euroområdet.

Även direktionsledamöter bjöds in att framträda inför Europaparlamentet vid ett antal tillfällen. ECB:s vice ordförande presenterade årsrapporten för 2006 för utskottet för ekonomi och valutafrågor. Gertrude Tumpel-Gugerell framträdde inför utskottet vid två tillfällen för att redogöra för den senaste utvecklingen på området för clearing och avveckling av värdepapper och Eurosystemets projekt Target2–Securities.

Precis som tidigare år besökte en delegation bestående av ledamöter från utskottet för ekonomi och valutafrågor ECB för diskussioner med ledamöter av ECB:s direktion. ECB fortsatte dessutom att på frivillig basis besvara skriftliga frågor från ledamöter av Europaparlamentet om frågor som rör ECB:s behörighetsområde.

## 2 NÅGRA AV DE FRÅGOR SOM HAR DISKUTERATS VID MÖTEN MED EUROPAPARLAMENTET

Under de olika åsiktsutbytena mellan Europaparlamentet och ECB diskuterades en lång rad frågor. Nedan redogörs kortfattat för de viktigaste frågorna som Europaparlamentet tog upp under dessa åsiktsutbyten.

### **EU:S REGELVERK FÖR FINANSIELL REGLERING, ÖVERVAKNING OCH STABILITET**

Europaparlamentet och ECB fortsatte att föra en nära dialog om frågor som rör finansiell integration och stabilitet. I sin resolution om politiken på området finansiella tjänster (2005–2010) erkände parlamentet att hedgefonder tillför likviditet och diversifiering på marknaden och skapar en möjlighet att förbättra effektiviteten i företagsförvaltningen, samtidigt som den delar vissa centralbankers och tillsynsorgans oro att de också kan ge upphov till systemrisk. Parlamentet uppmanade därför till ett ökat samarbete mellan tillsynsorgan när det gäller att föra rekommendationerna från forumet för finansiell stabilitet framåt och uppmanade med kraft långivare, investerare och myndigheter att bedöma de potentiella motpartsriskerna som hedgefonder utgör. Europaparlamentet konstaterade vidare den höga marknadskoncentrationen inom sektorn för kreditvärderingsinstitut och rekommenderade ökad insyn i dessa enheters arbetsmetoder. I fråga om finansiell tillsyn var Europaparlamentet oroad över att det finns risk för att den nuvarande tillsynsramen inte kan hålla jämna steg med finansmarknadernas dynamik och betonade att den måste få tillräckliga resurser, samordnas väl och bli juridiskt berättigad för att snabbt och adekvat kunna reagera vid omfattande systemkriser som berör fler än en medlemsstat. Det konstaterades därför att det är nödvändigt att ge de relativt nya nivå 2- och nivå 3-systemen i Lamfalussyramen<sup>1</sup> lite tid att sjunka in och samtidigt titta närmare på om det är önskvärt och genomförbart med tillsyn på gemenskapsnivå, om det skulle behövas i framtiden.

ECB:s ordförande underströk att den omvärdering av riskerna som hade ägt rum andra halvåret 2007 berodde på att vissa av de sårbarheter som tidigare identifierats av ECB och andra centralbanker hade förverkligats. Han såg ett behov av ökad insyn och

förbättrad riskhantering i fråga om komplexa finansiella produkter. ECB:s ordförande medgav att det låga antalet stora internationella kreditvärderingsinstitut är ett verkligt problem för de globala finansmarknadernas funktion. Samtidigt underströk han att investerarna aldrig får ta kreditvärderingsinstitutens bedömningar som ersättning för en egen kreditanalys och grundlig undersökning. I fråga om hedgefonder underströk han den positiva roll de spelade för att förbättra finansmarknadernas effektivitet och likviditet, samtidigt som han medgav att de samtidigt kan utgöra en risk för det finansiella systemets stabilitet. Han förespråkade därför ett snabbt genomförande av rekommendationerna från forumet för finansiell stabilitet och ställde sig bakom förslaget att hedgefondsektorn ska försöka uppnå bästa praxis och att branschledda riktmärken kan vara ett lämpligt verktyg i detta sammanhang. Han konstaterade också att det fanns ett behov av kraftiga förbättringar för att förstå icke-reglerade enheter, t.ex. conduiter och SPV-bolag (special purpose vehicles), och bad om en fortsatt grundlig undersökning av alla icke-reglerade enheter. Slutligen underströk han att Lamfalussyramens potential bör utnyttjas fullt ut innan några långtgående institutionella förändringar övervägs (se kapitel 4).

### **OFFENTLIGA FINANSER**

Budgetpolitik var ett ämne som ofta förekom i diskussionerna mellan Europaparlamentet och ECB. I sin resolution om Europeiska kommissionens meddelande ”De offentliga finanserna i EMU 2006” ställde sig Europaparlamentet bakom en strikt tillämpning av stabilitets- och tillväxtpakten och uppmuntrade

<sup>1</sup> Lamfalussymetoden består av fyra nivåer. På nivå 1 fastställs lagstiftningens grundläggande principer genom den sedvanliga lagstiftningsprocessen – ett medbeslutandeförfarande där Europaparlamentet och EU-rådet tar ställning till förslag framlagda av Europeiska kommissionen. På nivå 2 antas och ändras genomförandebestämmelser för nivå 1-lagstiftningen enligt ett snabbförfarande. På nivå 3 arbetar nivå 3-kommittéerna för att öka konvergensen och samarbete på tillsynsområdet. Nivå 4 omfattar kommissionens åtgärder för att förstärka genomförandet av EU-lagstiftningen. För mer information, se ”Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets”, 15 februari 2001, som finns tillgänglig på Europeiska kommissionens webbplats. Se även ECB:s årsrapport för 2003, s. 113.



medlemsstaterna att göra nya ansträngningar att utnyttja den rådande ekonomiska uppgången för att förbereda sina offentliga finanser för framtida utmaningar, främst en åldrande befolkning. I sin resolution om kommissionens årsrapport om euroområdet välkomnade Europaparlamentet därför de riktlinjer för finanspolitiken som Eurogruppen antog i april 2007, i vilka gruppen påminde om åtagandet att aktivt konsolidera de offentliga finanserna i goda tider och använda oväntade extra intäkter till att minska underskott och skulder.

ECB:s ordförande underströk att ekonomiskt goda tider bör användas för att snabbt ta itu med resterande budgetobalanser i euroländerna, och för att skynda på uppnåendet av de medelfristiga målen. Han uppmanade därför alla euroländer att infria Eurogruppens åtagande att uppnå sina medelfristiga budgetmål så snart som möjligt och senast 2010 (se avsnitt 1.1 i kapitel 5).

#### **BETALNINGSSYSTEM OCH SYSTEM FÖR AVVECKLING AV VÄRDEPAPPER**

ECB fortsatte att informera Europaparlamentet om pågående aktiviteter när det gäller betalningssystem och system för clearing och avveckling av värdepapper. Gertrude Tumpel-Gugerell framträdde inför utskottet för ekonomi och valutafrågor vid två tillfällen för att redogöra för de framsteg som hade gjorts i införandet av en Eurosystem-infrastruktur för att tillhandahålla tjänster för avveckling av värdepapper i centralbankspengar, kallat

Target2-Securities. ECB välkomnade dessutom Europaparlamentets och rådets antagande av direktivet om betaltjänster 2007, eftersom det tillhandahåller den rättsliga grunden för att skapa ett gemensamt eurobetalningsområde (SEPA) (se avsnitt 3 i kapitel 4).

I sin resolution på eget initiativ om ECB:s årsrapport för 2006 uttryckte Europaparlamentet sitt helhjärtade stöd för ECB:s insatser för att främja den finansiella integrationen i euroområdet genom att fungera som en katalysator för initiativ inom den privata sektorn, som till exempel SEPA. Europaparlamentet ansåg vidare att projektet Target2-Securities kan främja integrationen och öka effektiviteten och säkerheten hos infrastrukturen för clearing och avveckling av värdepapper. Samtidigt ansåg parlamentet att det är mycket viktigt att införa en lämplig styrning. I sin resolution om politiken på området finansiella tjänster (2005–2010) uppmanade Europaparlamentet till framsteg med att undanröja de hinder som konstaterades i Giovanninigruppens rapport om gränsöverskridande arrangemang för clearing och avveckling (se avsnitt 2 i kapitel 2).







**KAPITEL 7**

**EXTERN  
KOMMUNIKATION**

## I KOMMUNIKATIONSPOLICY

Målet för ECB:s kommunikation är att öka allmänhetens förståelse för ECB:s beslut. Den är en integrerad del av ECB:s penningpolitik och andra uppgifter. ECB:s kommunikationsaktiviteter grundas på två viktiga hänsyn – öppenhet och transparens – som bidrar till att göra ECB:s penningpolitik effektiv och trovärdig. De bidrar också till ECB:s strävan att fullt ut redogöra för sin verksamhet, vilket beskrivs mer ingående i kapitel 6.

Principerna om regelbundna och utförliga förklaringar i realtid av penningpolitiska bedömningar och beslut infördes 1999 och innebär en öppenhet och transparens som är unik när det gäller centralbankers kommunikation. ECB:s penningpolitiska beslut förklaras vid en presskonferens som hålls omedelbart efter det att ECB-rådet har fattat dem. Vid presskonferenserna håller ordföranden ett detaljerat inledningsanförande för att förklara ECB-rådets beslut. Omedelbart därefter står ordföranden och vice ordföranden till mediernas förfogande för att besvara frågor. Sedan december 2004 publiceras varje månad andra beslut än räntebeslut som har fattats av ECB-rådet på Eurosystemets centralbankers webbplatser.

Både ECB:s rättsakter och Eurosystemets konsoliderade balansräkningar publiceras på alla officiella EU-språk.<sup>1</sup> ECB:s årsrapport och kvartalsutgåvan av månadsrapporten publiceras också i sin helhet på alla officiella EU-språk.<sup>2</sup> Konvergensrapporten är tillgänglig på alla officiella EU-språk, antingen i sin helhet eller i form av en sammanfattning.<sup>3</sup> När det gäller redovisningsskyldighet och öppenhet inför allmänheten publicerar ECB även andra dokument utöver de lagstadgade publikationerna på några eller alla officiella språk, framför allt pressmeddelanden om penningpolitiska beslut, makroekonomiska framtidsbedömningar<sup>4</sup>, policymässiga ställningstaganden och informationsmaterial av betydelse för allmänheten. Förberedelserna, publiceringen och distributionen av de nationella språkversionerna av ECB:s viktigaste publikationer sker i nära samarbete med de nationella centralbankerna.

1 Med undantag för iriska, som omfattas av EU-undantag.

2 Med undantag för iriska (genom EU-undantag) och maltesiska (genom överenskommelse med Maltas centralbank, efter upphävandet av det tillfälliga EU-undantaget i maj 2007).

3 Se fotnot 2.

4 Framtidsbedömningar av ECB:s experter sedan september 2004 och framtidsbedömningar av Eurosystemets experter sedan december 2000.

## 2 KOMMUNIKATIONS- AKTIVITETER

ECB måste kommunicera med olika målgrupper, t.ex. finanse experter, medier, regeringar, parlament och allmänheten, som har varierande kunskaper om finansiella och ekonomiska frågor. ECB:s mandat och beslut förklaras därför med hjälp av flera olika informationsverktyg och aktiviteter som ständigt förbättras för att vara så effektiva som möjligt för de olika målgrupperna.

ECB publicerar ett antal studier och rapporter, t.ex. årsrapporten, som ger en översikt över ECB:s verksamhet året innan och på så sätt bidrar till att ställa ECB till svars för dess verksamhet. I månadsrapporten ges kontinuerliga uppdateringar av ECB:s bedömningar av den ekonomiska och monetära utvecklingen och en ingående förklaring av de skäl som ligger till grund för ECB:s beslut. I ”Financial Stability Review” görs en bedömning av stabiliteten i euroområdet finansiella system utifrån dess förmåga att stå emot negativa störningar.

Alla ledamöter av ECB-rådet medverkar direkt till att öka allmänhetens kunskaper om Eurosystemets uppgifter och politik genom att framträda inför Europaparlamentet och nationella parlament, hålla offentliga tal och informera medierna. Under 2007 framträdde ECB:s ordförande inför Europaparlamentet vid sju tillfällen, och dessa utfrågningar började också sändas på ECB:s webbplats.

Under 2007 höll direktionsledamöterna omkring 220 tal inför olika åhörargrupper, gav många intervjuer och skrev artiklar till tidskrifter och tidningar.

ECB organiserade 15 seminarier riktade till internationella och nationella medier under 2007. Tre av seminarierna organiserades i samarbete med Europeiska kommissionen och fyra i samarbete med nationella centralbanker i EU.

ECB fortsatte att bidra till att sprida forskningsresultat genom att publicera Working Papers och Occasional Papers samt genom att organisera akademiska konferenser, seminarier och workshoppar (se avsnitt 5 i kapitel 2).



De nationella centralbankerna i euroområdet spelar en viktig roll för att se till att information och budskap om Eurosystemet sprids på nationell nivå till allmänheten och intresserade. De vänder sig till olika nationella och regionala målgrupper på sina egna språk och i sina egna miljöer.

Under 2007 organiserade ECB, i samverkan med Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta, informationskampanjer för att förbereda införandet av euron på Cypern och Malta den 1 januari 2008. Logotypen ”€ Our money”, som baseras på den logotyp som användes vid informationskampanjen inför införandet av sedlar och mynt i euro 2002, användes i alla gemensamma kommunikationsaktiviteter inför övergången i Cypern och Malta. Kampanjerna följde samma kommunikationsstrategi som utvecklats inför Sloveniens inträde i euroområdet den 1 januari 2007. Syftet var att göra personer som yrkesmässigt hanterar kontanter och allmänheten förtrogna med eurosedlarnas och euromyntens utseende och säkerhetsdetaljer, samt med förfarandena i samband med övergången till euron (se avsnitt 4 i kapitel 3).

Under 2007 tog ECB emot omkring 13 500 besökare i sina lokaler i Frankfurt. Besökarna fick information i form av föreläsningar och presentationer av experter vid ECB. En majoritet av besökarna var universitetsstudenter eller yrkesverksamma inom finanssektorn.

Alla dokument som ECB publicerar och information om dess olika aktiviteter finns på ECB:s webbplats, som hade 15 miljoner besökare 2007 (och 15 miljoner dokument laddades ner). Informationspaketet ”Varför är prisstabilitet viktigt för dig?”<sup>5</sup> som ECB

5 Informationspaketet finns på ECB:s webbplats på <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.en.html>

utarbetat i samarbete med de nationella centralbankerna i euroområdet och som riktar sig till barn i yngre tonåren och deras lärare fick särskilt stor uppmärksamhet. Paketet består en åtta minuter lång tecknad film, elevhäften och en lärarhandledning. Filmen handlar om två högstadiel elever som lär sig om prisstabilitet. Elevhäftet ger en lättfattlig överblick över ämnet, medan lärarhandledningen behandlar det mer i detalj.

Omkring 60 000 frågor från allmänheten om information om olika aspekter av ECB:s verksamhet togs emot och behandlades under 2007.

ECB arrangerar årliga kulturdagar för att föra EU-medlemsstaternas kulturella mångfald närmare anställda vid ECB och ECBS, den internationella finansgemenskapen i Frankfurt samt invånarna i Frankfurt och den omgivande regionen. Varje år riktar detta initiativ uppmärksamheten mot den kulturella rikedom i ett EU-land och främjar på så sätt en ökad förståelse för nationerna inom EU. Under 2007 inriktades detta kulturprogram på Grekland, sedan Österrike, Ungern, Polen och Portugal stått i centrum under föregående år. Programmet organiserades i nära samarbete med Bank of Greece och ägde rum mellan den 24 oktober och den 13 november 2007.





## KAPITEL 8

# INSTITUTIONELL RAM, ORGANISATION OCH ÅRSREDOVISNING





# I ECB:S BESLUTANDE ORGAN OCH ORGANISATIONSTYRNING

## I.1 EUROSISTEMET OCH EUROPEISKA CENTRALBANKSSYSTEMET



Eurosystemet är euroområdet centralbankssystem. Det består av ECB och centralbankerna i de EU-medlemsstater som har infört euron (15 sedan den 1 januari 2008). ECB-rådet använder beteckningen ”Eurosystemet” för att göra det lättare att förstå centralbanksstrukturen i euroområdet. Beteckningen understryker medlemmarnas gemensamma identitet och deras lagarbete och samarbete. Beteckningen ”Eurosystemet” används i Lissabonfördraget (se avsnitt 1.2 i kapitel 5).

ECBS består av ECB och de nationella centralbankerna i alla EU:s medlemsstater (27 stater sedan den 1 januari 2007). Det omfattar alltså även centralbankerna i de medlemsstater som ännu inte har infört euron.

ECB utgör kärnan i Eurosystemet och ECBS och ser till att deras respektive uppgifter fullgörs antingen genom ECB:s egna verksamheter eller via de nationella centralbankerna. ECB har ställning som juridisk person enligt internationell rätt.

Varje nationell centralbank har ställning som juridisk person i enlighet med respektive lands lagstiftning. De nationella centralbankerna i euroområdet är en integrerad del av Eurosystemet och fullgör de uppgifter som ålagts Eurosystemet enligt de regler som ECB:s beslutande organ har ställt upp. De nationella centralbankerna bidrar också till arbetet inom Eurosystemet och ECBS genom sitt deltagande i Eurosystemets/ECBS:s kommittéer (se avsnitt 1.5 i detta kapitel). De nationella centralbankerna får på eget ansvar

utföra uppgifter som inte rör Eurosystemet, såvida inte ECB-rådet slår fast att det inkräktar på Eurosystemets mål och uppgifter.

Eurosystemet och ECBS styrs av ECB:s beslutande organ: ECB-rådet och ECB:s direktion. ECB:s allmänna råd utgör ECB:s tredje beslutande organ så länge det finns medlemsstater som inte har infört euron. De beslutande organens funktion regleras i fördraget, ECBS-stadgan och respektive arbetsordningar<sup>1</sup>. Beslutsfattandet inom Eurosystemet och ECBS är centraliserat. ECB och de nationella centralbankerna i euroområdet bidrar emellertid strategiskt och operativt till Eurosystemets gemensamma mål, med vederbörligt beaktande av principen om decentralisering i enlighet med ECBS-stadgan.

## 1.2 ECB-RÅDET

ECB-rådet består av ECB:s direktionsledamöter samt centralbankscheferna i de medlemsstater som har infört euron. Enligt fördraget är ECB-rådets främsta ansvar att

- anta de riktlinjer och fatta de beslut som behövs för att säkerställa att de uppgifter utförs som har anförtrotts Eurosystemet,
- utforma euroområdets penningpolitik, efter omständigheterna inklusive beslut om mellanliggande monetära mål, nyckelräntesatser och tillförseln av reserver inom Eurosystemet, samt anta de riktlinjer som behövs för att genomföra besluten.

ECB-rådet sammanträder i regel två gånger i månaden i ECB:s lokaler i Frankfurt am Main i Tyskland. Vid särskilt det första mötet varje månad gör rådet bland annat en grundlig bedömning av den monetära och ekonomiska utvecklingen och fattar beslut med anledning av detta, medan det andra mötet normalt är inriktat på ECB:s och Eurosystemets övriga uppgifter och ansvarsområden. Under 2007 hölls två möten utanför Frankfurt: ett i Dublin där Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland stod som värd och ett på Oesterreichische Nationalbank i Wien.

När ECB-rådet fattar beslut om penningpolitiken och om ECB:s och Eurosystemets övriga uppgifter agerar medlemmarna inte som företrädare för sina länder utan helt självständigt i personlig kapacitet. Detta avspeglas i principen ”en medlem, en röst” som tillämpas i ECB-rådet.

<sup>1</sup> För ECB:s arbetsordning se Europeiska centralbankens beslut ECB/2004/2 av den 19 februari 2004 om antagande av arbetsordningen för Europeiska centralbanken, EUT L 80, 18.3.2004, s. 33, Europeiska centralbankens beslut ECB/2004/12 av den 17 juni 2004 om antagande av arbetsordningen för Europeiska centralbankens allmänna råd, EUT L 230, 30.6.2004, s. 61 och Europeiska centralbankens beslut ECB/1999/7 av den 12 oktober 1999 om arbetsordningen för Europeiska centralbankens direktion, EGT L 314, 8.12.1999, s. 34. Arbetsordningarna finns även på ECB:s webbplats.

## ECB-RÅDET



### Bakre raden (från vänster till höger):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink, Marko Kranjec

### Mellersta raden (från vänster till höger):

John Hurley,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Marcel C. Bonello

### Främre raden (från vänster till höger):

Yves Mersch,  
José Manuel González-Páramo,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Athanasios Orphanides

### Jean-Claude Trichet

Ordförande i ECB

### Lucas D. Papademos

Vice ordförande i ECB

### Lorenzo Bini Smaghi

Ledamot av ECB:s direktion

**Michael C. Bonello**<sup>2</sup> (fr.o.m. den 1 januari 2008)

Chef för Central Bank of Malta

### Vítor Constâncio

Chef för Banco de Portugal

### Mario Draghi

Chef för Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

Chef för Banco de España

### Nicholas C. Garganas

Chef för Bank of Greece

**Mitja Gaspari** (fr.o.m. den 1 januari t.o.m. den 31 mars 2007)

Chef för Banka Slovenije

### José Manuel González-Páramo

Ledamot av ECB:s direktion

### John Hurley

Chef för Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland

### Marko Kranjec

Chef för Banka Slovenije  
(fr.o.m. den 16 juli 2007)

### Klaus Liebscher

Chef för Oesterreichische Nationalbank

### Erkki Liikanen

Chef för Suomen Pankki – Finlands Bank

### Yves Mersch

Chef för Banque centrale du Luxembourg

### Christian Noyer

Chef för Banque de France

**Athanasios Orphanides**<sup>2</sup> (fr.o.m. den 1 januari 2008)

Chef för Central Bank of Cyprus

### Guy Quaden

Chef för Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### Andrej Rant

(fr.o.m. den 1 april t.o.m. den 15 juli 2007) T.f. chef för Banka Slovenije

### Jürgen Stark

Ledamot av ECB:s direktion

### Gertrude Tumpel-Gugerell

Ledamot av ECB:s direktion

### Axel A. Weber

Chef för Deutsche Bundesbank

### Nout Wellink

Chef för De Nederlandsche Bank

2 Chefen för Cyperns respektive Maltas centralbank deltog i ECB-rådets möten under 2007 som särskilda gäster efter Ekofinrådets beslut 2007 att upphäva dessa länders undantag från och med den 1 januari 2008.

### 1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består av ECB:s ordförande, vice ordförande och fyra andra ledamöter som utses enhälligt av stats- eller regeringscheferna i de medlemsstater som har infört euron. Direktionen, som i regel sammanträder en gång i veckan, har som främsta ansvar att

- förbereda ECB-rådets sammanträden,
- genomföra penningpolitiken för euroområdet enligt ECB-rådets riktlinjer och beslut och i samband med detta ge de nationella

centralbankerna i euroområdet de anvisningar som behövs,

- ansvara för ECB:s löpande verksamhet,
- utöva vissa befogenheter som ECB-rådet har delegerat till direktionen, däribland vissa av föreskriftskaraktär.

Direktionen bistås av en ledningskommitté i frågor som rör ECB:s förvaltning, strategiska planering och årliga budgetprocess. Ledningskommittén består av en direktionsledamot, som agerar som ordförande, och ett antal högre chefer.



**Bakre raden (från vänster till höger):**

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Främre raden (från vänster till höger):**

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos

**Jean-Claude Trichet**

Ordförande i ECB

**Lucas D. Papademos**

Vice ordförande i ECB

**Lorenzo Bini Smaghi**

Ledamot av ECB:s direktion

**José Manuel González-Páramo**

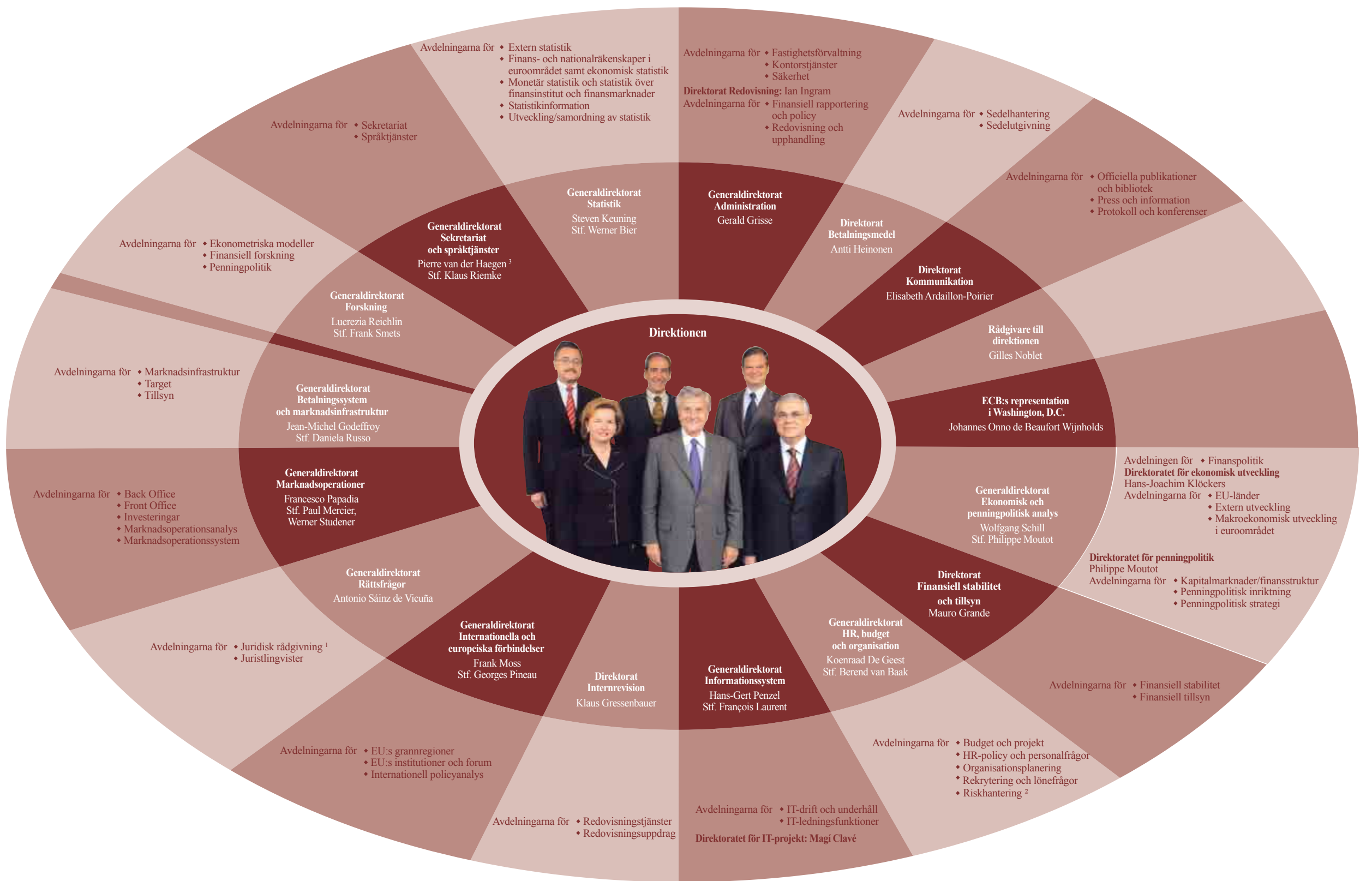
Ledamot av ECB:s direktion

**Jürgen Stark**

Ledamot av ECB:s direktion

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Ledamot av ECB:s direktion



**Direktionen**

Bakre raden (vänster till höger): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi  
Främre raden (vänster till höger): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (ordförande), Lucas D. Papademos (vice ordförande)

<sup>1</sup> Inkluderar dataskyddsfunktionen.  
<sup>2</sup> Rapporterar direkt till direktionen.  
<sup>3</sup> Sekreterare till direktionen, ECB-rådet och allmänna rådet.

## I.4 ECB:S ALLMÄNNA RÅD

Allmänna rådet består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt cheferna för de nationella centralbankerna i alla EU:s medlemsstater. Det utför framför allt de uppgifter som övertagits från EMI och som ECB fortfarande måste fullgöra på grund av att inte alla medlemsstater

har infört euron. Under 2007 sammanträdde allmänna rådet fem gånger. Sedan januari 2007 har cheferna för Българска народна банка (Bulgarian National Bank) och Banca Națională a României varit medlemmar av allmänna rådet.

### Bakre raden (från vänster till höger):

Erkki Liikanen,  
András Simor,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas,  
Nout Wellink, Andres Lipstok



### Mellersta raden (från vänster till höger):

John Hurley,  
Nils Bernstein,  
Christian Noyer,  
Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma,  
Stefan Ingves, Marko Kranjec,  
Mugur Constantin Isărescu

### Främre raden (från vänster till höger):

Miguel Fernández Ordóñez,  
Ivan Šramko, Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello,  
Athanasios Orphanides, Yves Mersch

### Jean-Claude Trichet

Ordförande i ECB

### Lucas D. Papademos

Vice ordförande i ECB

### Leszek Balcerowicz (t.o.m. den 10 januari 2007)

Chef för Narodowy Bank Polski

### Nils Bernstein

Chef för Danmarks Nationalbank

### Michael C. Bonello

Chef för Central Bank of Malta

**Christodoulos Christodoulou** (t.o.m. den 2 maj 2007) Chef för Central Bank of Cyprus

### Vitor Constâncio

Chef för Banco de Portugal

### Mario Draghi

Chef för Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

Chef för Banco de España

### Nicholas C. Garganas

Chef för Bank of Greece

### Mitja Gaspari (t.o.m. den 31 mars 2007)

Chef för Banka Slovenije

### John Hurley

Chef för Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

### Stefan Ingves

Chef för Sveriges Riksbank

### Mugur Constantin Isărescu

Chef för Banca Națională a României

### Ivan Iskrov

Chef för Българска народна банка (Bulgarian National Bank)

### Zsigmond Járαι (t.o.m. den 2 mars 2007)

Chef för Magyar Nemzeti Bank

### Mervyn King

Chef för Bank of England

### Marko Kranjec (fr.o.m. den 16 juli 2007)

Chef för Banka Slovenije

### Klaus Liebscher

Chef för Oesterreichische Nationalbank

### Erkki Liikanen

Chef för Suomen Pankki – Finlands Bank

### Andres Lipstok

Chef för Eesti Pank

### Yves Mersch

Chef för Banque centrale du Luxembourg

### Christian Noyer

Chef för Banque de France

**Athanasios Orphanides** (fr.o.m. den 3 maj 2007)  
Chef för Central Bank of Cyprus

**Guy Quaden**

Chef för Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Andrej Rant** (fr.o.m den 1 april t.o.m. den 15 juli  
2007) T.f. chef för Banka Slovenije

**Ilmārs Rimšēvičs**

Chef för Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Chef för Lietuvos bankas

**Slawomir Skrzypek** (fr.o.m. den 11 januari 2007)

Chef för Narodowy Bank Polski

**András Simor** (fr.o.m. den 3 mars 2007)

Chef för Magyar Nemzeti Bank

**Ivan Šramko**

Chef för Národná banka Slovenska

**Zdeněk Tůma**

Chef för Česká národní banka

**Axel A. Weber**

Chef för Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Chef för De Nederlandsche Bank

## 1.5 EUROSISTEMETS/ECBS:S KOMMITTÉER, BUDGETKOMMITTÉN, PERSONALCHEFSMÖTET OCH EUROSISTEMETS STYRKOMMITTÉ FÖR IT-FRÅGOR





Eurosystemets/ECBS:s kommittéer har fortsatt att spela en viktig roll när det gäller att bistå ECB:s beslutande organ när dessa utför sina uppgifter. Kommittéerna har på anmodan av både ECB-rådet och direktionen tillfört sakkunskap inom sina kompetensområden och underlättat beslutsprocessen. Deltagandet i kommittéerna är vanligen begränsat till centralbankerna i Eurosystemet. Centralbankerna i de medlemsstater som ännu inte har infört euron deltar emellertid i kommittésammanträdena när frågor som faller inom allmänna rådets behörighetsområde behandlas. När så är lämpligt kan även företrädare för andra behöriga organ inbjudas, t.ex. nationella tillsynsmyndigheter när det gäller banktillsynskommittén. I juli 2007 inrättades kommittén för kalkylmetoder som en kommitté inom Eurosystemet/ECBS enligt artikel 9.1 i ECB:s arbetsordning, vilket innebär att det för närvarande finns 13 kommittéer inom Eurosystemet/ECBS som har inrättats enligt denna artikel.

Budgetkommittén, som inrättats enligt artikel 15 i ECB:s arbetsordning, bistår ECB-rådet i frågor som rör ECB:s budget. Personalchefsmötet (HRC) inrättades 2005 enligt artikel 9a i arbetsordningen som ett forum för Eurosystemets/ECBS:s centralbanker att utbyta erfarenheter, expertkunskap och information om personalpolitiska frågor.

I augusti 2007 inrättade ECB-rådet en styrkommitté för IT-frågor (EISC) som har till uppgift att leda en fortlöpande förbättring av användningen av IT inom Eurosystemet. EISC:s ansvarsområde omfattar särskilt organisationen av IT-styrning inom Eurosystemet, däribland ansvar för att utveckla och upprätthålla strategier för IT-arkitektur och IT-säkerhet, identifiera IT-behov, projektportföljhantering och prioritering, planering, genomförande och kontroll av IT-projekt, samt övervakning av IT-system och IT-verksamhet. EISC förväntas bidra till effektivare beslut i ECB-rådet om Eurosystemets/ECBS:s IT-projekt och verksamheter genom att behandla förslag från ECBS-kommittéer och centralbanker inom Eurosystemet innan de tas upp för diskussion i ECB-rådet, och genom

att överlämna rapporter till ECB-rådet om dessa förslag. EISC rapporterar till ECB-rådet via direktionen.

## 1.6 ORGANISATIONSSTYRNING

Förutom de beslutande organen ingår även flera externa och interna kontrollnivåer i ramverket för ECB:s organisationsstyrning, tre uppförandekodexar samt bestämmelser avseende allmänhetens tillgång till ECB:s handlingar.

### EXTERNA KONTROLLNIVÅER

I ECBS-stadgan föreskrivs två externa kontrollnivåer: den externa revisorn, som granskar ECB:s årsredovisning (artikel 27.1 i ECBS-stadgan), och Europeiska revisionsrätten, som granskar den operativa effektiviteten i ECB:s förvaltning (artikel 27.2). Europeiska revisionsrättens årsrapport och ECB:s svar offentliggörs på ECB:s webbplats och i Europeiska unionens officiella tidning. För att stärka allmänhetens förtroende för revisorernas oberoende roterar den externa revisionen mellan olika revisionsbyråer.<sup>3</sup>

### INTERNA KONTROLLNIVÅER

ECB:s interna kontrollstruktur baseras på ett funktionellt synsätt där varje organisatorisk enhet (sektion, avdelning, direktorat eller generaldirektorat) har ansvar för förvaltningen av sina egna risker, kontroller och effektivitet. Varje enhet tillämpar en rad verksamhetsinriktade kontroller inom sina respektive ansvarsområden i enlighet med den risktolerans som i förväg fastställts av direktionen. Det finns till exempel en uppsättning regler och procedurer – en s.k. kinesisk mur – för att förhindra att insiderinformation från de avdelningar som har ansvar för genomförandet av penningpolitiken når avdelningarna som har ansvar för förvaltningen av ECB:s valutareserv

<sup>3</sup> KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft var ECB:s externa revisor för räkenskapsåren 2003–2007. Efter ett anbudsförfarande och i enlighet med det fastställda förfarandet med roterande revisionsbyråer kommer en ny extern revisor för räkenskapsåren 2008–2012 att utnännas.

och dess fondportfölj. Under 2007 förbättrade ECB sin hantering av operativa risker genom att införa en övergripande strategi som gör det möjligt att hantera operativa risker på ett enhetligt, strukturerat och integrerat sätt genom att samla ett antal risk- och kontrollstrategier, förfaranden och instrument. Dessutom övervakar generaldirektoratet för personal, budget och organisation portföljen av risker och den interna kontrollstrukturen och lägger fram förslag för att förbättra effektiviteten när det gäller att identifiera, bedöma och behandla riskerna inom ECB.

Direktoratet för internrevision utför revisionsuppdrag under direktionens direkta ansvar, oberoende av ECB:s kontrollstruktur och riskhantering. I enlighet med det mandat som fastställs i ECB:s revisionsstadga<sup>4</sup> tillhandahåller ECB:s internrevisorer oberoende och objektiva säkrings- och rådgivningstjänster och utvärderar och förbättrar på ett systematiskt sätt effektiviteten i riskhanterings-, kontroll- och styrningsprocesser. Direktoratet för internrevision följer de internationella standarderna för yrkesmässig utövning av internrevision som har antagits av Institutet för internrevisorer (IIA).

Kommittén för internrevision, som är en av Eurosystemets/ECBS:s kommittéer och som består av cheferna för internrevisionen på ECB och de nationella centralbankerna, ansvarar för samordningen av revisionen av Eurosystemets/ECBS:s gemensamma projekt och operativa system.

För att förbättra organisationsstyrningen beslutade ECB-rådet att från och med april 2007 inrätta en revisionskommitté inom ECB, bestående av tre av rådets medlemmar, med John Hurley (chef för Central Bank and Financial Services Authority of Ireland) som ordförande.

#### UPPFÖRANDEKODEXAR

Det finns tre uppförandekodexar inom ECB. Den första gäller för ECB-rådets medlemmar och avspeglar deras ansvar för att bevara Eurosystemets integritet och goda rykte samt för

att verksamheten ska fungera effektivt.<sup>5</sup> Den ger vägledning och fastställer etiska regler för ECB-rådets medlemmar och deras ersättare när de fullgör sina uppdrag som medlemmar av ECB-rådet. ECB-rådet har också utsett en rådgivare med uppdrag att vägleda rådsmedlemmarna i vissa yrkesetiska aspekter. Den andra kodexen är uppförandekodexen för Europeiska centralbanken som ger vägledning till och riktlinjer för ECB:s personal och direktionens ledamöter, vilka förväntas upprätthålla en hög etisk standard när de fullgör sina uppgifter.<sup>6</sup> I enlighet med reglerna i uppförandekodexen mot insiderhandel är det förbjudet för ECB:s personal och direktionens ledamöter att dra fördel av insiderinformation när de gör privata finansiella transaktioner på egen risk och för egen räkning eller för en tredje parts räkning på dennes risk.<sup>7</sup> Den tredje kodexen är en tilläggskodex avseende etiska riktlinjer för Europeiska centralbankens direktionsledamöter.<sup>8</sup> Den kompletterar de andra två kodexarna genom att ytterligare specificera de etiska regler som gäller för direktionsledamöterna. Den rådgivare i etiska frågor som direktionen har utsett ser till att reglerna tolkas konsekvent.

#### BEDRÄGERIBEKÄMPNING

Under 1999 antog Europaparlamentet och EU-rådet en förordning<sup>9</sup> för att intensifiera kampen mot bedrägerier, korruption och all annan olaglig verksamhet som är till skada för gemenskapernas ekonomiska intressen. Enligt förordningen ska Europeiska byrån för bedrägeribekämpning (Olaf) bland annat utföra interna utredningar

4 ECB:s revisionsstadga publiceras på ECB:s webbplats för att ge insyn i ECB:s revisionsbestämmelser.

5 Se Uppförandekodex för ECB-rådets medlemmar, EGT C 123, 24.5.2002, s. 9, ändringar av denna, EUT C 10, 16.1.2007, s. 6, och ECB:s webbplats

6 Se uppförandekodex för Europeiska centralbanken i enlighet med artikel 11.3 i arbetsordningen för Europeiska centralbanken, EGT C 76, 8.3.2001, s. 12 och ECB:s webbplats.

7 Se punkt 1.2 i ECB:s personalföreskrifter med regler om uppförande och sekretess i tjänsten, EUT C 92, 16.4.2004, s. 31 och ECB:s webbplats.

8 Se Tilläggskodex avseende etiska riktlinjer för Europeiska centralbankens direktionsledamöter, EUT C 230, 23.9.2006, s. 46 och ECB:s webbplats.

9 Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1073/1999 av den 25 maj 1999 om utredningar som utförs av Europeiska byrån för bedrägeribekämpning (Olaf), EGT nr L 136, 31.5.1999, s. 1.

av misstänkta bedrägerier inom gemenskapens institutioner, organ och byråer.

I Olaf-förordningen föreskrivs att var och en av de senare ska anta beslut för att se till att Olaf kan utföra sina utredningar inom var och en av dem. I juni 2004 antog ECB-rådet ett beslut<sup>10</sup>, som trädde i kraft den 1 juli 2004, om villkor och närmare bestämmelser för utredningar som Olaf utför av ECB.

#### **ALLMÄNHETENS TILLGÅNG TILL ECB:S HANDLINGAR**

ECB:s beslut från i mars 2004 om allmänhetens tillgång till Europeiska centralbankens handlingar<sup>11</sup> är förenligt med de mål och standarder som tillämpas av andra institutioner och organ inom gemenskapen när det gäller allmänhetens tillgång till deras handlingar. Det ökar öppenheten, samtidigt som det tar hänsyn till ECB:s och de nationella centralbankernas oberoende och upprätthåller sekretessen avseende vissa frågor som specifikt rör utförandet av ECB:s uppgifter.<sup>12</sup>

Under 2007 var antalet förfrågningar från allmänheten om tillgång till dokument fortsatt begränsat.

<sup>10</sup> Europeiska centralbankens beslut ECB/2004/11 om villkor och närmare bestämmelser för utredningar som utförs av Europeiska byrån för bedrägeribekämpning av Europeiska centralbanken för att bekämpa bedrägerier, korruption och alla annan olaglig verksamhet som kan skada Europeiska gemenskapernas ekonomiska intressen och om ändring av anställningsvillkoren för Europeiska centralbankens personal, EUT L 230, 30.6.2004, s. 56. Detta beslut antogs med beaktande av EG-domstolens dom av den 10 juli 2003 i mål C-11/00 Europeiska gemenskapernas kommission mot ECB, (REG 2003, s. I-7147).

<sup>11</sup> EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

<sup>12</sup> I enlighet med ECB:s åtagande för öppenhet och transparens ger avdelningen "Arkiv" på ECB:s webbplats tillgång till historisk dokumentation.

## 2 ORGANISATIONSUTVECKLING

### 2.1 PERSONALFRÅGOR

Under 2007 stärkte ECB sin personalpolitiska strategi för att understryka betydelsen av strategins värderingar och de grundläggande principerna för personalpolitiken<sup>13</sup>. Strategin utgör även ett instrument för att förklara varför vissa personalpolitiska åtgärder har införts och deras inbördes förhållande. Inom ramen för denna strategi kan personalavdelningens aktiviteter delas in i fyra huvudområden:

#### FÖRETAGSKULTUR

Med anställda från de 27 EU-medlemsstaterna har ECB integrerat åtgärder för att främja mångfald i sin personalpolitik för att se till att personalens individuella kompetenser erkänns och utnyttjas fullt ut för att uppnå ECB:s mål. Åtgärder för att främja mångfalden vid ECB grundas på den mångfaldsstrategi som lanserades 2006. Denna syftar till att säkerställa att alla medarbetare respekteras och att deras arbete bedöms utifrån deras meriter.

ECB:s sex gemensamma ledord (kompetens, effektivitet, integritet, laganda, öppenhet och redovisningsskyldighet samt att arbeta för Europa) befästes ytterligare i personalpolitiken i syfte att påverka det dagliga uppträdandet och förbättra resultaten.

#### PERSONALUTVECKLING

Sedan ECB under 2006 införde allmänna principer om rörlighet inom organisationen som uppmuntrar personalen att byta arbetsuppgifter vart femte år, har den interna rörligheten fått stort stöd. Den ger personalen möjlighet att bredda sina kunskaper och utveckla sin kompetens, samt är ett sätt för ECB att öka medvetenheten bland personalen och synergieffekterna mellan olika verksamhetsområden. I detta hänseende syftar den interna rekryteringspolitiken, som lägger tonvikten på en bredare kompetens, till att ytterligare främja personalens interna rörlighet. Under 2007 introducerades en möjlighet till interna personalutbyten och tillfälliga omplaceringar, t.ex. vikariat för frånvarande kolleger. Under 2007 bytte totalt 152 anställda, däribland 31

chefer och rådgivare, arbeten internt, antingen tillfälligt eller för en längre period.

Inom ramen för ECB:s program för extern arbetserfarenhet kan personalen tjänstgöra vid någon av de 27 nationella centralbankerna i EU eller vid andra relevanta internationella organisationer (t.ex. IMF och BIS) under två till tolv månader. Under 2007 flyttade 23 anställda inom ramen för detta program. Dessutom beviljade ECB obetald tjänstledighet på upp till tre år till 36 anställda. Flera av dessa (19) fick anställning vid en nationell centralbank, en internationell organisation eller ett privat företag. Andra utnyttjade den obetalda tjänstledigheten till att bedriva studier.

Förutom att främja rörlighet, inklusive chefsrotation, är den personalpolitiska strategin fortsatt inriktad på ledarskapsutveckling och, i synnerhet, på att stärka ledarskapsförmågan genom utbildning och individuell handledning. Chefsutbildningen inriktades på förbättrat ledarskap, prestationsledning, ledning av organisationsförändringar och på ”värdighet på arbetsplatsen”, som är ett viktigt inslag i ECB:s mångfaldsstrategi.

Cheferna deltog dessutom i en årlig obligatorisk utvärdering där deras direkta underlydande, andra chefer och externa kontakter ger återkoppling på inom vilka områden de kan bli bättre. Baserat på denna återkoppling kan individuell handledning sedan erbjudas.

En kontinuerlig kunskaps- och kompetensutveckling för alla anställda är fortsatt en hörnsten i ECB:s personalpolitiska strategi. Grundprincipen är att inläring och utveckling är ett gemensamt ansvar för de anställda och institutionen. ECB anslår budgetmedel och bestämmer utbildningsramarna, medan cheferna fastställer vilket utbildningsbehov som föreligger i medarbetarens nuvarande befattning. Medarbetaren ska å sin sida vidta

<sup>13</sup> De grundläggande principerna för personalpolitiken är: organisationsbehov, decentraliserad personaladministration, meriter, mångfald, attraktiva anställningsvillkor och ömsesidigt engagemang.

de åtgärder som är nödvändiga för inläring och utveckling och se till att hans/hennes kunskaper ligger på högsta nivå. Utöver flera interna utbildningstillfällen har anställda fortsatt att utnyttja externa utbildningstillfällen för att tillgodose individuella utbildningsbehov av mer ”teknisk” karaktär. De har också utnyttjat utbildningsmöjligheter som organiserats inom ramen för ECBS-program eller som erbjudits av de nationella centralbankerna.

Inom ramen för sin vidareutbildningspolicy gav ECB stöd till 22 anställda som ville skaffa sig kvalifikationer för att öka sin yrkeskompetens utöver kraven för deras aktuella anställning.

### REKRYTERING

Externa rekryteringar till fasta tjänster har omfattat femårsavtal för chefer samt treårsavtal för all övrig personal. Visstidskontrakt för fasta tjänster kan omvandlas till tillsvidarekontrakt efter en prövning av organisatoriska hänsyn och individuella prestationer. Under 2007 erbjöd ECB 27 omvandlingsbara visstidskontrakt till externa sökande. Dessutom erbjöds 56 icke omvandlingsbara vikariat för anställda som är borta över ett år och 114 korttidsvikariat för anställda som är borta mindre än ett år, i samband med t.ex. obetald tjänstledighet eller föräldraledighet. Bemanningsförändringar på ECB under 2007 sammanfattas i tabellen nedan.

Personalutveckling		
	2007	2006
Personal med ECB-kontrakt, heltidsekvivalenter <sup>1</sup>	1 375	1 342
Korttidskontrakt för experter från nationella centralbanker och/eller internationella organisationer	106	93
Nya deltagare i ECB:s Graduate Programme	10	6
Praktikplatser	145	173

<sup>1</sup> Antalet godkända budgeterade tjänster uppgick till 1 348 den 31 december 2007. Skillnaden beror främst på fasta vikariat för anställda som var borta mer än 12 månader.

Genom korttidskontrakten till anställda vid nationella centralbanker eller internationella organisationer kan ECB och dessa organisationer lära av varandras erfarenheter. Att anställa

personal från nationella centralbanker för kortare tjänstgöringsperioder bidrar dessutom till att främja en laganda inom hela ECBS.

I september 2007 inledde den andra gruppen deltagare inom ECB:s Graduate Programme, som vänder sig till nyutexaminerade akademiker med bred akademisk bakgrund, sin tjänstgöring vid banken inom ramen för tvååriga kontrakt som inte kan omvandlas.

Praktikplatserna vid ECB erbjöds till studenter och akademiker med en bakgrund inom ekonomi, statistik, företagsadministration, juridik och översättning.

ECB erbjöd dessutom fem stipendier som en del av Wim Duisenberg Research Fellowship Programme för framstående nationalekonomer, och fem stipendier till unga forskare inom ramen för Lamfalussy Fellowship Programme.

### ANSTÄLLNINGSVILLKOR

ECB har inlett ett ambitiöst projekt som syftar till att införa ett ERP-system (enterprise resource planning). Detta SAP-baserade affärssystem, som går under namnet ”ISIS” (Integrated data, Streamlined processes, Information Sharing), kommer, när det väl har införts, att på ett betydande sätt påverka antalet personaladministrativa uppgifter. Förutom att förenkla diverse administrativa rutiner kommer systemet att göra det möjligt för anställda och chefer att själva utföra flera uppgifter och på så sätt bidra till att öka effektiviteten inom organisationen.

Medhänsyn till att den förväntade livslängden ökar har ECB inlett en granskning av sin pensionsplan för anställda. Resultaten av granskningen ska enligt planerna genomföras i början av 2009.

För att förbättra balansen mellan yrkes- och privatliv och öka ECB:s flexibilitet beslutade direktionen lansera ett pilotprojekt i syfte att stegvis införa distansarbete. När projektet har slutförts kommer för- och nackdelarna att noggrant utvärderas innan ett eventuellt beslut att förlänga programmet tas.

## **PERSONALCHEFSMÖTET OCH UPPFÖLJNINGEN AV EUROSISTEMETS VERKSAMHETSÅMÅL**

Personalchefsmötet (HR-konferensen) inrättades 2005 i syfte att ytterligare främja samarbetet och lagandan mellan centralbankerna i Eurosystemet/ECBS i frågor som rör personalförvaltning. Under 2007 omfattade verksamheten inom personalchefsmötet olika aspekter av personalutbildning och personalutveckling, bland annat utbildningsmöjligheter inom ramen för ECBS och utveckling av åtgärder för att öka rörligheten inom ECBS.

I syfte att utbyta erfarenheter och fastställa god praxis organiserades workshoppar och presentationer om t.ex. rekryterings- och urvalsförfaranden, bedömningscentra, intern rörlighet och beföringspolicy. Ett möte om ledning av organisationsförändringar organiserades också, och en ny arbetsgrupp för information om personalförvaltning inom ECBS inrättades.

## **2.2. ECB:S NYA HUVUDKONTOR**

Arbetet med ECB:s nya huvudkontor fortsatte enligt planerna under 2007. Detaljplaneringen inleddes den 20 februari 2007 och resultaten av denna presenterades för allmänheten den 8 oktober 2007. Ritningarna överlämnades till staden Frankfurts berörda myndigheter den 22 oktober 2007 i samband med ansökan om bygglov.

Under detaljplaneringen förändrades inte helhetsintrycket av byggnadskomplexet medan däremot utformningen av det nya huvudkontoret vidareutvecklades. De byggnadselement och byggnadsmaterial som ursprungligen användes i Grossmarkthalle analyserades på plats för att utveckla lämpliga restaureringsmetoder. Dessutom vidareutvecklades de utmärkande dragen för den planerade konstruktionen inne i Grossmarkthalle, särskilt med hänsyn till brand- och säkerhetskrav, samt för de strukturella elementen i de funktionella områdena inuti Grossmarkthalle.

Det övergripande konceptet för det nya huvudkontorets interiör, däribland material och

ytbeläggning, fastställdes. Modeller byggdes för att testa funktionaliteten och kvaliteten på de material som valts ut till de huvudsakliga byggnadselementen. En modell i två våningar i naturlig storlek, som visar fasaden för en mittsektion av det höga södra kontorstornet och det angränsande atriet, har installerats på platsen för ECB:s framtida huvudkontor för att kontrollera de tekniska, funktionella och arkitektoniska detaljerna.

Under 2007 vidareutvecklade stadsplaneringskontoret i Frankfurt i samarbete med ECB markanvändningsplanen. Syftet med planen är att säkerställa en hållbar stadsutveckling. Allmänheten och olika myndigheter medverkar vid utarbetandet av planen, vilket ger den en demokratisk legitimitet. Markanvändningsplanen offentliggjordes i "Amtsblatt", staden Frankfurts officiella tidning, den 13 november 2007, och blev därmed rättsligt bindande.

I augusti 2007 inledde ECB ett internationellt offentligt anbudsförfarande avseende en generalentreprenör som ska bygga det nya huvudkontoret. Anbudsinfördran offentliggjordes både i Europeiska unionens offentliga tidning och på ECB:s webbplats. Enligt planerna ska kontraktet tilldelas i oktober 2008 och själva byggnadsarbetet påbörjas fjärde kvartalet 2008. Preliminära arbeten på platsen för det framtida huvudkontoret kommer att inledas första kvartalet 2008. Det nya huvudkontoret beräknas stå klart i slutet av 2011.

Under 2008 kommer staden Frankfurt att utlysa en tävling för utformningen av ett minnesmärke över och information om deporteringen av judiska medborgare från Grossmarkthalle.

## **2.3. EUROSISTEMETS CENTRALA UPPHANDLINGSENHET**

I juli 2007 beslutade ECB-rådet att inrätta Eurosystemets centrala upphandlingsenhet (EPCO) för att förbättra samarbetet kring upphandlingar inom Eurosystemet. EPCO:s huvudsakliga uppgifter är att förenkla fast-



ställandet och utbytet av bästa praxis inom Eurosystemet, att utveckla en infrastruktur (teknik, funktionella verktyg och IT-processer) som gör det möjligt att slå ihop inköpskraften och att samordna Eurosystemets upphandlingsagenda. Centralbankerna i Eurosystemet deltar på frivillig basis. I december 2007 beslutades att EPCO ska vara placerat på Banque centrale du Luxembourg under perioden 1 januari 2008–31 december 2012.

### 3 ECBS:s SOCIALA DIALOG

ECBS:s sociala dialog är ett rådgivande forum där ECB och personalföreträdare från centralbankerna inom ECBS och de europeiska fackförbunden<sup>14</sup> träffas. Syftet är att informera om och diskutera frågor som kan inverka väsentligt på anställnings- och arbetsvillkoren vid centralbankerna inom ECBS.

Under 2007 hölls möten i juli och december inom ECBS:s sociala dialog. Förutom frågor som rörde sedelproduktion, sedlar i omlopp, betalningssystem (Target2, Target2-Securities och CCBM2) och finansiell tillsyn, diskuterades genomförandet av åtgärder som rör Eurosystemets verksamhetsmål, strategiska intentioner och organisationsprinciper och hur dessa påverkar det dagliga arbetet för anställda inom Eurosystemet. Personalföreträdarna informerades också om det arbete som utförs inom ramen för personalchefsmötet.

ECB fortsatte att två gånger om året publicera ett nyhetsbrev för att informera personalföreträdarna om den senaste utvecklingen i fråga om ovanstående ämnen.

Genomförandet av de åtgärder som ECB och de europeiska fackförbunden enades om 2006 för att ytterligare stärka ECBS:s sociala dialog inleddes 2007 och kommer att fortsätta 2008.

14 SCECBU (Standing Committee of European Central Bank Unions), Union Network International – Europa (UNI – Europa) Finance och EPSU (Europeiska federationen för offentliganställdas förbund).



## 4 ÅRSREDOVISNING FÖR ECB

# FÖRVALTNINGSRAPPORT FÖR DET ÅR SOM SLUTADE DEN 31 DECEMBER 2007

## 1 TYP AV AFFÄRSVERKSAMHET

ECB:s verksamhet under 2007 beskrivs närmare i de relevanta kapitlen i årsrapporten.

## 2 MÅL OCH UPPGIFTER

ECB:s mål och uppgifter beskrivs i ECBS-stadgan (artikel 2 och 3). Dessa mål nämns också i ECB-ordförandes förord till årsrapporten.

## 3 RESURSER, RISKER OCH PROCESSER

### ECB:S ORGANISATIONSSTYRNING

Information om ECB:s organisationsstyrning finns i kapitel 8.

### LEDAMÖTERNA I DIREKTIONEN

Ledamöterna i direktionen utses på rekommendation av EU-rådet, som ska ha hört Europaparlamentet och ECB-rådet, genom överenskommelse mellan regeringarna i medlemsstaterna på stats- eller regeringschefsnivå bland personer vars auktoritet och yrkeserfarenhet inom den finansiella sektorn är allmänt erkända.

Anställningsvillkoren för direktionsledamöterna bestäms av ECB-rådet baserat på ett förslag från en kommitté bestående av tre medlemmar som utnämns av ECB-rådet, och tre medlemmar som utnämns av EU-rådet.

Arvodena till ECB:s direktion beskrivs i not 29 "Personalkostnader" till resultaträkningen.

### ANSTÄLLDA

Genomsnittligt antal anställda (motsvarande heltidsanställningar) vid ECB med tillsvidareanställning eller visstidsanställning steg från 1 337 stycken år 2006 till 1 366 stycken år 2007. Vid årsslutet var 1 375 personer anställda. För ytterligare information se not 29 till resultaträkningen och kapitel 8, avsnitt 2, där även ECB:s personalpolitik beskrivs.

## INVESTERINGAR OCH RISKHANTERING

ECB:s valutareserver består av sådana tillgångar i utländsk valuta som de nationella centralbankerna i Eurosystemet överfört i enlighet med bestämmelserna i artikel 30 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken samt avkastning på dessa tillgångar. De har till syfte att finansiera ECB:s transaktioner på valutamarknaden i enlighet med bestämmelserna i fördraget.

ECB:s behållning på egna medel återspeglar investeringarna av det inbetalda kapitalet, motposten till avsättningar mot valutakurs-, ränte- och guldprisrisker, den allmänna reservfonden och tidigare ackumulerad avkastning på portföljen. Dess syfte är att ge ECB inkomster för att bidra till att täcka driftkostnaderna.

ECB:s investeringar och hantering av därmed förenade risker beskrivs mer i detalj i kapitel 2.

### BUDGETPROCESSEN

Budgetkommittén (BUCOM), som består av representanter för ECB och experter från de nationella centralbankerna i euroområdet, bidrar i hög grad till ECB:s finansiella styrningsprocess. I enlighet med artikel 15 i arbetsordningen stöder BUCOM ECB-rådet genom att tillhandahålla en detaljerad utvärdering av direktionens förslag och yrkanden avseende finansiering av ECB:s årliga tilläggsbudget innan dessa förslag och yrkanden läggs fram inför ECB-rådet för godkännande. Utgifter mot tagen budget granskas regelbundet av direktionen, som beaktar synpunkter från ECB:s interna kontrollfunktion, och av ECB-rådet med stöd av BUCOM.

## 4 FINANSIELLT RESULTAT

### FINANSRÄKENSKAPER

I enlighet med artikel 26.2 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet upprättas årsbokslutet av direktionen i enlighet med de principer som fastställts av ECB-rådet. Bokslutet ska godkännas av ECB-rådet och sedan offentliggöras.

### AVSÄTTNINGAR FÖR VALUTAKURS-, RÄNTE- OCH GULDPRISRISKER

Eftersom ECB:s tillgångar och skulder periodiskt omvärderas till marknadsaktuella växelkurser och värdepapperspriser påverkas ECB:s lönsamhet kraftigt av växelkursexponeringar och i mindre utsträckning av räntexponeringar. Dessa exponeringar uppkommer huvudsakligen från innehav av valutareservtillgångar i US-dollar, japanska yen och guld vilka i de flesta fall är investerade i räntebärande instrument.

Med hänsyn till ECB:s stora exponering mot dessa risker och storleken på värde regleringskontona beslutade ECB-rådet 2005 att göra avsättningar mot valutakurs-, ränte- och guldpriser. Den 31 december 2006 uppgick denna avsättning till 2 371 395 162 euro. I enlighet med artikel 49.2 i ECBS-stadgan bidrog Banka Slovenije även till avsättningarna med ett belopp på 10 947 042 euro gällande fr.o.m. den 1 januari 2007. Med beaktande av sin bedömning beslutade ECB-rådet att per den 31 december 2007, göra ytterligare avsättning på 286 416 109 euro till reserverna, vars storlek ökade till 2 668 758 313 euro och minskade nettovinsten till exakt noll, precis som för 2006.

Dessa reserver kommer att användas för att täcka realiserade och orealiserade förluster, speciellt omvärderingsförluster som inte täcks av revalueringskontona. De fortsatta kraven för och storleken på denna reserv granskas varje år och tar hänsyn till ett antal faktorer, framför allt omfattningen av risktillgångar, realiserad riskexponering under det löpande räkenskapsåret, beräknat resultat för det

kommande året och en riskbedömning som inkluderar riskmättet Value at Risk (VaR) på risktillgångar och att VaR tillämpas genomgående. ECB-rådet har beslutat att reserverna, inklusive beloppet i den allmänna reservfonden inte får överstiga värdet av ECB:s kapital som betalats in av de nationella centralbankerna i euroområdet.

### FINANSIELLT RESULTAT FÖR 2007

Om inte reserverna mot valutakurs-, ränte- och guldpriser hade ökat 2007 skulle ECB:s nettovinst ha varit 286 miljoner euro.

Under 2007 resulterade eurons appreciering mot den amerikanska dollarn, och i mindre utsträckning mot den japanska yenen, i nedskrivningar av värdet i euro på ECB:s innehav av tillgångar i dessa valutor. Dessa nedskrivningar uppgick till 2,5 miljarder euro och kostnadsfördes i resultaträkningen.

Under 2007 ökade ränteintäkterna netto till 2 421 miljoner euro från 1 972 miljoner euro 2006, huvudsakligen beroende på en ökning av antalet eurosedlar i omlopp och på marginalräntan för Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner, vilka ligger till grund för den avkastning ECB erhåller på sin andel av eurosedlar i Eurosystemet.

Realiserade nettovinster från finansiella transaktioner ökade från 475 miljoner euro 2006 till 779 miljoner euro 2007 huvudsakligen beroende på a) lägre US-räntor 2007 vilket resulterade i högre realiserade nettovinster från försäljning av värdepapper under året och b) att guldpriset gick upp, vilket ledde till högre realiserade vinster på försäljning av guld under 2007. Denna försäljning var förenlig med centralbankernas överenskommelse om guld av den 27 september 2004, som ECB har undertecknat.

ECB:s totala administrativa kostnader, inklusive avskrivningar, ökade från 361 miljoner euro 2006 till 385 miljoner euro 2007.

## ÄNDRING I ECB:S KAPITAL

I enlighet med artikel 49.3 i ECBS-stadgan, vilken bifogats anslutningsfördraget, ökar ECB:s tecknade kapital automatiskt när en ny medlemsstat går med i EU och dess nationella centralbank går med i ECBS. Varje nationell centralbanks viktning i fördelningsnyckeln ska beräknas analogt med artikel 29.1 och i enlighet med artikel 29.2 i ECBS-stadgan. När Bulgarien och Rumänien blev medlemsstater den 1 januari 2007 a) ändrades fördelningsnyckeln i enlighet med rådets beslut 2003/517/EG av den 15 juli 2003 om det statistiska underlag som ska användas vid ändring av fördelningsnyckeln för tecknande av Europeiska centralbankens kapital och b) ECB:s tecknade kapital ökade till 5,761 miljarder euro.

I enlighet med artikel 49.1 i ECBS-stadgan betalade Banka Slovenije in återstoden av sitt bidrag till ECB:s kapital den 1 januari 2007 när Slovenien antog den gemensamma valutan. Den bulgariska nationalbanken och Banca Națională a României betalade, precis som de övriga nationella centralbankerna utanför euroområdet, in 7 % av sin del av det tecknade kapitalet som bidrag till ECB:s driftkostnader.

Den kombinerade effekten av dessa händelser var att det inbetalade kapitalet för ECB ökade från 4,089 miljoner euro den 31 december 2006 till 4,127 miljoner euro den 1 januari 2007. Mer uppgifter om dessa förändringar finns i not 15 ”Kapital” till balansräkningen.

## BALANSRÄKNING PER DEN 31 DECEMBER 2007

TILLGÅNGAR	NOT	2007 €	2006 €
<b>Guld och guldfordringar</b>	<b>1</b>	<b>10 280 374 109</b>	<b>9 929 865 976</b>
<b>Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande utanför euroområdet</b>	<b>2</b>		
Fordringar på IMF		449 565 998	414 768 308
Banktillgodohavanden och värdepapper, lån och andra tillgångar		28 572 614 853	29 313 377 277
		<b>29 022 180 851</b>	<b>29 728 145 585</b>
<b>Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande i euroområdet</b>	<b>2</b>	<b>3 868 163 459</b>	<b>2 773 828 417</b>
<b>Fordringar i euro på hemmahörande utanför euroområdet</b>	<b>3</b>		
Banktillgodohavanden, värdepapper och lån		25 128 295	4 193 677
<b>Övriga fordringar i euro på kreditinstitut hemmahörande i euroområdet</b>	<b>4</b>	<b>100 038 774</b>	<b>33 914</b>
<b>Fordringar inom Eurosystemet</b>	<b>5</b>		
Fordringar relaterade till fördelningen av eurosedlar inom Eurosystemet		54 130 517 580	50 259 459 435
Övriga fordringar inom Eurosystemet (netto)		17 241 183 222	3 545 868 495
		<b>71 371 700 802</b>	<b>53 805 327 930</b>
<b>Övriga tillgångar</b>	<b>6</b>		
Materiella anläggningstillgångar		188 209 963	175 180 989
Övriga finansiella tillgångar		9 526 196 135	8 220 270 389
Derivatinstrument omvärderingseffekter		34 986 651	29 518 315
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		1 557 414 330	1 094 509 354
Diverse		69 064 934	5 580 697
		<b>11 375 872 013</b>	<b>9 525 059 744</b>
<b>Summa tillgångar</b>		<b>126 043 458 303</b>	<b>105 766 455 243</b>

SKULDER	NOT	2007 €	2006 €
Utelöpande sedlar	7	54 130 517 580	50 259 459 435
Skulder i euro till övriga hemmahörande i euroområdet	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Skulder i euro till hemmahörande utanför euroområdet	9	14 571 253 753	105 121 522
Skulder i utländsk valuta till hemmahörande utanför euroområdet	10	667 076 397	330 955 249
Inlåning och övriga skulder			
Skulder inom Eurosystemet	11	40 041 833 998	39 782 265 622
Skulder motsvarande överföring av valutareserver			
Övriga skulder	12		
Derivatinstrument omvärderingseffekter		69 589 536	0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		1 863 461 316	1 262 820 884
Diverse		659 763 920	899 170 800
		2 592 814 772	2 161 991 684
Avsättningar	13	2 693 816 002	2 393 938 510
Värderegleringskonton	14	6 169 009 571	5 578 445 671
Eget kapital	15	4 127 136 230	4 089 277 550
Kapital			
Årets vinst		0	0
Summa skulder		126 043 458 303	105 766 455 243

# RESULTATRÄKNING FÖR DET ÅR SOM AVSLUTADES DEN 31 DECEMBER 2007

	NOT	2007 €	2006 €
Ränteintäkter på valutareserven		1 354 887 368	1 318 243 236
Ränteintäkter från fördelning av eurosedlar i Eurosystemet		2 004 355 782	1 318 852 000
Andra ränteintäkter		4 380 066 479	2 761 697 060
<i>Ränteintäkter</i>		<i>7 739 309 629</i>	<i>5 398 792 296</i>
Ersättning baserad på de nationella centralbankernas fordringar avseende överförda valutareserver		(1 356 536 045)	(965 331 593)
Andra räntekostnader		(3 962 006 944)	(2 461 625 254)
<i>Räntekostnader</i>		<i>(5,318,542,989)</i>	<i>(3,426,956,847)</i>
<b>Räntenetto</b>	<b>23</b>	<b>2 420 766 640</b>	<b>1 971 835 449</b>
Realiserade vinster/förluster från finansiella transaktioner	<b>24</b>	778 547 213	475 380 708
Nedskrivningar av finansiella tillgångar och positioner	<b>25</b>	(2 534 252 814)	(718 467 508)
Överföring till/från avsättningar för valutakurs- och prisrisker		(286 416 109)	(1 379 351 719)
<b>Nettoresultat av finansiella transaktioner, nedskrivningar och riskavsättningar</b>		<b>(2 042 121 710)</b>	<b>(1 622 438 519)</b>
<b>Avgifts- och provisionsnetto</b>	<b>26</b>	<b>(621 691)</b>	<b>(546 480)</b>
<b>Intäkter från aktier och andelar</b>	<b>27</b>	<b>920 730</b>	<b>911 866</b>
<b>Övriga intäkter</b>	<b>28</b>	<b>6 345 668</b>	<b>11 407 583</b>
<b>Summa nettointäkter</b>		<b>385 289 637</b>	<b>361 169 899</b>
Personalkostnader	<b>29</b>	(168 870 244)	(160 847 043)
Administrationskostnader	<b>30</b>	(184 589 229)	(166 426 595)
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar		(26 478 405)	(29 162 141)
Kostnader för anskaffning av sedlar	<b>31</b>	(5 351 759)	(4 734 120)
<b>Årets vinst</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Frankfurt am Main den 26 februari 2008

EUROPEISKA CENTRALBANKEN

Jean-Claude Trichet  
Ordförande

# REDOVISNINGSPRINCIPER <sup>1</sup>

## UPPSTÄLLNING OCH PRESENTATION AV ÅRSREDOVISNINGEN

Europeiska centralbankens (ECB) årsredovisning har utformats för att ge en rättvisande bild av ECB:s finansiella ställning och av verksamhetens resultat. Den har upprättats i enlighet med följande redovisningsprinciper<sup>2</sup>, som ECB-rådet anser vara lämpliga för en centralbanks verksamhet.

## REDOVISNINGSPRINCIPER

Följande redovisningsprinciper har tillämpats: ekonomisk realitet och öppenhet, försiktighetsprincipen, händelser efter balansräkningens upprättande, väsentlighetsprincipen, bokföringsmässiga grunder, fortlevnadsprincipen samt konsekvens och jämförbarhet.

## REDOVISNING AV TILLGÅNGAR OCH SKULDER

En tillgång eller skuld tas endast upp i balansräkningen om det är sannolikt att ett eventuellt framtida ekonomiskt resultat med anknytning till tillgången eller skulden kommer att utgöra ett flöde till eller från ECB. I princip alla risker och rättigheter med anknytning till tillgången eller skulden har överlåtits till ECB och det är möjligt att på ett tillförlitligt sätt bedöma kostnaden för, eller värdet av tillgången.

## REDOVISNINGSGRUNDER

Räkenskaperna har upprättats på grundval av historiska anskaffningsvärden, anpassade för att inbegripa marknadsvärdering av omsättbara värdepapper, guld och alla övriga tillgångar och skulder i utländsk valuta i och utanför balansräkningen. Transaktioner i finansiella tillgångar och skulder återspeglas i räkenskaperna den dag de avvecklas.

Från och med den 1 januari 2007 ändras grunden för bokföring av uppgifter om valutatransaktioner, finansiella instrument i utländsk valuta och därtill relaterade upplupna kostnader/intäkter i utländsk valuta. Tidigt

tillämpande godkändes och ECB införde dessa ändringar per den 1 oktober 2006, vilket gav följande effekter. Med undantag för värdepapper bokförs transaktioner på konton utanför balansräkningen på affärsdagen. På avvecklingsdagen återförs beloppen bokförda utanför balansräkningen och bokföring sker i balansräkningen.

Köp och försäljning av valuta påverkar valutapositionen på affärsdagen snarare än på likviddagen vilket hittills varit fallet och realiserade (vinster och förluster) resultat från nettoförsäljningar beräknas också på affärsdagen. Upplupna ränta, överkurser och underkurser som hör till finansiella instrument i utländsk valuta beräknas och bokförs dagligen, och utlandsställningen påverkas också dagligen av dessa upplupna kostnader istället för att ändras när ränteflödena inträffar vilket tidigare var fallet.

## GULD OCH TILLGÅNGAR OCH SKULDER I UTLÄNSK VALUTA

Tillgångar och skulder i utländsk valuta omräknas till euro till den valutakurs som gäller på balansdagen. Intäkter och utgifter räknas om till den valutakurs som gällde vid tidpunkten för bokföring/avstämningsdagen. Omvärderingen av tillgångar och skulder i utländsk valuta, inbegripet instrument i och utanför balansräkningen sker valuta för valuta.

Omvärdering till marknadspris för tillgångar och skulder i utländsk valuta behandlas separat från valutakursomvärderingen.

Guld värderas till marknadspriset vid årsslutet. Ingen åtskillnad görs mellan pris- och valutakursreglerade omvärderingseffekter

1 ECB:s detaljerade redovisningsprinciper anges i beslut ECB/2002/11, EUT L 58, 3.3.2003, s. 38, i dess ändrade lydelse. Gällande fr.o.m. den 1 januari 2007 upphävdes detta beslut och ersattes med beslut ECB/2006/17, EUT L 348, 11.12.2006, s 38, i dess ändrade lydelse.

2 Dessa principer överensstämmer med bestämmelserna i artikel 26.4 i ECBS-stadgan, vilken föreskriver ett harmoniserat tillvägagångssätt för de regler som styr Eurosystemets bokföring och rapportering.



för guld. I stället redovisas en samlad guldomvärderingseffekt, baserad på priset i euro per rent uns guld för året som slutade den 31 december 2007, beräknad utifrån valutakursen mellan euro och US-dollar den 31 december 2007.

### VÄRDEPAPPER

Alla marknadsnoterade värdepapper och liknande tillgångar värderas till de mittpriser som råder på marknaden eller på basis av den relevanta avkastningskurvan på balansdagen. För det år som avslutades den 31 december 2007 användes marknads mittpriser per den 28 december 2007. Icke marknadsnoterade värdepapper är värderade till anskaffningskostnaden medan illikvida värdepapper värderas till anskaffningsvärdet med hänsyn tagen till värdeminskning.

### RESULTATAVRÄKNING

Intäkter och utgifter redovisas under den period då de erhålls eller uppstår. Realiserade vinster och förluster från försäljning av valutor, guld och värdepapper förs till resultaträkningen. Genomsnittskostnadsmetoden används för att beräkna anskaffningskostnaden för enskilda tillgångar.

Orealiserade vinster resultatavräknas ej utan förs direkt till ett värderegleringskonto.

Orealiserade förluster förs till resultaträkningen om de överstiger de tidigare omvärderingsvinster som bokförts på det korresponderande värderegleringskontot. Orealiserade förluster i ett visst värdepapper, en viss valuta eller guld nettas inte mot orealiserade vinster i andra värdepapper, valutor eller guld. Vid eventuella orealiserade förluster på någon post i slutet av året justeras den genomsnittliga kostnaden för den posten till den valuta- eller marknadskurs som gäller i slutet av året.

Överkurser och underkurser på förvärvade värdepapper beräknas och redovisas som en

del av ränteintäkterna och amorteras under värdepapperens återstående löptid.

### REVERSERADE TRANSAKTIONER

Reverserade transaktioner är transaktioner varigenom ECB köper eller säljer tillgångar enligt ett repoavtal eller lånar ut medel mot säkerheter.

Genom ett repoavtal säljs värdepapper mot kontanter med ett samtidigt avtal att återköpa dem från motparten till fastställt pris och datum. Återköpsavtal redovisas som inlåning mot säkerhet på skuldsidan av balansräkningen och leder även till räntekostnader i resultaträkningen. Värdepapper som säljs genom ett sådant avtal ligger kvar i ECB:s balansräkning.

Genom en omvänd repa köps värdepapper mot kontanter med ett samtidigt avtal om att sälja tillbaka dem till motparten till ett fastställt pris och datum. Återköpsavtal redovisas som lån mot säkerhet på tillgångssidan i balansräkningen men inkluderar inte i ECB:s värdepappersinnehav. De leder till ränteinkomster i resultaträkningen.

Reverserade transaktioner (inklusive transaktioner med värdepapperslån) som genomförs inom ramen för ett automatiskt arrangemang för värdepapperslån redovisas i balansräkningen endast när de säkerheter som ställs till ECB är i form av kontanter över transaktionens löptid. Under 2007 erhöll ECB inte några säkerheter i form av kontanter över löptiden för sådana transaktioner.

### DERIVATINSTRUMENT

Valutainstrument, det vill säga terminstransaktioner i utländsk valuta och terminsledet för valutaswappar samt andra valutainstrument som inbegriper framtida växling av en valuta mot en annan, inräknas i nettovalutapositionen vid beräkningen av valutakursvinster och valutakursförluster.

Ränteinstrument omvärderas post för post. Dagliga förändringar i tilläggssäkerheterna på öppna ränteterminskontrakt bokförs i resultaträkningen. Värdering av värdepappersterminer och ränteswappar baseras på allmänt accepterade värderingsmetoder under användning av kända marknadspriser och -räntor och diskonteringsfaktorer från avvecklingsdagen till värderingsdagen.

#### HÄNDELSE EFTER BALANSRÄKNINGENS UPPRÄTTANDE

Tillgångar och skulder justeras så att de tar hänsyn till händelser som inträffar mellan balansdagen för årsbokslutet och det datum då ECB-rådet godkänner årsredovisningen om dessa händelser i väsentlig grad påverkar värdet på tillgångarna eller skulderna per balansdagen.

#### POSITIONER INOM ECBS/INOM EUROSISTEMET

Transaktioner inom ECBS utgörs av gränsöverskridande transaktioner mellan två centralbanker i EU. Dessa transaktioner förmedlas främst via Target/Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (se kapitel 2) – och ger upphov till bilaterala balanser på konton som hålls av nationella centralbanker i EU anslutna till Target/Target2. Dessa bilaterala balanser överförs dagligen till ECB, vilket ger varje nationell centralbank en enda bilateral nettoposition gentemot ECB. Denna position i ECB:s räkenskaper representerar varje nationell centralbanks nettofordran eller nettoskuld gentemot resten av ECBS.

ECBS-positionerna för de nationella centralbanker som ingår i euroområdet, gentemot ECB (med undantag för ECB:s kapital och positioner avseende överföring av valutareserver till ECB), redovisas som fordringar eller skulder inom Eurosystemet och redovisas i ECB:s balansräkning som en nettopost för fordringar eller skulder.

Eurosystem-positioner avseende fördelningen av eurosedlar inom Eurosystemet redovisas netto som en tillgångspost under ”Skulder

relaterade till fördelning av eurosedlar inom Eurosystemet” (se ”Utelöpande sedlar” i avsnittet om redovisningsprinciper).

ECBS-saldon hos ECB för centralbanker som inte ingår i euroområdet som resultat av deltagande i Target/Target2<sup>3</sup> redovisas under posten ”Skulder i euro till hemmahörande utanför euroområdet”.

#### BEHANDLING AV ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR

Materiella anläggningstillgångar, med undantag av mark, redovisas till anskaffningsvärde minus värdeminskning. Mark värderas till

Datorer och relaterad maskin- och programvara samt motorfordon:	4 år
Inventarier, möbler och maskiner i byggnader:	10 år
Anläggningstillgångar som kostar mindre än 10 000 euro	Avskrivning under anskaffningsåret

anskaffningsvärdet. Värdeminskning beräknas utifrån en linjär avskrivning under den period som tillgången förväntas vara i drift, med början första kvartalet efter förvärvet.

Avskrivningstiden för kapitaliserade bygg- och renoveringsarbeten för ECB:s nuvarande lokaler har förkortats så att dessa tillgångar ska vara helt avskrivna innan ECB flyttar till sina nya lokaler.

#### ECB:S PENSIONSPLAN OCH ANDRA FÖRMÅNER EFTER AVSLUTAD TJÄNSTGÖRING

ECB har ett förmånsbestämt privat pensionssystem för sin personal. Detta system finansieras genom tillgångar i en långsiktig pensionsfond för personalen.

<sup>3</sup> Följande nationella centralbanker utanför euroområdet deltog per den 31 december 2007 i Target/Target2: Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Central Bank of Malta och Bank of England.

## BALANSRÄKNING

Skulder som redovisas på balansräkningen vad gäller de förmånsbestämda pensionsplanerna är det aktuella värdet av det förmånsbestämda pensionsåtagandet vid dagen för balansräkningen *minus* planens verkliga värde som används för att finansiera åtagandet, och som är justerat för realiserade aktuariella vinster eller förluster.

De förmånsbestämda pensionsåtagandena beräknas årligen av oberoende aktuarier genom användning av projected unit credit-metoden. Det aktuella värdet av det förmånsbestämda pensionsåtagandet fastställs genom att diskontera det beräknade framtida kassaflödet genom att använda räntorna på företagsobligationer av hög kvalitet, denominerade i euro och som har liknande förfallotidsvillkor som det berörda pensionsåtagandet.

Försäkringstekniska vinster och förluster kan uppstå genom ”erfarenhetsjusteringar” (där det verkliga resultatet avviker från de försäkringstekniska antaganden som tidigare gjorts) och ändringar i de försäkringstekniska antagandena.

## RESULTATRÄKNING

Nettobeloppet som debiteras resultaträkningen består av:

- a) de aktuella kostnaderna för årets pensionsförmåner,
- b) räntan som har beräknats till diskontot på de definierade pensionsobligationerna,
- c) beräknad avkastning på fondtillgångarna, och
- d) försäkringstekniska vinster och förluster som redovisas i resultaträkningen med användning av en ”10 %-korridormetod”.

## 10 %-KORRIDORMETODEN

Kumulativa ej vinstavräknade försäkringstekniska vinster och förluster netto som överstiger 10 % av det högre värdet av a) det aktuella förmånsbestämda pensionsåtagandet, eller b) det verkliga värdet på planen ska amorteras under personalens förväntade genomsnittliga arbetsliv.

## PENSIONER TILL LEDAMÖTER AV DIREKTIONEN OCH ANDRA FÖRMÅNER EFTER AVSLUTAD TJÄNSTGÖRING

Icke fonderade avtal finns för direktionsledamöternas pensioner och personalens sjuk- och förtidspensioner. De förväntade kostnaderna för sådana förmåner beräknas under direktionsledamöternas mandatperioder eller personalens anställningsperiod med hjälp av redovisningsmetoder liknande de som definierats för pensionsfonderna. Försäkringstekniska vinster och förluster tas upp på samma vis som redogjorts för ovan.

Dessa åtaganden värderas årligen av oberoende aktuarier för att bestämma det lämpliga beloppet i balansräkningen.

## UTELÖPANDE SEDLAR

ECB och de nationella centralbankerna i euroområdet, som tillsammans utgör Eurosystemet, ger ut eurosedlar.<sup>4</sup> Det totala värdet av de eurosedlar som är i omlopp beräknas den sista arbetsdagen varje månad i enlighet med fördelningsnyckeln för sedlar.<sup>5</sup>

ECB har tilldelats 8 % av det totala värdet på eurosedlar i omlopp, vilket redovisas som en post på skuldsidan ”Utelöpande sedlar”. ECB:s andel av totalt utgivna eurosedlar redovisas genom att motsvarande belopp redovisas som fordran på de nationella centralbankerna. Dessa räntebärande

<sup>4</sup> Beslut ECB/2001/15 av den 6 december 2001 om utgivning av eurosedlar, EGT L 337, 20.12.2001, s. 52 i dess ändrade lydelse.

<sup>5</sup> ”Fördelningsnyckeln för sedlar” innebär den procentsats som blir resultatet efter hänsyn tagen till ECB:s andel av det totala utgivna antalet eurosedlar och vid tillämpning av fördelningsnyckeln för teckning av kapital i enlighet med respektive nationell centralbanks andel av ECB:s totala kapital.

fördringar<sup>6</sup> redovisas under delposten ”Skulder inom Eurosystemet: fordran avseende fördelning av eurosedlar inom Eurosystemet (se ”Positioner inom ECBS/inom Eurosystemet” i noterna till redovisningsprinciper). Ränteintäkter från dessa fordringar redovisas under posten ”Räntenetto”. Denna intäkt tillfaller de nationella centralbankerna under det räkenskapsår den uppstår men ska först delas ut under andra arbetsdagen på det nya året<sup>7</sup> Den distribueras till fullo om inte ECB:s nettovinst för året är mindre än inkomsten från eurosedlar i omlopp, samt efter beslut av ECB-rådet att göra överföringar som skydd mot valutakurs-, ränte- och guldprisrisker eller om ECB-rådet beslutar att kvitta denna intäkt mot kostnader som uppstått för ECB i samband med utgivning och hantering av eurosedlar.

## ÖVRIGA FRÅGOR

Med hänsyn till ECB:s roll som centralbank anser direktionen att offentliggörandet av en kassaflödesanalys inte ger läsarna av årsredovisningen någon ytterligare relevant information.

I enlighet med artikel 27 i ECBS-stadgan och på rekommendation av ECB-rådet, godkände EU-rådet utnämningen av KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som externa revisorer att granska ECB för en period på fem år t.o.m. verksamhetsåret 2007.

- 6 Beslut ECB/2001/16 av den 6 december 2001 om fördelning av de monetära inkomsterna för de deltagande medlemsstaternas nationella centralbanker från och med räkenskapsåret 2002 (EGT L 337, 20.12.2001, s. 55), i dess ändrade lydelse.
- 7 Beslut ECB/2005/11 av den 17 november 2005 om fördelning av Europeiska centralbankens inkomster av eurosedlar i omlopp på de deltagande medlemsstaternas nationella centralbanker, (EUT L 311, 26.11.2005, s. 41). Detta beslut upphävde beslut ECB/2002/9.

## NOTER TILL BALANSRÄKNINGEN

### 1 GULD OCH GULDFORDRINGAR

Den 31 december 2007 hade ECB ett innehav på 18 091 733 uns (troy/oz) guld (2006: 20 572 017 uns). Minskningen berodde på a) försäljning av guld på 2 539 839 uns i enlighet med centralbankernas överenskommelse om guld av den 27 september 2004 som ECB har undertecknat och b) att Banka Slovenije överförde 59 555 uns guld till ECB<sup>8</sup> när Slovenien införde den gemensamma valutan i enlighet med 30.1 i ECBS-stadgan. Värdeinsparningen i euro på detta innehav efter dessa transaktioner kompenseras mer än väl av att guldpriset gick upp kraftigt under 2007 (se ”Guld och tillgångar och skulder i utländsk valuta” i noterna till redovisningsprinciperna).

### 2 FORDRINGAR I UTLÄNSK VALUTA PÅ HEMMAHÖRANDE UTANFÖR OCH I EUROOMRÅDET

#### FORDRINGAR PÅ IMF

Dessa fordringar representerar ECB:s innehav av särskilda dragningsrätter (SDR) per den 31 december 2007. Det är resultatet av ett avtal med Internationella valutafonden (IMF) om köp och försäljning av SDR där IMF har fullmakt att på ECB:s vägnar sälja och köpa SDR mot euro, med en lägsta respektive högsta innehavsnivå. SDR definieras i termer av en valutakorg. Värdet fastställs som den vägda summan av växelkurserna för de fyra viktigaste valutorna (euro, japanska yen, brittiska pund och US-dollar). I redovisningssyfte behandlas SDR som en utländsk valuta (se ”Guld och tillgångar och skulder i utländsk valuta” i avsnittet redovisningsprinciper).

#### BANKTILGODOHAVANDEN OCH VÄRDEPAPPER, LÅN OCH ANDRA TILLGÅNGAR FORDRINGAR I UTLÄNSK VALUTA PÅ HEMMAHÖRANDE I EUROOMRÅDET

Dessa två poster består av tillgodohavanden gentemot banker, lån i utländsk valuta och

investeringar i värdepapper, i US-dollar och i japanska yen. Följande uppdelning kan göras:

<i>Fordringar på hemmahörande utanför euroområdet</i>	2007 €	2006 €	Förändring €
Löpande räkningar	761 073 851	1 388 630 590	(627 556 739)
Penningmarknadsdepositioner	688 783 688	1 352 326 756	(663 543 068)
Omvända repor	543 247 188	330 983 321	212 263 867
Värdepapper	26 579 510 126	26 241 436 610	338 073 516
Totalt	28 572 614 853	29 313 377 277	(740 762 424)

<i>Fordringar på hemmahörande i euroområdet</i>	2007 €	2006 €	Förändring €
Löpande räkningar	574 945	18 535	556 410
Penningmarknadsdepositioner	3 867 588 514	2 621 949 594	1 245 638 920
Omvända repor	0	151 860 288	(151 860 288)
Totalt	3 868 163 459	2 773 828 417	1 094 335 042

Trots deprecieringen av både US-dollar och den japanska yenen gentemot euron under 2007 ökade nettoställningen i euro av dessa poster främst som resultat av a) investeringen av intäkterna av försäljning av guld i japanska yen och i något mindre utsträckning i portföljen av US-dollar (se not 1 till balansräkningen, ”Guld och guldfordringar”) och b) intäkter främst från portföljen av US-dollar.

När Slovenien antog den gemensamma valutan fr.o.m. den 1 januari 2007 överförde Banka Slovenije US-dollar till ett värde av 162,9 miljoner euro till ECB, i enlighet med artikel 30.1 i ECBS-stadgan.

<sup>8</sup> Överföringen, till ett värde motsvarande 28,7 miljoner euro, gjordes med effekt från den 1 januari 2007.

ECB:s valutainnehav netto<sup>9</sup> i US-dollar och japanska yen per den 31 januari 2007 var:

	(miljoner valutaenheter)
US-dollar	37 149
Japanska yen	1 076 245

### 3 FORDRINGAR I UTLÄNSK VALUTA PÅ HEMMAHÖRANDE I EUROOMRÅDET

Den 31 december 2007 bestod denna fordran av penningmarknadsinlåning till ett värde av 20,0 miljoner euro och löpande räkning för icke hemmahörande i euroområdet.

### 4 ÖVRIGA FORDRINGAR I EURO PÅ KREDITINSTITUT HEMMAHÖRANDE I EURO-OMRÅDET

Den 31 december 2007 bestod denna fordran av penningmarknadsinlåning till ett värde av 100,0 miljoner euro och löpande räkning för hemmahörande i euroområdet.

### 5 FORDRINGAR INOM EUROSISTEMET

#### FORDRINGAR RELATERADE TILL FÖRDELNING AV EUROSIEDLAR INOM EUROSISTEMET

Denna post består av ECB:s fordringar gentemot de nationella centralbankerna i euroområdet avseende fördelning av eurosedlar inom Eurosystemet (se ”Utelöpande sedlar” i avsnittet om redovisningsprinciper).

#### ÖVRIGA FORDRINGAR INOM EUROSISTEMET (NETTO)

Denna post består av saldona på de i euroområdet etablerade nationella centralbankernas Target/Target2-konton gentemot ECB (se ”Positionen inom Eurosystemet” i avsnittet ”Redovisningsprinciper”). Ökningen i denna post beror främst på avveckling av euroetappen av de omvända swaptransaktionerna (back-to-back) som genomfördes med de nationella centralbankerna i samband med US-dollar Term

	2007 €	2006 €
Fordran på nationella centralbanker i euroområdet avseende Target/Target2	145 320 642 526	83 764 470 700
Skuld till nationella centralbanker i euroområdet avseende Target/Target2	(128 079 459 304)	(80 218 602 205)
Övriga fordringar inom Eurosystemet (netto)	17 241 183 222	3 545 868 495

Auction Facility (se not 9 ”Skulder i euro till hemmahörande utanför euroområdet”).

### 6 ÖVRIGA TILLGÅNGAR

#### MATERIELLA ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR

Dessa tillgångar omfattade följande huvudsakliga komponenter den 31 december 2007:

	2007 €	2006 €	Förändring €
<b>Anskaffningskostnaden</b>			
Mark och byggnader	156 964 236	160 272 602	(3 308 366)
Maskin- och programvara	168 730 634	157 573 338	11 157 296
Inventarier, möbler, maskiner i byggnader och motorfordon	27 105 564	26 670 476	435 088
Tillgångar under uppförande	59 791 855	28 790 200	31 001 655
Övriga anläggningstillgångar	1 195 290	1 232 143	(36 853)
<b>Totala kostnader</b>	<b>413 787 579</b>	<b>374 538 759</b>	<b>39 248 820</b>
<b>Ackumulerad depreciering</b>			
Mark och byggnader	(49 672 589)	(39 696 727)	(9 975 862)
Maskin- och programvara	(150 195 777)	(135 057 096)	(15 138 681)

9 Utländska nettotillgångar denominerade i resp. valuta som är föremål för valutaomvärdering. Dessa ingår i ”Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande utanför euroområdet”, ”Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande i euroområdet”, ”Upplupna kostnader och förutbetalda utgifter”, ”Skulder i utländsk valuta till hemmahörande utanför euroområdet”, ”Derivatinstrument omvärderingseffekter” (på skuldsidan), ”Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter” med beaktande också av valutaterminer och swaptransaktioner under poster utanför balansräkningen. Effekterna av värderingsvinster på finansiella instrument i utländsk valuta omfattas inte.

	2007 €	2006 €	Förändring €
Inventarier, möbler, maskiner i byggnader och motorfordon	(25 562 068)	(24 471 251)	(1 090 817)
Övriga anläggningstillgångar	(147 182)	(132 696)	(14 486)
<b>Total ackumulerad depreciering</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(199 357 770)</b>	<b>(26 219 846)</b>
<b>Bokfört nettovärde</b>	<b>188 209 963</b>	<b>175 180 989</b>	<b>13 028 974</b>

Minskningen under rubriken ”Mark och byggnader” rör huvudsakligen försäljningen 2007 av en officiell bostad till ECB:s ordförande, inköpt 2001. En ny officiell bostad förvärvades 2006.

Ökningen i kategori ”Tillgångar under uppförande” avser huvudsakligen inledande arbeten på ECB:s nya lokaler. Överföringar från denna kategori till andra relevanta poster i materiella anläggningstillgångar görs när tillgångarna kommer till användning.

#### ÖVRIGA FINANSIELLA TILLGÅNGAR

Häri ingår huvudsakligen följande poster:

	2007 €	2006 €	Förändring €
Värdepapper i euro	8 815 612 722	7 303 413 758	1 512 198 964
Omvända repor i euro	668 392 837	874 669 464	(206 276 627)
Övriga finansiella tillgångar	42 190 576	42 187 167	3 409
<b>Totalt</b>	<b>9 526 196 135</b>	<b>8 220 270 389</b>	<b>1 305 925 746</b>

- (a) Placering av ECB:s egna medel består av värdepapper i euro och omvända repor i euro (se not 12, ”Övriga skulder”). Det ökade värdepappersinnehavet berodde huvudsakligen på investeringar i egna medel i motposten till ECB:s avsättningar mot valutakurs-, ränte- och guldprisrisker 2006.
- (b) ECB innehar 3 211 andelar i BIS, vilka tagits upp till anskaffningskostnaden, 41,8 miljoner euro.

#### DERIVATINSTRUMENT OMVÄRDERINGSEFFEKTER

Denna post består huvudsakligen av värdeförändringar i swappar och valutaterminer vilka var utestående den 31 december 2007 (se not 21 ”Valutaterminer och swaptransaktioner”). Dessa differenser är resultatet av omräkningen av sådana transaktioner till motvärdet i euro till den valutakurs som gäller på balansdagen, jämfört med de värden i euro som var gällde efter omräkningen av transaktionerna till genomsnittskostnaden för respektive utländsk valuta (se ”Guld och tillgångar och skulder i utländsk valuta” i noterna till redovisningsprinciper). Här inkluderas även värderingsvinster i värdepappersterminer.

#### FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER

Under 2007 ingick i denna post upplupen ränta på ECB:s fordran avseende fördelning av eurosedlar inom Eurosystemet för det sista kvartalet till ett värde av 545,8 miljoner euro (se not ”Utelöpande sedlar” i avsnittet om redovisningsprinciper) och upplupen ränta på Target/Target2-konton från de nationella centralbankerna i euroområdet till ett värde av 481,6 miljoner euro.

I denna post inkluderas även upplupen ränta, amortering av underkurser på värdepapper och övriga finansiella tillgångar.

#### DIVERSE

Denna post består huvudsakligen av saldon avseende swappar och valutaterminer, utestående per den 31 december 2007 (se not 21 ”Valutaterminer och swaptransaktioner”). Dessa saldon uppstår när transaktionerna omräknas till motvärdet i euro till den valutakurs som gäller på balansräkningsdagen, jämfört med de värden i euro som gällde då transaktionerna bokades (se ”Derivatinstrument omvärderingseffekter” i avsnittet redovisningsprinciper).

Denna post inbegriper också en fordran på det tyska federala finansministeriet för moms som

ska återbetalas och andra indirekta skatter som erlagts. Sådana skatter är återbetalningsbara enligt de villkor som anges i artikel 3 i protokollet om Europeiska gemenskapernas immunitet och privilegier, vilket är tillämpligt på ECB i kraft av artikel 40 i ECBS-stadgan.

## **7 UTELÖPANDE SEDLAR**

Denna post består av ECB:s andel (8 %) av samtliga eurosedlar i omlopp (se ”Utelöpande sedlar” i avsnittet redovisningsprinciper).

## **8 SKULDER I EURO TILL ÖVRIGA HEMMAHÖRANDE I EUROOMRÅDET**

Denna post består av inlåning från medlemmar i Euro Banking Association (EBA), som används för att ställa säkerheter till ECB avseende EBA-betalningar förmedlade via Target/Target2.

## **9 SKULDER I EURO TILL HEMMAHÖRANDE UTANFÖR EUROOMRÅDET**

Denna balanspost består huvudsakligen av en skuld på 13,9 miljarder euro till Federal Reserve i samband med Term Auction Facility. Inom det programmet tillhandahöll Federal Reserve ECB med 20 miljarder US-dollar i form av ett temporärt ömsesidigt sedelfondsarrangemang (swap line), i syfte att erbjuda Eurosystemets motparter kortfristig finansiering i US-dollar. Samtidigt inledde ECB omvända swappar, s.k. back-to-back, med nationella centralbanker som antagit euron vilka använde de medel som uppstod för att genomföra likvidiserande transaktioner med Eurosystemets motparter. Dessa omvända swappar resulterade i icke-räntebärande fordringar eller skulder inom Eurosystemet mellan ECB och de nationella centralbankerna, redovisade i ”Övriga fordringar inom Eurosystemet (netto)”.

För övrigt innehåller denna post saldon hos ECB tillhörande nationella centralbanker utanför euroområdet, som uppkommit till

följd av transaktioner via Target/Target2 (se ”Positionen inom ECBS/inom Eurosystemet” i noterna till redovisningsprinciper).

## **10 SKULDER I UTLÄNDSK VALUTA TILL HEMMAHÖRANDE UTANFÖR EUROOMRÅDET**

Denna post består av återköpsavtal som genomförs med hemmahörande utanför euroområdet i samband med förvaltningen av ECB:s valutareserv.

## **11 SKULDER INOM EUROSISTEMET**

Dessa skulder utgörs av fordringar som de nationella centralbankerna i euroområdet har på ECB till följd av överföring av valutareserver när de blev medlemmar i Eurosystemet. Dessa saldon förräntas till en ränta motsvarande den senast tillgängliga marginalräntan på Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner, justerad för att ingen ränta betalas på den komponent som utgörs av guldfordringar (se not 23 ”Räntenetto”).

Europeiska unionens utvidgning genom anslutningen av Bulgarien och Rumänien och den åtföljande ändringen av de deltagande nationella centralbankernas totala fordringar på ECB och viktningen av fördelningsnyckeln för ECB:s kapital (se not 15 ”Kapital och reserver”) samt Sloveniens överföring av valutareserver när Slovenien införde den gemensamma valutan, ledde till att dessa fordringar ökade med 259 568 376 euro.

Den fordran som Banka Slovenije innehar fastställdes till 183 995 238 euro för att säkerställa att kvoten mellan denna fordran och de totala beloppet av fordringar som innehas av de övriga nationella centralbankerna som antagit euron kommer att överensstämma med kvoten mellan viktningen för Banka Slovenije i ECB:s fördelningsnyckel för teckning av kapital och de övriga nationella centralbankernas viktning i fördelningsnyckeln. Skillnaden mellan



	T.o.m. 31.12.2006 €	Fr.o.m. 01.01.2007 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 419 101 951	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 761 707 508	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513 006 858	511 833 966
Bank of Greece	1 055 840 343	1 046 595 329
Banco de España	4 326 975 513	4 349 177 351
Banque de France	8 275 330 931	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 262 783 715	7 217 924 641
Banque centrale du Luxembourg	87 254 014	90 730 275
De Nederlandsche Bank	2 223 363 598	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 157 451 203	1 161 289 918
Banco de Portugal	982 331 062	987 203 002
Banka Slovenije	-	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 118 926	717 086 011
<b>Totalt</b>	<b>39 782 265 622</b>	<b>40 041 833 998</b>

1) Enskilda belopp har rundats till närmaste euro. Totalsummorna i tabellerna kan avvika från delsummorna på grund av avrundning.

fordran och värdet av de överförda tillgångarna (se not 1 ”Guld och guldfordringar” och not 2 ”Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande utanför euroområdet”) redovisades som en del av det bidrag som Banka Slovenije, i enlighet med artikel 49.2 i ECBS-stadgan, betalat till ECB:s avsättningar och reserver per den 31 december 2006 (se not 13 ”Avsättningar” och not 14 ”Värderegleringskonton”).

## 12 ÖVRIGA SKULDER

### DERIVATINSTRUMENT OMVÄRDERINGSEFFEKTER

Denna post består huvudsakligen av värdeförändringar i swappar och valutaterminer vilka var utestående den 31 december 2007 (se not 21 ”Valutaterminer och swaptransaktioner”). Dessa differenser är resultatet av omräkningen av sådana transaktioner till motvärdet i euro till den valutakurs som gäller på balansdagen, jämfört med de värden i euro som var resultatet efter omräkningen av transaktionerna till genomsnittskostnaden för respektive utländsk valuta (se ”Guld och

tillgångar och skulder i utländsk valuta” i noterna till redovisningsprinciper samt not 6 ”Övriga tillgångar”).

Här inkluderas även värderingsförluster i värdepappersterminer och förluster i ränteswappar.

### UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER

Denna post, 1,4 miljarder euro, består främst av ränta som ska betalas till de nationella centralbankerna på deras fordringar avseende överförda valutareserver (se not 11, ”Skulder inom Eurosystemet”). I denna post ingår även ränta som ska betalas till de nationella centralbankerna på deras fordringar avseende Target/Target2, upplupna kostnader på finansiella instrument, inklusive amortering av premium på värdepapper samt andra upplupna kostnader.

### DIVERSE

Här inkluderas huvudsakligen utestående repotransaktioner på 517 miljoner euro som utfördes i samband med förvaltningen av ECB:s egna fonder (se not 6 ”Övriga tillgångar”) och nettoskulden som härrör från ECB:s pensionsåtaganden (se nedan).

### ECB:S PENSIONSPLAN OCH ANDRA FÖRMÅNER EFTER AVSLUTAD TJÄNSTGÖRING

ECB:s skulder för pensionsfonder (se ECB:s pensionsplan och andra förmåner efter avslutad tjänstgöring i noter till balansräkningen) uppgår till:

	2007 miljoner euro	2006 miljoner euro
Åtagandets aktuella värde	285,8	258,5
Verkligt värde	(229,8)	(195,3)
Ej vinstavräknade vinster och förluster	35,4	17,3
Skulder i balansräkningen	91,4	80,5

Icke-fonderade åtaganden avseende pension till direktionsledamöter och till sjuk- och förtidspension uppgick till 36,8 miljoner euro (2006 – 32,6 miljoner euro).

Beloppen som tagits upp i resultaträkningen för 2007 och 2006 avseende ”Aktuella kostnader”, ”Ränta på åtagandet” och ”Beräknad avkastning på pensionsplanen” är:

	2007 miljoner euro	2006 miljoner euro
Aktuell kostnad	26,5	27,3
Obligationränta	8,6	6,8
Beräknad avkastning på pensionsplanen	(7,9)	(6,7)
Försäkringstekniska vinster och förluster (netto) under året	0	0
Totalbelopp för ”Personalkostnader”	27,2	27,4

I enlighet med 10 %-korridermetoden (se ECB:s pensionsplan och andra förmåner efter avslutad tjänstgöring i noter till balansräkningen) redovisas inga aktuariella vinster i resultaträkningen 2007.

Förändringar i det aktuella värdet på de förmånsbestämda pensionsåtagandena är:

	2007 miljoner euro	2006 miljoner euro
Definierat pensionsåtagande vid årets början	258,5	223,5
Aktuell kostnad	26,5	27,3
Räntekostnad	8,6	6,8
Medlemmarnas bidrag	14,2	10,4
Andra nettoförändringar i skulder som representerar medlemmarnas bidrag	2,5	3,7
Utbetalda förmåner	(2,5)	(2,6)
Försäkringstekniska vinster och förluster under året	(22,0)	(10,6)
Definierat pensionsåtagande	285,8	258,5

Förändringar av det verkliga värdet är:

	2007 miljoner euro	2006 miljoner euro
Pensionsplanens verkliga värde vid årets början	195,3	161,2
Förväntad avkastning	7,9	6,7
Försäkringstekniska förluster (vinster)	(4,0)	0,2
Arbetsgivarbidrag	16,2	15,4
Medlemmarnas bidrag	14,1	10,3
Utbetalda förmåner	(2,2)	(2,2)
Andra nettoförändringar i tillgångar som representerar medlemmarnas bidrag	2,5	3,7
Pensionsplanens verkliga värde vid årets slut	229,8	195,3

Vid förberedelserna av de värderingar som det hänvisas till i noterna har aktuarierna använt antaganden som direktionen har godkänt för redovisning och rapportering.

De viktigaste antagandena för att beräkna personalplanens skulder visas nedan. Förväntad avkastning på tillgångar i fonden används av

	2007 %	2006 %
Diskonto	5,30	4,60
Beräknad avkastning på pensionsplanen	6,50	6,00
Framtida löneökningar	2,00	2,00
Framtida pensionsökningar	2,00	2,00

aktuarierna för att beräkna den årliga ändringen i resultaträkningen.

### 13 AVSÄTTNINGAR

Den 31 december 2005 ansåg ECB-rådet att det var lämpligt att göra avsättningar mot de risker som uppstår i och med ECB:s stora exponering mot valutakurs-, ränte- och guldpriserisker och storleken på värderingskontona. Dessa reserver kommer att användas för att bekosta framtida realiserade och orealiserade förluster, speciellt omvärderingsförluster som inte täcks av värderingskontona. De fortsatta kraven för och storleken på denna reserv granskas

årligen och granskningen baseras på ECB:s bedömning av ovannämnda risker. Bedömningen tar hänsyn till ett antal faktorer, framför allt omfattningen av risktillgångar, realiserad riskexponering under det löpande räkenskapsåret, beräknat resultat för det kommande året och en riskbedömning som inkluderar riskmättet Value at Risk (VaR) på risktillgångar och att VaR tillämpas genomgående.<sup>10</sup> Reserverna, inklusive beloppet i den allmänna reservfonden får inte överstiga värdet av ECB:s kapital som betalats in av de nationella centralbankerna i euroområdet.

Den 31 december 2006 uppgick reserverna avsatta för valutakursrisker, ränterisker och guldpriset till 2 371 395 162 euro. I enlighet med artikel 49.2 i ECBS-stadgan bidrog Banka Slovenije också med ett belopp på 10 947 042 euro gällande fr.o.m. den 1 januari 2007. Med beaktande av sin bedömning beslutade ECB-rådet att per den 31 december 2007 göra ytterligare avsättning på 286 416 109 euro till reserverna, vars storlek ökade till 2 668 758 313 euro och minskade nettovinsten till exakt noll, precis som för 2006.

Denna balanspost omfattar även en lämplig avsättning mot ECB:s kontraktuella skyldighet att återställa nuvarande lokaler i originalskick när ECB flyttar till sina slutliga lokaler, samt övriga avsättningar.

#### 14 VÄRDREGLERINGSKONTON

Dessa konton utgör omvärderingsreserver som uppkommer från orealiserade vinster på tillgångar och skulder. I enlighet med artikel 49.2 i ECBS-stadgan bidrog Banka Slovenije med ett belopp på 26 miljoner euro till värde regleringskontot gällande fr.o.m. den 1 januari 2007.

	2007 €	2006 €	Förändring €
Guld	5 830 485 388	4 861 575 989	968 909 399
Utländsk valuta	0	701 959 896	(701 959 896)
Värdepapper	338 524 183	14 909 786	323 614 397
Totalt	6 169 009 571	5 578 445 671	590 563 900

De valutakurser som används för omvärdering vid årets slut var:

Växelkurser	2007	2006
US-dollar per euro	1,4721	1,3170
Japanska yen per euro	164,93	156,93
Euro per SDR	1,0740	1,1416
Euro per uns guld	568,236	482,688

## 15 EGET KAPITAL

### KAPITAL

#### A) ÄNDRING I ECB:S FÖRDELNINGSNYCKEL FÖR TECKNING AV KAPITAL

I enlighet med artikel 29 i ECBS-stadgan viktas de nationella centralbankernas andelar i ECB:s fördelningsnyckel enligt de respektive medlemsstaternas andel av EU:s totala befolkning och BNP, med lika vikt, enligt Europeiska kommissionens anmälan till ECB. Denna viktning justeras vart femte år och när nya medlemsstater ansluter sig till EU. Baserat på rådets beslut 2003/517/EG av den 15 juli 2003 om det statistiska underlag som ska användas vid ändring av fördelningsnyckeln för tecknande av Europeiska centralbankens kapital<sup>11</sup> ändrades fördelningsnyckeln för de nationella centralbankerna den 1 januari 2007 när Bulgarien och Rumänien blev medlemsstater.

	Från 01.05.2004 till 31.12.2006 %	Från 01.01.2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448

<b>Delsumma för de nationella centralbankerna i euroområdet</b>	<b>71,4908</b>	<b>69,5092</b>
Bulgarian National Bank	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
<b>Delsumma för de nationella centralbankerna utanför euroområdet</b>	<b>28,5092</b>	<b>30,4908</b>
<b>Totalt</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## B) ECB:S KAPITAL

I enlighet med artikel 49.3 i ECBS-stadgan, vilken bifogats anslutningsfördraget, ökar ECB:s tecknade kapital automatiskt när en ny medlemsstat går med i EU och dess nationella centralbank går med i ECBS. Ökningen bestäms genom att multiplicera den aktuella summan tecknat kapital (dvs. 5,565 miljoner euro den 31 december 2006) med kvoten, inom den utvidgade kapitalnyckeln, mellan viktningen av de nationella centralbanker som går med och viktningen för de nationella centralbanker som redan är medlemmar i ECBS. Således ökade ECB:s tecknade kapital till 5,761 miljoner euro den 1 januari 2007.

I enlighet med artikel 49.1 i ECBS-stadgan och en rättsakt som antogs av ECB-rådet den 30 december 2006<sup>12</sup> betalade Banka Slovenije in ett belopp på 17 096 556 euro per den 1 januari 2007, vilket representerar återstoden av bidraget till teckningen av ECB:s kapital.

De nationella centralbanker som inte ingår i euroområdet ska betala in 7 % av sin del av det tecknade kapitalet som bidrag till ECB:s driftkostnader. Således betalade Bulgarian National Bank och Banca Națională a României den 1 januari 2007 in 3 561 869

respektive 10 156 952 euro. Med dessa belopp uppgick detta bidrag till 122 952 830 euro den 31 december 2007. De nationella centralbankerna utanför euroområdet är inte berättigade att få del av överskott som ECB genererar, inte heller till intäkter från fördelning av eurosedlar i Eurosystemet, och de behöver inte heller bidra till att täcka ECB:s eventuella förluster.

Den kombinerade effekten av dessa tre händelser var att det inbetalade kapitalet för ECB ökade från 4 089 277 550 euro den 31 december 2006 till 4 127 136 230 euro den 1 januari 2007 (se tabellen nedan):<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Beslut ECB/2006/30 av den 30 december 2006 om Banka Slovenijes inbetalning av kapital, dess överföring av reservtillgångar och bidrag till Europeiska centralbankens reserver och avsättningar, EUT, L 24, 31.1.2007, s. 17.

<sup>13</sup> Enskilda belopp har rundats av till närmaste euro. Totalsummorna i tabellerna kan avvika från delsummorna på grund av avrundning.

	Tecknat kapital t.o.m. 31.01.2006 €	Inbetalt kapital t.o.m. 31.12.2006 €	Tecknat kapital från 01.01.2007 €	Inbetalt kapital från 01.01.2007 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141 910 195	141 910 195	142 334 200	142 334 200
Deutsche Bundesbank	1 176 170 751	1 176 170 751	1 182 149 240	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51 300 686	51 300 686	51 183 397	51 183 397
Bank of Greece	105 584 034	105 584 034	104 659 533	104 659 533
Banco de España	432 697 551	432 697 551	434 917 735	434 917 735
Banque de France	827 533 093	827 533 093	828 813 864	828 813 864
Banca d'Italia	726 278 371	726 278 371	721 792 464	721 792 464
Banque centrale du Luxembourg	8 725 401	8 725 401	9 073 028	9 073 028
De Nederlandsche Bank	222 336 360	222 336 360	224 302 523	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	115 745 120	115 745 120	116 128 992	116 128 992
Banco de Portugal	98 233 106	98 233 106	98 720 300	98 720 300
Banka Slovenije	-	-	18 399 524	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71 711 893	71 711 893	71 708 601	71 708 601
<b>Delsumma för de nationella centralbankerna i euroområdet</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>4 004 183 400</b>
Bulgarian National Bank	-	-	50 883 843	3 561 869
Česká národní banka	81 155 136	5 680 860	79 957 855	5 597 050
Danmarks Nationalbank	87 159 414	6 101 159	87 204 756	6 104 333
Eesti Pank	9 927 370	694 916	9 810 391	686 727
Central Bank of Cyprus	7 234 070	506 385	7 195 055	503 654
Latvijas Banka	16 571 585	1 160 011	16 204 715	1 134 330
Lietuvos bankas	24 623 661	1 723 656	24 068 006	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	77 259 868	5 408 191	75 700 733	5 299 051
Central Bank of Malta	3 600 341	252 024	3 583 126	250 819
Narodowy Bank Polski	285 912 706	20 013 889	280 820 283	19 657 420
Banca Națională a României	-	-	145 099 313	10 156 952
Banka Slovenije	18 613 819	1 302 967	-	-
Národná banka Slovenska	39 770 691	2 783 948	38 970 814	2 727 957
Sveriges riksbank	134 292 163	9 400 451	134 298 089	9 400 866
Bank of England	800 321 860	56 022 530	802 672 024	56 187 042
<b>Delsumma för de nationella centralbankerna utanför euroområdet</b>	<b>1 586 442 685</b>	<b>111 050 988</b>	<b>1 756 469 003</b>	<b>122 952 830</b>
<b>Totalt</b>	<b>5 564 669 247</b>	<b>4 089 277 550</b>	<b>5 760 652 403</b>	<b>4 127 136 230</b>

## 16 HÄNDELSE EFTER BALANSRÄKNINGENS UPPRÄTTANDE

### CYPERNS OCH MALTAS INTRÄDE I EUROOMRÅDET

I enlighet med rådets beslut 2007/503/EG av den 10 juli 2007, som fattades i enlighet med artikel 122.2 i fördraget, antog Cypern och Malta den gemensamma valutan den 1 januari 2008. I enlighet med artikel 49.1 i ECBS-stadgan och den rättsakt som antogs av ECB-rådet den 31 december 2007<sup>14</sup> betalade Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta in 6 691 401 euro respektive

3 332 307 euro per den 1 januari 2008, vilket representerar återstoden av bidraget till

14 ECB:s beslut av den 31 december 2007 om Central Bank of Cyprus och Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas inbetalning av kapital, överföring av reservtillgångar och bidrag till ECB:s reserver och avsättningar (ECB/2007/22) EUT L 28, 1.2.2008, s. 36. Avtal av den 31 december 2007 mellan Europeiska centralbanken och Central Bank of Cyprus om den fordran med vilken Europeiska centralbanken ska kreditera Central Bank of Cyprus enligt artikel 30.3 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken, EUT C 29, 1.2.2008, s. 4. Avtal av den 31 december 2007 mellan Europeiska centralbanken och Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta om den fordran med vilken Europeiska centralbanken ska kreditera Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta enligt artikel 30.3 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken, EUT C 29, 1.2.2008, s. 5.

teckningen av ECB:s kapital. I enlighet med artikel 30.1 i ECBS-stadgan överförde Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta valutareservtillgångar till ett totalt värde av 109 953 752 euro till ECB per den 1 januari 2008. Det totala beloppet som överfördes fastställdes genom att multiplicera värdet i euro till den växelkurs som rådde den 31 december 2007, av de valutareserver som redan överförts till ECB genom förhållandet mellan det antal andelar som innehas av de två centralbankerna och det antal andelar som redan inbetalts av de övriga nationella centralbankerna utan undantag. Dessa valutareservtillgångar består av US-dollar i form av kontanter och guld i förhållande 85 till 15.

ECB krediterade Central Bank of Cyprus och Central Bank of Malta med fordringar motsvarande det inbetalda kapitalet och valutareservtillgångarna. Dessa fordringar ska behandlas på samma vis som existerande fordringar från de övriga deltagande nationella centralbankerna (se not 11, ”Skulder inom Eurosystemet”).

## DERIVATINSTRUMENT

### 17 DET AUTOMATISKA ARRANGEMANGET FÖR VÄRDEPAPPERSLÅN

Som en del av förvaltningen av ECB:s egna medel har ECB slutit avtal om ett automatiskt arrangemang för värdepapperslån där ett utsett ombud genomför transaktioner med värdepapperslån med ett antal motparter för ECB:s räkning. ECB har utsett dessa till godkända motparter. Inom ramen för detta avtal var reverserade transaktioner till ett värde av 3,0 miljarder euro (2006: 2,2 miljarder euro) utestående per den 31 december 2007 (se ”Reverserade transaktioner” i avsnittet Redovisningsprinciper).

### 18 RÄNTEFUTURES KONTRAKT

Under 2007 användes räntefutureskontrakt i utländsk valuta i förvaltningen av ECB:s valutareserver och egna medel. Per den 31 december 2007 var följande transaktioner utestående:

	Kontraktsvärde €
Räntefutureskontrakt i utländsk valuta	
Köp	5 932 333 678
Försäljning	2 105 780 978

	Kontraktsvärde €
Ränteterminer i euro	
Köp	25 000 000
Försäljning	190 600 000

### 19 RÄNTESWAPPAR

Ränteswaptransaktioner med ett kontraktvärde på 13 miljoner euro var utestående den 31 december 2007. Dessa transaktioner utfördes i samband med förvaltningen av ECB:s valutareserver.

### 20 VÄRDEPAPPERSTERMINER

Inköp av värdepappersterminer på 113 miljoner euro och försäljningar på 9 miljoner euro var utestående den 31 december 2007. Dessa transaktioner utfördes i samband med förvaltningen av ECB:s valutareserver.

### 21 VALUTASWAPPAR OCH TERMINER

Fordringar avseende valutaswappar och terminer på 794 miljoner euro och skulder på 797 miljoner euro var utestående den 31 december 2007. Dessa transaktioner utfördes i samband med förvaltningen av ECB:s valutareserver.

Terminsfordringar på de nationella centralbankerna och skulder till Federal Reserve

i samband med US-dollar Term Auction Facility som upprättades av Federal Reserve (se not 9 ”Skulder i euro till hemmahörande utanför euroområdet”) var också utestående den 31 december 2007.

## 22 PÅGÅENDE RÄTTSFÖRFARANDEN

Document Security Systems Inc. (DSSI), har inför EU-domstolens förstainstansrätt väckt talan mot ECB för påstått intrång på DSSI:s patent<sup>15</sup> vid framställningen av eurosedlar. Begäran om skadestånd lämnades in vid Europeiska gemenskapernas förstainstansrätt. Förstainstansrätten ogillade DSSI:s begäran om skadestånd från ECB.<sup>16</sup> ECB vidtar i dagsläget åtgärder för att upphäva detta patent i ett antal olika nationella jurisdiktioner. ECB anser sig på intet vis ha gjort sig skyldigt till patentintrång och ämnar följaktligen även bestrida patentintrång och alla eventuella åtgärder med anspråk på skadestånd som skulle kunna väckas av DSSI i olika nationella domstolar.

15 DSSI's European Patent No 0455 750 B1

16 Förstainstansrättens beslut av den 5 september 2007, Mål T-295/05. Se [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

## NOTER TILL RESULTATRÄKNINGEN

### 23 RÄNTENETTO

#### RÄNTEINTÄKTER PÅ VALUTARESERVEN

Denna post består av ränteintäkter efter avdrag för räntekostnader avseende tillgångar och skulder i utländsk valuta enligt nedanstående:

	2007 €	2006 €	Förändring €
Ränteintäkter på löpande räkningar	24 052 321	15 399 229	8 653 092
Intäkter på penningmarknadsdepositioner	196 784 561	195 694 549	1 090 012
Omvända repor	138 079 630	201 042 718	(62 963 088)
Nettointäkter på värdepapper	1 036 836 752	934 077 489	102 759 263
Ränteintäkter netto på termins- och swaptjänster i valuta	19 766 033	3 853 216	15 912 817
<b>Ränteintäkter på valutareservtillgångar (totalt)</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>1 350 067 201</b>	<b>65 452 096</b>
Ränteutgifter på löpande räkningar	(154 041)	(225 549)	71 508
Repoavtal	(60 476 997)	(31 598 416)	(28 878 581)
Räntekostnader netto på ränteswappar	(891)	0	(891)
<b>Ränteintäkter på valutareserven (netto)</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>1 318 243 236</b>	<b>36 644 132</b>

#### RÄNTEINTÄKTER FRÅN FÖRDELNING AV EUROSEDLAR I EUROSISTEMET

Denna post består av ECB:s ränteintäkter från ECB:s del av utgivna eurosedlar. Ränta på ECB:s fordringar avseende dess andel från fördelningen av sedlar har beräknats till den senast tillgängliga marginalräntan för Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner. Inkomstökningen 2007 återspeglade både den allmänna ökningen i eurosedlar i omlopp och höjningarna av ECB:s huvudsakliga refinansieringsränta. Denna intäkt delas ut till de nationella centralbankerna i enlighet med ”Utelöpande sedlar” i avsnittet om redovisningsprinciper.

Baserat på ECB:s beräknade resultat för 2007 beslutade ECB-rådet att hålla inne utdelningen av hela denna inkomst.

#### ERSÄTTNING BASERAD PÅ DE NATIONELLA CENTRALBANKERNAS FORDRINGAR AVSEENDE ÖVERFÖRDA VALUTARESERVER

Under denna post redovisas ersättning till de nationella centralbankerna i euroområdet på deras fordringar på ECB avseende valutareserver som överförts i enlighet med artikel 30.1 i ECBS-stadgan.

#### ÖVRIGA RÄNTEINTÄKTER OCH ÖVRIGA RÄNTEKOSTNADER

Denna post inkluderar ränteintäkter på 3,9 miljarder euro (2006: 2,5 miljarder euro) och kostnader på 3,8 miljarder euro (2006: 2,4 miljarder euro) på saldon avseende Target/Target2. Ränteintäkter och räntekostnader avseende andra tillgångar och skulder i euro visas också här.

### 24 REALISERADE VINSTER/FÖRLUSTER FRÅN FINANSIELLA TRANSAKTIONER

Realiserade nettovinsterna/nettoförluster från finansiella transaktioner 2007 var:

	2007 €	2006 €	Förändring €
Realiserade nettovinsterna/nettoförluster på värdepapper och ränteterminer	69 252 941	(103 679 801)	172 932 742
Realiserade guldpris- och valutakursvinster	709 294 272	579 060 509	130 233 763
Realiserade vinster från finansiella transaktioner	778 547 213	475 380 708	303 166 505



## 25 NEDSKRIVNINGAR AV FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH POSITIONER

	2007 €	2006 €	Förändring €
Orealiserade prisförluster på värdepapper	(15 864 181)	(73 609 623)	57 745 442
Orealiserade prisförluster på ränteswappar	(18 899)	0	(18 899)
Orealiserade valutaförluster	(2 518 369 734)	(644 857 885)	(1 873 511 849)
Totala nedskrivningar	(2 534 252 814)	(718 467 508)	(1 815 785 306)

Valutaförlusterna hänför sig nästan uteslutande till nedskrivningar av ECB:s anskaffningskostnader för US-dollar och japanska yen, värderat till kurserna vid årsslutet som följd av dessa valutors depreciering mot euron under året.

## 26 AVGIFTS- OCH PROVISIONSNETTO

Intäkter under den här posten innehåller straffavgifter som ålagts kreditinstitut som inte uppfyllt kassakravet. Utgifterna avser avgifter för löpande räkningar och vid räntefutureskontrakt (se not 18 "Räntefutureskontrakt").

	2007 €	2006 €	Förändring €
Avgifts- och provisionsintäkter	263 440	338 198	(74 758)
Avgifts- och provisionskostnader	(885 131)	(884 678)	(453)
Avgifts- och provisionsnetto	(621 691)	(546 480)	(75 211)

## 27 INTÄKTER FRÅN AKTIER OCH ANDELAR

Avkastning på aktier i BIS (se not 6 "Övriga tillgångar") redovisas under denna post.

## 28 ÖVRIGA INTÄKTER

Under året uppkom diverse övriga intäkter främst genom bidrag från andra centralbanker

avseende kostnaderna för ett servicekontrakt som ECB har centralt med en extern leverantör av ett IT-nätverk.

## 29 PERSONALKOSTNADER

Löner, allmänna förmåner och försäkringar och andra kostnader på 141,7 miljoner euro (2006: 133,4 miljoner euro) ingår i denna post. Personalkostnader på 1,1 miljoner (2006: 1,0 miljon euro) som uppstått i samband med uppförandet av ECB:s nya säte har kapitaliserats och ingår inte i denna post. Löner och allmänna förmåner, inklusive arvoden till chefer i ledande ställning, är utformade efter och jämförbara med motsvarande löneplaner i Europeiska gemenskaperna.

Direktionsledamöterna erhåller en baslön samt ytterligare förmåner för bostad och representation. Ordföranden bor i en officiell bostad som ägs av ECB och erhåller således inget separat bostadsbidrag. I enlighet med anställningsvillkoren för Europeiska centralbankens personal har direktionsledamöterna rätt till hushållstillägg, barnbidrag för varje barn och utbildningstillägg, beroende på deras individuella situation. Baslönerna beskattas till förmån för de Europeiska gemenskaperna; därutöver görs avdrag för pension, olycksfalls- och sjukförsäkringar. På bidragen utgår ingen skatt och de är inte pensionsgrundande. Arrangemangen för direktionsledamöternas pensioner beskrivs i "ECB:s pensionsplan och andra förmåner efter avslutad tjänstgöring" i noterna om redovisningsprinciper.

Baslöner utbetalda till ledamöter i direktionen under året:

Ersättningar totalt till ledamöterna i direktionen och deras förmåner från ECB:s bidrag till liv-, olycksfalls- och sjukförsäkring uppgick till 579 842 euro (2006: 557 421 euro), vilket resulterade i arvoden totalt på 2 207 366 euro (2006: 2 153 013 euro).

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (ordförande)	345 252	338 472
Lucas D. Papademos (vice ordförande)	295 920	290 112
Gertrude Tumpel-Gugerell (direktionsledamot)	246 588	241 752
José Manuel González-Páramo (direktionsledamot)	246 588	241 752
Lorenzo Bini Smaghi (direktionsledamot)	246 588	241 752
Otmar Issing (direktionsledamot fram till maj 2006)	-	100 730
Jürgen Stark (direktionsledamot sedan juni 2006)	246 588	141 022
<b>Totalt</b>	<b>1 627 524</b>	<b>1 595 592</b>

Övergångsbelopp betalades ut till f.d. direktionsledamöter under en övergångsperiod efter att deras mandattid har löpt ut. Under 2007 uppgick dessa betalningar och ECB:s bidrag till olycksfalls- och sjukförsäkringar för f.d. direktionsledamöter till 52 020 euro (2006: 292 280 euro). Pensionsbetalningar, inklusive underhåll till f.d. direktionsledamöter eller deras efterlevande och bidrag till olycksfalls- och sjukförsäkringar för f.d. direktionsledamöter uppgick till 249 902 euro (2006: 121 953 euro).

Här inkluderas även ett belopp på 27,2 miljoner euro (2006: 27,4 miljoner euro) i samband med ECB:s pensionsplan och andra förmåner efter avslutad tjänstgöring (se not 12. ”Övriga skulder”).

I slutet av 2007 motsvarade antalet anställda med tillsvidareanställning eller visstidsanställning 1375<sup>17</sup> årsarbetskrafter, varav 149 i ledande ställning. Personalomsättning under 2007 var:

	2007	2006
Per den 1 januari	1 367	1 351
Nyanställda <sup>1)</sup>	82	55
Avgångar/kontraktsslut <sup>2)</sup>	32	39
Per den 31 december	1417	1 367
Genomsnittligt antal anställda	1 394	1 360

1) Denna post omfattar effekterna av ändringar från deltid till heltid.

2) Denna post omfattar effekterna av ändringar från heltid till deltid.

Per den 31 december 2007 uppgick antalet årsarbetare till 79 (2006: 63) årsarbetare med

föräldraledighet eller obetald ledighet och 21 med mammaledighet (2006: 10). Dessutom sysselsatte ECB per den 31 december 2007 motsvarande 71 årsarbetare (2006: 70) på korttidskontrakt för att ersätta personal på obetald ledighet eller föräldraledighet.

ECB erbjuder också personal från andra centralbanker i ECBS tillfälliga kontrakt på ECB och de relaterade kostnaderna inkluderas i denna post. Antalet personer som deltog i detta program uppgick till 76 den 31 december 2007 (2006: 61).

### 30 ADMINISTRATIONSKOSTNADER

Dessa omfattar alla övriga löpande kostnader som hyra och underhåll av fastigheter, varor och utrustning som inte räknas som investeringar, konsultarvoden och andra tjänster och leveranser tillsammans med sådana personalrelaterade kostnader som utgifter för rekrytering, flytt, bosättning, utbildning och omlokalisering av personal.

### 31 KOSTNADER FÖR ANSKAFFNING AV SEDLAR

Dessa kostnader avser utgifter för gränsöverskridande transporter av eurosedlar mellan nationella centralbanker för att tillgodose övrig efterfrågan på sedlar. Dessa kostnader bärs centralt av ECB.

17 Fram till 2006 angavs alla tillsvidare- och visstidsanställningar i denna not. Från 2007 har man beslutat att ange det faktiska antalet anställda med tillsvidareanställning eller visstidsanställning, eftersom det ses som mer relevant för läsare av finansiell redovisning. Siffrorna för 2006 har justerats i enlighet därmed.

## Independent auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.


We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



**Wohlmannstetter**  
Wirtschaftsprüfer

**Dr. Lemnitzer**  
Wirtschaftsprüfer

**Nedanstående översättning av revisionsberättelsen är endast för information.  
I händelse av avvikelser gäller den engelska originalversionen undertecknad av KPMG.**

## **Revisionsberättelse av den oberoende revisorn**

Europeiska centralbankens ordförande och ECB-rådet  
Frankfurt am Main

Vi har granskat årsredovisningen för Europeiska centralbanken vilken omfattar balansräkningen avseende ställningen den 31 december 2007, resultaträkningen för det år som då avslutades samt en sammanfattning av de viktigaste redovisningsprinciperna och noterna därtill.

### *Europeiska centralbankens direktion har ansvaret för denna årsredovisning*

Europeiska centralbankens direktion har ansvaret för upprättandet av redovisningen, att redovisningen är korrekt presenterad i enlighet med de principer som fastställs av ECB-rådet och som fastställts i beslutet ECB/2006/17 om Europeiska centralbankens årsbokslut, i dess ändrade lydelse. Detta ansvar omfattar att utforma, genomföra och upprätthålla interna kontroller för förberedelserna och den korrekta presentationen av årsredovisningen och att denna inte innehåller sakfel, oavsett om dessa beror på bedrägeri eller misstag, val och tillämpning av lämpliga redovisningsprinciper och att göra uppskattningar om redovisningen som är rimliga.

### *Revisorns ansvar*

Det är vårt ansvar att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Revisionen har utförts i enlighet med internationellt accepterad revisionsmetod. Denna kräver att vi planerar och utför en revision för att i rimlig grad försäkra oss om att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att granska underlag för belopp och annan information i årsredovisningen. Det valda tillvägagångssättet beror på revisorns bedömning, inklusive bedömningen av risker av sakfel i årsredovisningen, oavsett om dessa beror på bedrägeri eller misstag. I denna riskbedömning beaktar revisorn interna kontroller för förberedelserna och den korrekta presentationen av årsredovisningen i syfte att utforma revisionen på ett lämpligt vis. Syftet är inte att göra ett yttrande om den interna kontrollens effektivitet. I en revision ingår också att pröva om redovisningsprinciperna är lämpliga och om den verkställande ledningens uppskattningar är rimliga samt att bedöma den samlade informationen i årsredovisningen.

Vi anser att det underlag för revision som vi erhållit är tillräckligt och ger oss en rimlig grund för vårt yttrande.

### *Yttrande*

Enligt vår uppfattning ger årsredovisningen en rättvisande bild av Europeiska centralbankens finansiella ställning per den 31 december 2007 och av verksamhetens resultat för det år som då avslutades i enlighet med de principer som fastställs av ECB-rådet och som fastställts i beslutet ECB/2006/17 om Europeiska centralbankens årsbokslut, i dess ändrade lydelse.

Frankfurt am Main den 26 februari 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## NOT OM VINST- ELLER FÖRLUSTFÖRDELNING

*Detta avsnitt ingår inte i ECB:s årsredovisningshandlingar för år 2007.*

### INTÄKTER RELATERADE TILL ECB:S ANDEL AV DET TOTALA ANTALET SEDLAR I OMLOPP

Efter ett beslut av ECB-rådet 2006 balanserades vinstmedel till ett belopp av 1 319 miljoner euro från intäkter från ECB:s andel av sedlar i omlopp för att säkerställa att vinstutdelningen totalt för året inte skulle överstiga ECB:s nettovinst för året. På samma sätt balanserade ett belopp av 2 004 miljoner euro 2007. Båda beloppen motsvarar hela den inkomst som är relaterad till ECB:s andel av det totala antalet sedlar i omlopp för åren i fråga.

### VINSTFÖRDELNING OCH FÖRLUSTTÄCKNING

I enlighet med artikel 33 i ECBS-stadgan ska ECBS nettovinst fördelas på följande sätt:

- a) Ett belopp som ECB-rådet bestämmer och som inte får överstiga 20 % av nettovinsten ska avsättas till den allmänna reservfonden inom en gräns som motsvarar 100 % av kapitalet.
- b) Återstoden ska fördelas mellan ECB:s andelsägare i förhållande till deras inbetalda andelar.

Vid förlust för ECB kan underskottet avräknas mot ECB:s allmänna reservfond och – om det behövs och efter beslut av ECB-rådet – mot de monetära inkomsterna för det ifrågavarande räkenskapsåret i förhållande till och upp till de belopp som fördelas på de nationella centralbankerna enligt artikel 32.5 i ECBS-stadgan.<sup>18</sup>

År 2007 gjorde avsättningen på 286 miljoner euro mot valutakurs-, ränte- och guldpriserisker att nettovinsten blev exakt noll. Under 2005 och 2006 gjordes följaktligen varken överföringar till den allmänna reservfonden eller vinstfördelningar till ECB:s delägare. Ingen förlust behövde täckas.

<sup>18</sup> Enligt artikel 32.5 i stadgan om ECBS ska summan av de nationella centralbankernas monetära inkomster fördelas på de nationella centralbankerna i förhållande till deras inbetalda andelar av Europeiska centralbankens (ECB) kapital.



# 5 EUROSISTEMETS KONSOLIDERADE BALANSRÄKNING PER DEN 31 DECEMBER 2007

(MILJONER EURO)

TILLGÅNGAR	31 DECEMBER 2007	31 DECEMBER 2006
<b>1 Guld och guldfordringar</b>	<b>201 545</b>	<b>176 768</b>
<b>2 Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande utanför euroområdet</b>	<b>135 133</b>	<b>142 288</b>
2.1 Fordringar på IMF	9 058	10 658
2.2 Banktillgodohavanden och värdepapper, lån och andra tillgångar	126 075	131 630
<b>3 Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande i euroområdet</b>	<b>41 973</b>	<b>23 404</b>
<b>4 Fordringar i euro på hemmahörande utanför euroområdet</b>	<b>13 835</b>	<b>12 292</b>
4.1 Banktillgodohavanden, värdepapper och lån	13 835	12 292
4.2 Fordringar som uppstått inom ramen för kreditfaciliteten inom ERM2	0	0
<b>5 Utlåning i euro till kreditinstitut i euroområdet relaterad till penningpolitiska transaktioner</b>	<b>637 175</b>	<b>450 541</b>
5.1 Huvudsakliga refinansieringstransaktioner	368 606	330 453
5.2 Långfristiga refinansieringstransaktioner	268 476	120 000
5.3 Finjusterande repotransaktioner	0	0
5.4 Strukturella repotransaktioner	0	0
5.5 Utlåningsfacilitet	91	88
5.6 Fordringar avseende tilläggssäkerheter	2	0
<b>6 Övriga fordringar på euro på kreditinstitut i euroområdet</b>	<b>23 898</b>	<b>11 036</b>
<b>7 Värdepapper i euro utgivna av hemmahörande i euroområdet</b>	<b>96 044</b>	<b>77 614</b>
<b>8 Fordringar i euro på den offentliga sektorn</b>	<b>37 063</b>	<b>39 359</b>
<b>9 Övriga tillgångar</b>	<b>321 315</b>	<b>216 728</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1 507 981</b>	<b>1 150 030</b>

Totalsummorna kan avvika från delsummorna på grund av avrundning.

De konsoliderade siffrorna per den 31 december 2007 inkluderar ären Banka Slovenije somnar varit medlem i Eurosystemet sedan den 1 januari 2007.

SKULDER	31 DECEMBER 2007	31 DECEMBER 2006
<b>1 Utelöpande sedlar</b>	<b>676 678</b>	<b>628 238</b>
<b>2 Skulder i euro till kreditinstitut i euroområdet relaterade till penningpolitiska transaktioner</b>	<b>379 181</b>	<b>174 051</b>
2.1 Löpande räkningar (inklusive kassakrav)	267 335	173 482
2.2 Inlåningsfacilitet	8 831	567
2.3 Inlåning med fast löptid	101 580	0
2.4 Finjusterande repotransaktioner	0	0
2.5 Skulder avseende tilläggsäkerheter	1 435	2
<b>3 Övriga skulder i euro till kreditinstitut i euroområdet</b>	<b>126</b>	<b>65</b>
<b>4 Emitterade skuldcertifikat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Skulder i euro till övriga hemmahörande i euroområdet</b>	<b>46 183</b>	<b>53 374</b>
5.1 Offentliga sektorn	38 116	45 166
5.2 Övriga skulder	8 067	8 208
<b>6 Skulder i euro till hemmahörande utanför euroområdet</b>	<b>45 095</b>	<b>16 614</b>
<b>7 Skulder i utländsk valuta till hemmahörande i euroområdet</b>	<b>2 490</b>	<b>89</b>
<b>8 Skulder i utländsk valuta till hemmahörande utanför euroområdet</b>	<b>15 552</b>	<b>12 621</b>
8.1 Inlåning och övriga skulder	15 552	12 621
8.2 Skulder som uppstått inom ramen för kreditfaciliteten inom ERM2	0	0
<b>9 Motpost till särskilda dragningsrätter som tilldelats av IMF</b>	<b>5 278</b>	<b>5 582</b>
<b>10 Övriga skulder</b>	<b>123 174</b>	<b>71 352</b>
<b>11 Värderingskonton</b>	<b>147 122</b>	<b>121 887</b>
<b>12 Kapital och reserver</b>	<b>67 102</b>	<b>66 157</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>1 507 981</b>	<b>1 150 030</b>





# **BILAGOR**

## RÄTTSAKTER SOM EUROPEISKA CENTRALBANKEN HAR ANTAGIT

De rättsakter som ECB antog 2007 och i början av 2008 och som har offentliggjorts i Europeiska unionens officiella tidning räknas upp i tabellen nedan. Europeiska unionens officiella tidning kan beställas från Byrån för Europeiska gemenskapernas officiella publikationer. En förteckning över alla rättsakter som ECB har antagit sedan banken upprättades och som offentliggjorts i Europeiska unionens officiella tidning finns på ECB:s webbplats (klicka på "Rättsliga instrument").

Nummer	Namn	EUT nr
ECB/2007/1	Europeiska centralbankens beslut av den 17 april 2007 om antagande av genomförandebestämmelser om uppgiftsskydd vid Europeiska centralbanken	EUT L 116, 4.5.2007, s. 64
ECB/2007/2	Europeiska centralbankens riktlinje av den 26 april 2007 om ett transeuropeiskt automatiserat system för bruttoavveckling av betalningar i realtid (TARGET2)	EUT L 237, 8.9.2007, s. 1
ECB/2007/3	Europeiska centralbankens riktlinje av den 31 maj 2007 om ändring av riktlinje ECB/2004/15 om Europeiska centralbankens krav på rapportering av statistik över betalningsbalansen och utlandsställningen samt likviditeten i utländsk valuta	EUT L 159, 20.6.2007, s. 48
ECB/2007/4	Europeiska centralbankens rekommendation av den 31 maj 2007 om ändring av rekommendation ECB/2004/16 om Europeiska centralbankens krav på rapportering av statistik över betalningsbalansen och utlandsställningen samt likviditeten i utländsk valuta	EUT C 136, 20.6.2007, s. 6
ECB/2007/5	Europeiska centralbankens beslut av den 3 juli 2007 om regler för upphandling	EUT L 184, 14.7.2007, s. 34
ECB/2007/6	Europeiska centralbankens riktlinje av den 20 juli 2007 om ändring av riktlinje ECB/2006/28 om de nationella centralbankernas förvaltning av Europeiska centralbankens reservtillgångar och den rättsliga dokumentationen för transaktioner som gäller sådana tillgångar	EUT L 196, 28.7.2007, s. 46
ECB/2007/7	Europeiska centralbankens beslut av den 24 juli 2007 om villkoren för Target2-ECB	EUT L 237, 8.9.2007, s. 71
ECB/2007/8	Europeiska centralbankens förordning (EG) nr 958/2007 av den 27 juli 2007 om statistik över tillgångar och skulder hos investeringsfonder	EUT L 211, 11.8.2007, s. 8
ECB/2007/9	Europeiska centralbankens riktlinje av den 1 augusti 2007 om monetär statistik samt statistik över finansinstitut och finansmarknader (omarbetning)	EUT L 341, 27.12.2007, s. 1
ECB/2007/10	Europeiska centralbankens riktlinje av den 20 september 2007 om ändring av bilagorna I och II i riktlinje ECB/2007/7 om Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden	EUT L 284, 30.10.2007, s. 34

Nummer	Namn	EUT nr
ECB/2007/11	Europeiska centralbankens förordning av den 9 november 2007 om övergångsbestämmelser för Europeiska centralbankens tillämpning av minimireserver (kassakrav) efter införandet av euron i Cypern och Malta	EUT L 300, 17.11.2007, s. 44
ECB/2007/12	Europeiska centralbankens rekommendation av den 15 november 2007 till Europeiska unionens råd om externa revisorer för Central Bank of Cyprus	EUT C 277, 20.11.2007, s. 1
ECB/2007/13	Europeiska centralbankens riktlinje av den 15 november 2007 om ändring av riktlinje ECB/2002/7 om Europeiska centralbankens krav på rapportering av kvartalsvis statistik över finansräkenskaperna	EUT L 311, 29.11.2007, s. 47
ECB/2007/14	Europeiska centralbankens riktlinje av den 15 december 2007 om ändring av riktlinje ECB/2005/5 om Europeiska centralbankens krav på statistikrapportering och förfarandena för utbytet av statistiska uppgifter om den offentliga sektorns finanser inom Europeiska centralbankssystemet	EUT L 311, 29.11.2007, s. 49
ECB/2007/15	Europeiska centralbankens beslut av den 22 november 2007 om ändring av beslut ECB/2001/16 om fördelning av de monetära inkomsterna för de deltagande medlemsstaternas nationella centralbanker från och med räkenskapsåret 2002	EUT L 333, 19.12.2007, s. 86
ECB/2007/16	Europeiska centralbankens beslut av den 23 november 2007 om godkännande av den mängd mynt som ska ges ut 2008	EUT L 317, 5.12.2007, s. 81
ECB/2007/17	Europeiska centralbankens rekommendation av den 29 november 2007 till Europeiska unionens råd om externa revisorer för Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	EUT C 304, 15.12.2007, s. 1
ECB/2007/18	Europeiska centralbankens förordning av den 29 november 2007 om ändring av förordning ECB/2001/13 om konsoliderade balansräkningar för monetära finansinstitut	EUT L 330, 15.12.2007, s. 20
ECB/2007/19	Europeiska centralbankens beslut av den 7 december 2007 om ändring av beslut ECB/2001/15 av den 6 december 2001 om utgivningen av eurosedlar	EUT L 1, 4.1.2008, s. 7
ECB/2007/20	Europeiska centralbankens riktlinje av den 17 december 2007 om ändring av riktlinje ECB/2006/16 om den rättsliga ramen för redovisning och finansiell rapportering inom Europeiska centralbankssystemet	EUT L 42, 16.2.2008, s. 85

Nummer	Namn	EUT nr
ECB/2007/21	Europeiska centralbankens riktlinje av den 17 december 2007 om ändring av beslut ECB/2006/17 om Europeiska centralbankens årsbokslut	EUT L 42, 16.2.2008, s. 83
ECB/2007/22	Europeiska centralbankens riktlinje av den 31 december 2007 om Central Bank of Cyprus och Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas inbetalning av kapital, överföring av reservtillgångar och bidrag till Europeiska centralbankens reserver och avsättningar	EUT L 28, 1.2.2008, s. 36
ECB/2008/1	Europeiska centralbankens rekommendation av den 28 januari 2008 till Europeiska unionens råd om externa revisorer för Finlands Bank	EUT C 29, 1.2.2008, s. 1

## EUROPEISKA CENTRALBANKENS YTTRANDEN

De yttranden som ECB antog 2007 och i början av 2008 enligt artikel 105.4 i fördraget och artikel 4 i ECBS-stadgan, artikel 112.2 b i fördraget och artikel 11.2 i ECBS-stadgan räknas upp i tabellen nedan. En förteckning över alla yttranden som ECB har antagit sedan banken upprättades finns på ECB:s webbplats.

### a) ECB-yttranden efter samråd som har ägt rum på begäran av en medlemsstat<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Initiativtagare	Ämne
CON/2007/1	Cypern	Ett regelverk för införandet av euron samt om en smidig övergång till euron
CON/2007/2	Ungern	Upprättandet av ett direktrapporteringsystem för betalningsbalansstatistik
CON/2007/3	Irland	Värdepapper för vilka säkerhet ställts
CON/2007/5	Slovenien	Utgivning av minnes- och samlarmynt
CON/2007/6	Tyskland	Ändringar av stadgarna för Deutsche Bundesbank avseende antalet och nomineringen av ledamöterna i direktionen
CON/2007/7	Nederländerna	Översyn av clearing- och avvecklingstjänster
CON/2007/8	Tjeckien	Vissa av uppgifterna för Česká národní banka på konsumentskyddsområdet
CON/2007/10	Ungern	Ändringar av lagen om förebyggande och bekämpning av penningtvätt avseende sanktioner och tillsynsregler och deras tillämpningsområde i avseende på den nationella centralbanken
CON/2007/12	Lettland	Penningpolitiska instrument och Latvijas Bankas system för avveckling av värdepapper
CON/2007/13	Grekland	Ändring av stadgarna för Bank of Greece för anpassning till utvecklingen i Eurosystemets ramverk för säkerheter och för att säkerställa väl fungerande betalningssystem
CON/2007/14	Ungern	Ändringar av stadgarna för Magyar Nemzeti Bank avseende strukturen och styrningen av Magyar Nemzeti Bank
CON/2007/15	Grekland	Tillsynen över kredit- och finansinstitut samt om godtagbar säkerhet för penningpolitiska transaktioner
CON/2007/16	Malta	Beräkningen av kassakravet och relaterade förfaranden
CON/2007/17	Italien	Regleringen och övervakningen av marknader samt behöriga oberoende myndigheters fungerande

<sup>1</sup> I december 2004 beslutade ECB-rådet att yttranden som ECB avger på begäran av nationella myndigheter som regel kommer att publiceras omedelbart efter att de har antagits och därefter översänts till den rådfrågande myndigheten.

<sup>2</sup> Samrådsärendena är uppräknade i den ordning som de har antagits av ECB-rådet.

Nummer <sup>2</sup>	Initiativtagare	Ämne
CON/2007/18	Slovenien	Ändringar av lagen om betalningstransaktioner avseende tillgången till uppgifter från registret över transaktionskonton
CON/2007/21	Tyskland	Införandet av nya riktlinjer för reglering och tillsyn med målet att förbättra fondindustrins internationella konkurrenskraft och harmonisering av lagstiftningen med rådets direktiv 85/611/EEG av den 20 december 1985 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag)
CON/2007/22	Rumänien	Regler avseende minimireserver (kassakrav)
CON/2007/23	Rumänien	Centralbankens reglering av andra finansinstitut än banker
CON/2007/24	Rumänien	Statistikrapportering avseende tillgångar och skulder i balansräkningen hos andra finansinstitut än banker
CON/2007/25	Spanien	Lagstiftningsändringar som anpassar systemen för överföring av betalningar och värdepapper till Target2
CON/2007/26	Polen	Ändringar som avser ledningen, tillsynen och finansieringen av insättningsgarantin, särskilt Narodowy Bank Polskis uppgifter i samband med detta
CON/2007/27	Rumänien	Banca Națională a Românieis tillsyn över betalningssystem, avvecklingssystem för värdepapper och betalningsinstrument
CON/2007/28	Polen	Regler om sortering och emballering av sedlar och mynt
CON/2007/29	Portugal	Införandet av konsumentskyddsregler inom ramen för Banco de Portugals tillsynsverksamhet
CON/2007/31	Polen	En reform av den finansiella tillsynen, särskilt vad gäller Narodowy Bank Polskis uppgifter
CON/2007/32	Tyskland	Moderniseringen av den tyska federala finansinspektionens (BaFin) tillsynsstruktur
CON/2007/33	Österrike	Reform av tillsynsarbetet
CON/2007/34	Polen	Ändrade regler för kassakrav när företag delas
CON/2007/36	Slovenien	Nya arbetsuppgifter för Banka Slovenije när det gäller att bekämpa penningtvätt
CON/2007/37	Belgien	Avskaffandet av innehavarpapper vad gäller aktier som emitterats av Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2007/38	Slovenien	Tillsynen över valutatransaktioner
CON/2007/39	Cypern	Betalningsmedels skydd mot förfalskning och annan olaglig verksamhet

Nummer <sup>2</sup>	Initiativtagare	Ämne
CON/2007/40	Bulgarien	Införandet av ett tillsynsförfarande för enheter som tillhandahåller betalningsförmedlingstjänster
CON/2007/41	Tyskland	Rapporteringsregler för betalningar och direktinvesteringar i inhemska och utländska ekonomiska territorier i samband med inrättandet av ett gemensamt eurobetalningsområde
CON/2007/43	Slovakien	Rättslig ram för införandet av euron
CON/2008/1	Cypern	Tillsynen över reproduceringar av eurosedlar och euromynt på Cypern
CON/2008/2	Tjeckien	Ansvarsfördelningen mellan Česká národní banka och finansministeriet när det gäller att ta fram och inför regeringen framlägga vissa lagförslag
CON/2008/3	Tyskland	Lagstiftningen om mynt
CON/2008/4	Sverige	En ändring i lagen om Sveriges riksbank som rör mandatperioden för ledamöterna i Riksbankens direktion
CON/2008/5	Polen	Ändringar som avser ledningen, tillsynen och finansieringen av insättningsgarantin, särskilt Narodowy Bank Polskis uppgifter i samband med detta
CON/2008/6	Portugal	Principerna, reglerna och strukturen för det nationella statistiksystemet och Banco de Portugals roll
CON/2008/7	Rumänien	Ändringar i lagarna om checkar, finansväxlar och egna växlar
CON/2008/8	Frankrike	Vilka konsekvenser en förändring av Saint-Martins och Saint-Barthélemys status enligt fransk lag medför för deras monetära ställning



**b) ECB-yttranden efter samråd som har ägt rum på begäran av en EU-institution<sup>3</sup>**

Nummer <sup>4</sup>	Initiativtagare	Ämne	EUT nr
CON/2007/4	EU-rådet	Införandet av ett nytt kommittéförfarande i åtta direktiv inom ramen för Handlingsplanen för finansiella tjänster	EUT C 39, 23.2.2007, s. 1
CON/2007/9	EU-rådet	En förordning om kvartalsstatistik över lediga platser i gemenskapen	EUT C 86, 20.4.2007, s. 1
CON/2007/11	EU-rådet	Kartläggning och klassificering av europeisk kritisk infrastruktur	EUT C 116, 26.5.2007, s. 1
CON/2007/19	EU-rådet	Införandet av euron i Cypern och Malta samt över det cypriska pundets och den maltesiska lirans omräkningskurs till euron	EUT C 160, 13.7.2007, s. 1
CON/2007/20	EU-rådet	Mandatet för regeringskonferensen att upprätta ett fördrag som ändrar de nuvarande fördragen	EUT C 160, 13.7.2007, s. 2
CON/2007/30	EU-rådet	Urval, ersättningar och kvalitetsjusteringar avseende harmoniserade konsumentprisindex (HIKP)	EUT C 248, 23.10.2007, s. 1
CON/2007/35	EU-rådet	Ett förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om europeisk statistik	EUT C 291, 5.12.2007, s. 1
CON/2007/42	EU-rådet	Tillstånd för de behöriga nationella myndigheterna samt EU:s institutioner och organ att transportera förfalskade eurosedlar och euromynt som ett led i arbetet med att upptäcka förfalskningar	EUT C 27, 31.1.2008, s. 1

<sup>3</sup> Offentliggörs också på ECB:s webbplats.

<sup>4</sup> Samrådsärendena är uppräknade i den ordning som de har antagits av ECB-rådet.

# KALENDARIUM FÖR EUROSISTEMETS PENNINGPOLITISKA ÅTGÄRDER<sup>1</sup>

## 12 JANUARI OCH 2 FEBRUARI 2006

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 2,25 %, 3,25 % respektive 1,25 %.

## 2 MARS 2006

ECB-rådet beslutar höja den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna med 25 punkter till 2,50 %, vilket skall gälla från och med den transaktion som träder i kraft den 8 mars 2006. Räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten höjs samtidigt med 25 punkter till 3,50 % respektive 1,50 %, båda med verkan från och med den 8 mars 2006.

## 6 APRIL OCH 4 MAJ 2006

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 2,50 %, 3,50 % respektive 1,50 %.

## 8 JUNI 2006

ECB-rådet beslutar höja den lägsta anbudsräntan på Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner med 25 punkter till 2,75 % med verkan från den transaktion som träder i kraft den 15 juni 2006. Det beslutar vidare höja räntorna på både utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten med 25 punkter till 3,75 % respektive 1,75 %, båda med verkan från den 15 juni 2006.

## 6 JULI 2006

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och

inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 2,75 %, 3,75 % respektive 1,75 %.

## 3 AUGUSTI 2006

ECB-rådet beslutar höja den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna med 25 punkter till 3,0 % med verkan från den transaktion som träder i kraft den 9 augusti 2006. Det beslutar vidare höja räntorna på både utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten med 25 punkter till 4,0 % respektive 2,0 %, båda med verkan från den 9 augusti 2006.

## 31 AUGUSTI 2006

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 3,0 %, 4,0 % respektive 2,0 %.

## 5 OKTOBER 2006

ECB-rådet beslutar höja den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna med 25 punkter till 3,25 %, med verkan från den transaktion som träder i kraft den 11 oktober 2006. Räntorna på både utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vidare höjas med 25 punkter till 4,25 % respektive 2,25 %, med verkan från den 11 oktober 2006.

## 2 NOVEMBER 2006

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 3,25 %, 4,25 % och 2,25 %.

<sup>1</sup> Kalendarium för de penningpolitiska åtgärder som Eurosystemet har vidtagit mellan 1999 och 2005 finns i ECB:s årsrapporter för respektive år.

#### **7 DECEMBER 2006**

ECB-rådet beslutar höja den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna med 25 punkter till 3,50 %, med verkan från den transaktion som träder i kraft den 13 december 2006. Räntorna på både utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vidare höjas med 25 punkter till 4,50 % respektive 2,50 %, med verkan från den 13 december 2006.

#### **21 DECEMBER 2006**

ECB-rådet beslutar öka tilldelningsbeloppet från 40 miljarder euro till 50 miljarder euro för var och en av de långfristiga refinansieringstransaktioner som skall genomföras under 2007. Det nya beloppet tar hänsyn till att likviditetsbehovet för banksystemet i euroområdet har ökat kraftigt under de senaste åren och beräknas växa ytterligare under 2007. Eurosystemet har därför beslutat att den del av likviditetsbehovet som tillförs genom de långfristiga refinansieringstransaktionerna skall öka något. Eurosystemet kommer emellertid även fortsättningsvis att tillföra merparten av likviditet genom sina huvudsakliga refinansieringstransaktioner. ECB-rådet kan besluta att ändra tilldelningsbeloppet på nytt i början av 2008.

#### **11 JANUARI OCH 8 FEBRUARI 2007**

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 3,50 %, 4,50 % respektive 2,50 %.

#### **12 APRIL OCH 10 MAJ 2007**

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vara oförändrade på 3,75 %, 4,75 % respektive 2,75 %.

#### **6 JUNI 2007**

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna skall höjas med 25 punkter till 4 %, med verkan från den transaktion som träder i kraft den 13 juni 2007. Räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten skall vidare höjas med 25 punkter till 5 % respektive 3 %, med verkan från den 13 juni.

#### **5 JULI, 2 AUGUSTI, 6 SEPTEMBER, 4 OKTOBER, 8 NOVEMBER, 6 DECEMBER 2007, 10 JANUARI, 7 FEBRUARI OCH 6 MARS 2008**

ECB-rådet beslutar att den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten ska vara oförändrade på 4,00 %, 5,00 % respektive 3,00 %.

# DOKUMENT UTGIVNA AV EUROPEISKA CENTRALBANKEN SEDAN 2007

Denna förteckning är avsedd att ge läsarna information om utvalda dokument som har givits ut av Europeiska centralbanken sedan januari 2007. Beträffande arbetsrapporter omfattar listan enbart rapporter som publicerats december 2007 och februari 2008. Förutsatt att de finns i lager och att inget annat anges går det att prenumera på eller beställa publikationer kostnadsfritt genom att kontakta [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

En fullständig förteckning över dokument som utgivits av Europeiska centralbanken och av Europeiska monetära institutet finns på ECB:s webbplats ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

## ÅRSRAPPORT

”Årsrapport 2006”, april 2007.

## KONVERGENSRAPPORT

”Konvergensrapport”, maj 2007.

## ARTIKLAR I MÅNADSRAPPORTEN

”The enlarged EU and euro area economies”, januari 2007.

”Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade”, januari 2007.

”Putting China’s economic expansion in perspective”, januari 2007.

”Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, februari 2007.

”The EU arrangements for financial crisis management”, februari 2007.

”Migrant remittances to regions neighbouring the EU”, februari 2007.

”Communicating monetary policy to financial markets”, april 2007.

”Output growth differentials in the euro area: sources and implications”, april 2007.

”From government deficit to debt: bridging the gap”, april 2007.

”Measured inflation and inflation perceptions in the euro area”, maj 2007.

”Competition in and economic performance of the euro area services sector”, maj 2007.

”Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe”, maj 2007.

”Share buybacks in the euro area”, maj 2007.

”Interpreting monetary developments since mid-2004”, juli 2007.

”Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling”, juli 2007.

”Adjustment of global imbalances in a financially integrating world”, augusti 2007.

”The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area”, augusti 2007.

”Leveraged buyouts and financial stability”, augusti 2007.

”Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants”, oktober 2007.

”The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem”, oktober 2007.

”Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes”, oktober 2007.

”The stock market's changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy”, november 2007.

”The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area”, november 2007.

”Productivity developments and monetary policy”, januari 2008.

- ”Globalisation, trade and the euro area macroeconomy”, januari 2008.
- ”The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, januari 2008.
- ”The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, februari 2008.
- ”Securitisation in the euro area”, februari 2008.
- ”The new euro area yield curves”, februari 2008.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Finns från och med augusti 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPERS**

- 4 ”Privileges and immunities of the European Central Bank” av G. Gruber och M. Benisch, juni 2007.
- 5 ”Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States” av K. Drēviņa, K. Laurinavičius och A. Tupits, juli 2007.

#### **OCCASIONAL PAPERS**

- 55 ”Globalisation and euro area trade: interactions and challenges” av U. Baumann och F. di Mauro, februari 2007.
- 56 ”Assessing fiscal soundness: theory and practice” av N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother och J.-P. Vidal, mars 2007.
- 57 ”Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe” av S. Herrmann och E. Katalin Polgar, mars 2007.
- 58 ”Long-term growth prospects for the Russian economy” av R. Beck, A. Kamps och E. Mileva, mars 2007.
- 59 ”The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) a review after eight year's experience” av C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler och T. Rautanen, april 2007.
- 60 ”Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa” av U. Böwer, A. Geis och A. Winkler, april 2007.
- 61 ”Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach” av O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini och T. Zumer, april 2007.
- 62 ”Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective” av Juan Angel Garcia och Adrian Van Rixtel, juni 2007.
- 63 ”Corporate finance in the euro area – including background material” av Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, juni 2007.
- 64 ”The use of portfolio credit risk models in central banks” av Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB, juli 2007.
- 65 ”The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations” av F. Coppens, F. González och G. Winkler, juli 2007.
- 66 ”Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature” av N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert och G. Vitale, juli 2007.
- 67 ”Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers” av J.-M. Israël och C. Sánchez Muñoz, juli 2007.
- 68 ”The securities custody industry” av D. Chan, F. Fontan, S. Rosati och D. Russo, augusti 2007.

- 69 "Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy" av M. Sturm och F. Gurtner, augusti 2007.
- 70 "The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF" av M. Skala, C. Thimann och R. Wölfinger, augusti 2007.
- 71 "The economic impact of the Single Euro Payments Area" av H. Schmiedel, augusti 2007.
- 72 "The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe" av P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou och M. Lo Duca, september 2007.
- 73 "Reserve accumulation: objective or by-product?" av J. O. de Beaufort Wijnholds och L. Søndergaard, september 2007.
- 74 "Analysis of revisions to general economic statistics" av H. C. Dieden och A. Kanutin, oktober 2007.
- 75 "The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area" av P. Moutot (red.) och samordnat av D. Gerdesmeier, A. Lojschová och J. von Landesberger, oktober 2007.
- 76 "Prudential and oversight requirements for securities settlement" av D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou och S. Rosati, november 2007.
- 77 "Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing" av E. Mileva och N. Siegfried, november 2007.
- 78 "A framework for assessing global imbalances" av T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora och R. Straub, januari 2008.
- 79 "The working of the eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues" av P. Moutot, A. Jung och F. P. Mongelli, januari 2008.
- 80 "China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?" av M. Bussière och A. Mehl, januari 2008.

## RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin, No 6, juni 2007.

## ARBETSRAPPORTER

- 836 "Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters" av J. A. García och A. Manzanares, december 2007.
- 837 "Monetary policy and core inflation" av M. Lenza, december 2007.
- 838 "Securitisation and the bank lending channel" av Y. Altunbas, L. Gambacorta och D. Marqués, december 2007.
- 839 "Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries" av M. M. Habib och M. Manolova Kalamova, december 2007.
- 840 "Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure" av P. Du Caju, C. Fuss och L. Wintr, december 2007.
- 841 "Should we take inside money seriously?" av L. Stracca, december 2007.
- 842 "Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies" av G. Ferrucci och C. Miralles, december 2007.
- 843 "Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges" av T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula och J.-P. Vidal, december 2007.
- 844 "Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU" av A. Afonso och D. Furceri, december 2007.
- 845 "Run-prone banking and asset markets" av M. Hoerova, december 2007.

- 846 "Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data" av C. Altavilla och M. Ciccarelli, december 2007.
- 847 "Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union" av G. Ottaviano, D. Taglioni och F. di Mauro, december 2007.
- 848 "Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU" av A. Afonso och J. González Alegre, januari 2008.
- 849 "Government size, composition, volatility and economic growth" av A. Afonso och D. Furceri, januari 2008.
- 850 "Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling" av G. Camba-Méndez och G. Kapetanios, januari 2008.
- 851 "Investigating inflation persistence across monetary regimes" av L. Benati, januari 2008.
- 852 "Determinants of economic growth: will data tell?" av A. Ciccone och M. Jarocinski, januari 2008.
- 853 "The cyclical behavior of equilibrium unemployment and vacancies revisited" av M. Hagedorn och I. Manovskii, januari 2008.
- 854 "How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins" av C. Fuss, januari 2008.
- 855 "Assessing the factors behind oil price changes" av S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann och M. Mann, januari 2008.
- 856 "Markups in the euro area and the US over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors" av R. Christopoulou och P. Vermeulen, januari 2008.
- 857 "Housing and equity wealth effects of Italian households" av C. Grant och T. Peltonen, januari 2008.
- 858 "International transmission and monetary policy cooperation" av G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets och R. Straub, januari 2008.
- 859 "Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives" av F. Fornari, januari 2008.
- 860 "Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model" av M. Sánchez, januari 2008.
- 861 "Income distribution determinants and public spending efficiency" av A. Afonso, L. Schuknecht och V. Tanzi, januari 2008.
- 862 "Stock market volatility and learning" av K. Adam, A. Marcet och J. P. Nicolini, februari 2008.
- 863 "Population ageing and public pension reforms in a small open economy" av C. Nickel, P. Rother och A. Theophilopoulou, februari 2008.
- 864 "Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects" av A. Afonso och M. St. Aubyn, februari 2008.
- 865 "Explaining the Great Moderation: it is not the shocks" av D. Giannone, M. Lenza och L. Reichlin, februari 2008.
- 866 "VAR analysis and the Great Moderation" av L. Benati och P. Surico, februari 2008.
- 867 "Do monetary indicators lead euro area inflation?" av B. Hofmann, februari 2008.
- 868 "Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings" av M. Ehrmann och M. Fratzscher, februari 2008.
- 869 "The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data" av N. Cassola, februari 2008.
- 870 "Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty" av P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman och R. Pierse, februari 2008.
- 871 "The impact of capital flows on domestic investment in transition economies" av E. Mileva, februari 2008.

- 872 "Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis" av H. Buddelmeyer, G. Mourre och M. Ward, februari 2008.
- 873 "The Feldstein-Horioka fact" av D. Giannone och M. Lenza, februari 2008.
- 874 "How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?" av L. Coroneo, K. Nyholm och R. Vidova-Koleva, februari 2008.
- 875 "Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area" av O. Castrén, S. Déés och F. Zaher, februari 2008.
- 876 "Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?" av M. Andersson och A. DiAgostino, februari 2008.

### ÖVRIGA PUBLIKATIONER

- "ECB Government Finance Statistics guide", januari 2007.
- "Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament", januari 2007.
- "Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament", januari 2007.
- "Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", februari 2007.
- "List of monetary financial institutions (MFI) and Institutions subject to minimum reserves", februari 2007 (endast på webben).
- "Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics", februari 2007.
- "Euro Money Market Study 2006", februari 2007 (endast på webben).
- "Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament", februari 2007.
- "Monetary financial institutions and markets statistics sector manual", mars 2007.
- "Financial integration in Europe", mars 2007.
- "TARGET2-Securities - The blueprint", mars 2007 (endast på webben).
- "TARGET2-Securities - Technical feasibility", mars 2007 (endast på webben).
- "TARGET2-Securities - Operational feasibility", mars 2007 (endast på webben).
- "TARGET2-Securities - Legal feasibility", mars 2007. (endast på webben).
- "TARGET2-Securities - Economic feasibility", mars 2007 (endast på webben).
- "Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In co-operation with the Committee on the Global Financial System", april 2007.
- "How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins", april 2007.
- "Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU", april 2007.
- "TARGET Annual Report 2006", maj 2007 (endast på webben).
- "European Union Balance of Payments: international Investment Position statistical methods", maj 2007.
- "Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables", maj 2007 (endast på webben).
- "The euro bonds and derivatives markets", juni 2007.
- "The euro bonds and derivatives markets", juni 2007 (endast på webben).
- "Review of the international role of the euro", juni 2007.
- "Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications", juni 2007.
- "Financial Stability Review", juni 2007.
- "Monetary policy: A journey from theory to practice", juni 2007.
- "Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area", juni 2007 (endast på webben).



”The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, juli 2007 (endast på webben).  
 ”Fifth SEPA progress report”, juli 2007 (endast på webben).  
 ”Potential impact of Solvency II on financial stability”, juli 2007.  
 ”The role of central counterparties ñ issues related to central counterparty clearing”, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, juli 2007.  
 ”European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, juli 2007.  
 ”Payment and securities settlement systems in the European Union” (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, augusti 2007.  
 ”EU banking structures”, oktober 2007.  
 ”TARGET2-Securities progress report”, oktober 2007 (endast på webben).  
 ”Fifth progress report on TARGET2” with Annex 1 ”Information guide for TARGET2 users (version 1.0), Annex 2 ”User information guide to TARGET2 pricing” och Annex 3 ”TARGET2 compensation scheme, claim form”, oktober 2007 (endast på webben).  
 ”Euro money market survey”, november 2007 (endast på webben).  
 ”Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution”, november 2007 (endast på webben).  
 ”Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties”, december 2007.  
 ”Financial Stability Review”, december 2007.  
 ”Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, januari 2008 (endast på webben).  
 ”EU banking sector stability”, november 2007 (endast på webben).  
 ”Oversight framework for card payment schemes – standards”, januari 2008 (endast på webben).  
 ”The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, februari 2008.

#### **INFORMATIONSBROSCHYRER**

”A single currency: an integrated market infrastructure”, september 2007.

## ORDLISTA

Ordlistan innehåller ett urval av den terminologi som används i årsrapporten. En mer omfattande och utförlig ordlista finns på ECB:s webbplats.

**Aktiemarknad:** den marknad där **aktier** ges ut och handlas.

**Aktier:** värdepapper som representerar ägarandelar i företag. De omfattar aktier som handlas på aktiebörser (börsnoterade aktier), onoterade aktier samt andra former av riskbärande värdepapper. Aktier ger vanligtvis inkomster i form av utdelning.

**Allmänna rådet:** ett av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. Det består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt samtliga centralbankschefer i Europeiska centralbankssystemet.

**Avvecklingsrisk:** risken för att avvecklingen i ett betalningssystem inte sker som förväntat, normalt till följd av att en part inte fullgör ett eller flera av sina åtaganden. Denna risk omfattar särskilt operativ risk, **kreditrisk** och **likviditetsrisk**.

**Betalningsbalans:** sammanfattande statistik för en bestämd tidsperiod över en ekonomisk ekonomiska transaktioner med resten av världen. De transaktioner som räknas rör varor, tjänster och faktorinkomster; finansiella fordringar på och skulder till resten av världen, samt transaktioner (till exempel skulder som efterskänks) som klassificeras som transfereringar.

**Central motpart:** en organisation som går in och agerar som motpart gentemot köpare och säljare i ett avtal, dvs. som köpare gentemot varje säljare och som säljare gentemot varje köpare.

**Direktinvesteringar:** gränsöverskridande investeringar som görs i syfte att få ett varaktigt inflytande i ett företag hemmahörande i ett annat land (aktieinnehavet utgör i praktiken minst 10 % av rösträtterna).

**Driftsöverskott brutto:** det överskott (eller underskott) som produktionsaktiviteterna genererar efter det att kostnaderna för insatsförbrukning, ersättningar till anställda och skatter minus subventioner på produktion har dragits av, men innan man beaktar utgifter och intäkter för finansiella tillgångar och icke-producerade tillgångar som man lånat/arrederat eller äger.

**ECB:s direktion:** ett av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. Den består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt fyra andra ledamöter som utnämns gemensamt av stats- eller regeringscheferna i de medlemsstater som har infört euron.

**ECB:s styrräntor:** de räntor som bestämmer inriktningen på **Europeiska centralbankens** penningpolitik och som fastställs av **ECB-rådet**. Styrräntorna är den **lägsta anbudsräntan** på de **huvudsakliga refinansieringstransaktionerna**, räntan på **utlåningsfaciliteten** samt på **inlåningsfaciliteten**.

**ECB-rådet:** **Europeiska centralbankens (ECB)** högsta beslutande organ. Det består av samtliga ledamöter i **ECB:s direktion** och centralbankscheferna i de medlemsstater som har infört euron.

**Ekofinrådet:** EU-rådsmöten som består av ekonomi- och finansministrarna.

**Ekonomisk analys:** en av de pelare för **ECB:s** verksamhet när det gäller att genomföra en omfattande analys av hoten mot **prisstabilitet** som utgör grundvalen för **ECB-rådets** penningpolitiska beslut. Den ekonomiska analysen koncentreras huvudsakligen på att bedöma ekonomisk och finansiell utveckling och underliggande hot mot prisstabilitet på kort och medellång sikt utifrån samspelet mellan utbud och efterfrågan på varor, tjänster och faktormarknader för dessa tidshorisonter. Här uppmärksammas i stor utsträckning behovet att identifiera vilka chocker som påverkar ekonomin, deras effekter på kostnader och priser samt hur de kommer att påverka ekonomin på kort och medellång sikt (se även **monetär analys**).

**Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK):** ett rådgivande gemenskapsorgan som hjälper till att förbereda **Ekofinrådets** och Europeiska kommissionens arbete. I kommitténs uppgifter ingår att följa den ekonomiska och finansiella utvecklingen i medlemsstaterna och inom gemenskapen, inklusive läget i de offentliga finanserna.

**Ekonomiska och monetära unionen (EMU):** den process som ledde till den gemensamma valutan, euron, och den gemensamma penningpolitiken i **euroområdet** samt till samordningen av den ekonomiska politiken i EU-länderna. Denna process, i enlighet med vad som fastställs i fördraget, genomfördes i tre etapper. Etapp tre, den sista etappen, inleddes den 1 januari 1999 då behörigheten att fatta penningpolitiska beslut överfördes till **Europeiska centralbanken** och euron infördes. Kontantutbytet den 1 januari 2002 avslutade inrättandet av EMU.

**Eonia (euro overnight index average):** ett mått på den effektiva räntan på interbankmarknaden för dagslån i euro. Det beräknas som ett viktat genomsnitt av räntorna på dagslån i euro utan säkerhet, som inrapporterats av en panel banker.

**ERM2 (exchange rate mechanism II):** den växelkursmekanism som utgör ramen för det valutapolitiska samarbetet mellan länderna i **euroområdet** och EU-länderna utanför euroområdet. ERM2 är ett multilateralt arrangemang med fasta, men justerbara, centralkurser och ett normalt fluktuationsband på  $\pm 15\%$ . Beslut som rör centralkurserna eller eventuellt smalare fluktuationsband fattas gemensamt genom en multilateral överenskommelse mellan den berörda EU-medlemsstaten, euroländerna, **Europeiska centralbanken (ECB)** och övriga EU-medlemsstater som deltar i ERM2. Alla deltagare i ERM2, inklusive ECB, har rätt att inleda ett konfidentiellt förfarande i syfte att ändra centralkurserna.

**Euribor (euro interbank offered rate):** den ränta till vilken en bank med god kreditvärdighet är villig att ge lån i euro till en annan bank med god kreditvärdighet, enligt vad som rapporteras av en panel banker. Euribor beräknas dagligen för interbankinlåning med olika löptider på upp till tolv månader.

**Eurons effektiva (nominella/reala) växelkurs:** ett vägt genomsnitt av ett antal bilaterala växelkurser i förhållande till valutorna i **euroområdets** viktigaste handelspartner. **Europeiska centralbanken** fastställer effektiva nominella växelkursindex för euron i förhållande till två grupper av handelspartner: EER-22 (omfattar de 12 EU-länderna utanför euroområdet och 10 viktiga handelspartner utanför EU) och EER-42 (omfattar EER-22 och ytterligare 20 länder). De vikter som tillämpas speglar ländernas andelar av euroområdets handel och tar även hänsyn till konkurrensen på tredjelandsmarknader. Eurons reala effektiva växelkurser är de nominella effektiva växelkurserna deflaterade med ett vägt genomsnitt av utländska, i förhållande till inhemska, priser och kostnader. De mäter således konkurrenskraft när det gäller priser och kostnader.

**Euroområdet:** ett område som omfattar de medlemsstater som har infört euron som sin gemensamma valuta i enlighet med **EG-fördraget** och där **ECB-rådet** för den gemensamma penningpolitiken. För närvarande omfattar euroområdet Belgien, Tyskland, Irland, Grekland, Spanien, Frankrike, Italien, Cypern, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Österrike, Portugal, Slovenien och Finland.

**Europeiska centralbanken (ECB):** en juridisk person enligt gemenskapsrätten (artikel 107.2 i fördraget) i centrum för **Eurosystemet** och **Europeiska centralbankssystemet (ECBS)**. Den säkerställer att de uppgifter som ålagts Eurosystemet och ECBS genomförs antingen i den egna verksamheten eller genom de nationella centralbankerna i enlighet med stadgan för Europeiska centralbankssystemet. ECB styrs av **ECB-rådet**, **ECB:s direktion** och **allmänna rådet** som tredje beslutande organ.

**Europeiska centralbankssystemet (ECBS):** består av **Europeiska centralbanken (ECB)** och de nationella centralbankerna i de 27 EU-medlemsstaterna, dvs. förutom medlemmarna i **Eurosystemet** även de nationella centralbankerna i medlemsstater som ännu inte har infört euron. ECBS styrs av **ECB-rådet**, **ECB:s direktion** och **allmänna rådet** som tredje beslutande organ.

**Europeiska monetära institutet (EMI):** en temporär institution som inrättades vid inledningen av den andra etappen i den **ekonomiska och monetära unionen (EMU)** den 1 januari 1994. Den likviderades efter inrättandet av **ECB** den 1 juni 1998.

**Europeiska nationalräkenskapsystemet (ENS 95):** ett omfattande och integrerat system för makroekonomiska räkenskaper baserat på en uppsättning internationellt överenskomna begrepp, definitioner, klassificeringar och räkenskapsregler som syftar till att få en enhetlig kvantitativ beskrivning av medlemsstaternas ekonomier. ENS 95 är gemenskapens version av System of National Accounts 1993 (SNA 93).

**Eurosystemet: euroområdets** centralbankssystem. Det omfattar **Europeiska centralbanken** och de nationella centralbankerna i medlemsstater som har infört euron.

**Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAI):** det ramverk som definierar de förfaranden, regler och tekniker som säkerställer att alla godtagbara tillgångar uppfyller **Eurosystemets** höga kreditvärdighetsstandarder.

**Finansiell stabilitet:** ett tillstånd där det finansiella systemet – dvs. finansinstitut, marknader och marknadsinfrastrukturer – kan stå emot negativa chocker och rätta till finansiella obalanser, och därmed minska sannolikheten för störningar i den finansiella förmedlingsprocessen som är så allvarliga att de väsentligt försämrar placeringen av sparmedel i lönsamma investeringsmöjligheter.

**Finansiell utlandsställning:** värdet på och sammansättningen av ett lands utestående finansiella nettofordringar på (eller finansiella nettoskulder till) resten av världen.

**Finjusterande transaktion:** en icke regelbunden, **öppen marknadsoperation** som genomförs av **Eurosystemet**, huvudsakligen för att hantera oväntade likviditetsfluktuationer på marknaden. Frekvensen och löptiden för finjusterande transaktioner är inte standardiserade.

**Framtidsbedömningar:** resultaten av det arbete som utförs fyra gånger per år för att bedöma den framtida makroekonomiska utvecklingen i **euroområdet**. De framtidsbedömningar som görs av **Eurosystemets** experter publiceras i juni och december, medan de framtidsbedömningar som görs

av **Europeiska centralbankens (ECB)** experter publiceras i mars och september. De ingår i den **ekonomiska analys** som är en av pelarna i **Europeiska centralbankens** penningpolitiska strategi och är därmed ett av underlagen för **ECB-rådets** bedömning av hoten mot **prisstabiliteten**.

**Fördraget:** avser Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen ("Romfördraget"). Fördraget har ändrats flera gånger, särskilt genom Fördraget om Europeiska unionen ("Maastrichtfördraget") som lade grunden till **Ekonomiska och monetära unionen** och innehöll **ECBS-stadgan**.

**Företagens lönsamhet:** ett mått på företags vinstutveckling, främst i förhållande till omsättning, tillgångar eller eget kapital. Det finns flera olika lönsamhetstal som baseras på företagets årsredovisningar, t.ex. rörelseresultat (omsättning minus rörelseomkostnader) i förhållande till omsättning, nettoresultat (rörelseresultat och rörelsefrämmande inkomster, efter skatt, avskrivning och extraordinära poster) i förhållande till omsättning, avkastning på tillgångar (nettoresultat i förhållande till totala tillgångar) och avkastning på eget kapital (nettoresultat i förhållande till aktieägarnas medel). På makroekonomisk nivå används ofta **rörelseresultat**, baserat på nationalräkenskaper, till exempel i förhållande till BNP eller förädlingsvärde, som ett mått på lönsamhet.

**Förfarandet vid alltför stora underskott:** i artikel 104 i **EG-fördraget** och i protokoll nr 20 om förfarandet vid alltför stora underskott åläggs EU:s medlemsstater att upprätthålla budgetdisciplin. Det fastställs vidare kriterier för när ett alltför stort underskott kan anses föreligga och vilka åtgärder som skall vidtas om kraven på budgetbalans eller på den offentliga sektorns skuldsättning inte är uppfyllda. Artikel 104 kompletteras av rådets förordning (EG) nr 1467/97 av den 7 juli 1997 om påskyndande och förtydligande av tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott (ändrad genom rådets förordning (EG) nr 1056/2005 av den 27 juni 2005), som ingår i **stabilitets- och tillväxtpakten**.

**Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP):** ett konsumentprisindex som sammanställs av Eurostat och som är harmoniserat över alla EU-medlemsstater.

**Huvudsaklig refinansieringstransaktion:** en regelbunden **öppen marknadsoperation** som genomförs av **Eurosystemet** i form av en **reverserad transaktion**. Sådana transaktioner genomförs varje vecka genom ett standardiserat anbudsförfarande med en normal löptid på en vecka.

**Icke-finansiella företags finansieringsgap:** finansieringsgapet kan definieras som skillnaden mellan företagets sparande (genom innehållen vinst och avskrivningar) och icke-finansiella företags icke-finansiella investeringar. Finansieringsgapet kan även definieras på grundval av redovisningen, som skillnaden mellan icke-finansiella företags finansiella tillgångar och skulder. På grund av skillnader i källstatistiken finns det statistiska diskrepanser mellan de två måtten.

**Icke-finansiella företags kostnader för extern finansiering (real):** de kostnader som icke-finansiella företag ådrar sig för extern finansiering. För icke-finansiella företag i **eurområdet** beräknas kostnaderna som ett vägt genomsnitt av kostnaden för banklån, kostnaden för **räntebärande värdepapper** och kostnaden för eget kapital, på grundval av det utestående beloppet (korrigerat för värderingseffekter) och deflaterat med inflationsförväntningar.

**Implicit volatilitet:** den förväntade volatiliteten (dvs. standardavvikelsen) när det gäller förändringen i priset på en tillgång (till exempel en aktie eller en obligation), som kan härledas från

den underliggande tillgångens pris, återstående löptid och optioners lösenpris, samt från en riskfri ränta, till exempel Black-Scholes-formeln.

**Inlåningsfacilitet:** en **stående facilitet** i **Eurosystemet** som **motparter** kan använda för insättning över natten hos en nationell centralbank till en på förhand bestämd ränta (se **ECB:s styrräntor**).

**Kandidatländer:** länder för vilka EU har accepterat en ansökan om EU-medlemskap. Anslutningsförhandlingar med Kroatien och Turkiet inleddes den 3 oktober 2005, medan förhandlingar med f.d. jugoslaviska republiken Makedonien ännu inte har inletts.

**Kassakrav:** de minimireserver som **ett kreditinstitut** ska hålla hos **Eurosystemet**. Uppfyllandet av kassakraven bedöms på grundval av de genomsnittliga dagliga behållningarna under en **uppfyllandeperiod**.

**Kassakravsbas:** summan av de poster i balansräkningen (särskilt skulder) som utgör underlag för beräkningen av ett **kreditinstituts kassakrav**.

**Kassakravsprocent:** den procentsats som centralbanken fastställer för varje kategori balansräkningsposter i **kassakravsbasen**. Procentsatserna används för att beräkna **kassakravens** storlek.

**Konsoliderad balansräkning för MFI-sektorn:** den balansräkning som tas fram genom nettning av **MFI:s** inbördes positioner (t.ex. lån och inlåning mellan MFI) i den aggregerade balansräkningen för MFI-sektorn. Den ger statistisk information om MFI-sektorns tillgångar och skulder i förhållande till hemmahörande i **eurområdet** som inte ingår i denna sektor (den **offentliga sektorn** och andra hemmahörande i eurområdet) och i förhållande till hemmahörande utanför eurområdet. Det är den viktigaste statistiska källan vid beräkningen av penningmängdsmått och ligger till grund för den regelbundna analysen av M3:s motposter.

**Korrespondentcentralbanksmodellen (CCBM):** en mekanism inrättad av Eurosystemet vars syfte är att göra det möjligt för motparter att använda godtagbara tillgångar över gränserna. I CCBM fungerar de nationella centralbankerna som depåhållare för varandra. Varje nationell centralbank har ett värdepapperskonto i sin värdepappersförvaltning för var och en av de övriga nationella centralbankerna (och för Europeiska centralbanken).

**Kreditderivat:** ett finansiellt instrument som separerar kreditrisken från en underliggande finansiell transaktion och gör det möjligt att värdera och överföra kreditrisken separat.

**Kreditinstitut:** 1) ett företag vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot insättningar eller andra återbetalbara medel och att bevilja krediter för egen räkning, eller 2) andra företag eller juridiska personer än de som avses i punkt 1), vilka ger ut betalningsmedel i form av elektroniska pengar.

**Kreditrisk:** risken att en **motpart** inte kommer att fullgöra ett åtagande, antingen på förfallodagen eller vid en senare tidpunkt. Kreditrisk omfattar ersättningskostnadsrisk och full kreditrisk. Den omfattar även risken att den avvecklande banken inte kan infria sina förpliktelser.

**Likviditetsrisk:** risken att en **motpart** inte kommer att fullgöra sina åtaganden till fullt värde på förfallodagen. Likviditetsrisk innebär inte att en motpart eller deltagare är insolvent, eftersom denne kanske kan fullgöra detta åtagande vid en icke specificerad senare tidpunkt.

**Lissabonstrategin:** ett omfattande program för strukturreformer som syftar till att göra EU till ”världens mest konkurrenskraftiga och dynamiska kunskapsbaserade ekonomi”, som lanserades av Europeiska rådet i Lissabon 2000.

**Långfristiga refinansieringstransaktioner:** en regelbunden Black-Scholes-formel- marknadsoperation som **Eurosystemet genomför** i form av en **reverserad transaktion**. Transaktioner genomförs varje månad genom ett standardiserat anbudsförfarande med en normal löptid på tre månader.

**Lägsta anbudsränta:** den lägsta ränta till vilken **motparterna** får lämna bud i anbudsförfaranden med rörlig ränta i samband med **huvudsakliga refinansieringstransaktioner**. Detta är en av **ECB:s styrräntor** som speglar penningpolitikens inriktning.

**M1:** snävt penningmängdsmått. Omfattar utelöpande sedlar och mynt samt dagslån som hålls av **MFI** och **staten** (till exempel på posten eller som statsskuldväxlar).

**M2:** mellanliggande penningmängdsmått. Omfattar **M1** samt inlåning med uppsägningstid upp till tre månader (dvs. kortfristig sparinlåning) samt inlåning med avtalad löptid upp till två år (dvs. kortfristig tidsbunden inlåning) som hålls hos **MFI** och hos **staten**.

**M3:** brett penningmängdsmått. Omfattar **M2** och omsättningsbara instrument, särskilt repoavtal, andelar i **penningmarknadsfonder** och **räntebärande värdepapper** med en löptid upp till två år utgivna av **MFI**.

**Marknadsrisk:** risken för förlust (både för poster i och utanför balansräkningen) till följd av förändrade marknadspriser.

**MFI:s kreditgivning till hemmahörande i euroområdet:** MFI:s utlåning till icke-MFI hemmahörande i **euroområdet** (inbegripet den **offentliga sektorn** och den privata sektorn) samt MFI:s innehav av värdepapper (aktier, andra ägarandelar och **räntebärande värdepapper**) utgivna av icke-MFI hemmahörande i euroområdet.

**MFI:s långfristiga finansiella skulder:** inlåning med överenskommen löptid över 2 år, inlåning med över 3 månaders uppsägningstid, **räntebärande värdepapper** utgivna av **MFI** i **euroområdet** med en ursprunglig löptid över 2 år och euroområdets MFI-sektors eget kapital.

**MFI:s utländska nettotillgångar:** euroområdets **MFI-sektors** utländska tillgångar (t.ex. guld, utländska sedlar och mynt, värdepapper utgivna av hemmahörande utanför euroområdet och lån till hemmahörande utanför euroområdet) minus euroområdets MFI-sektors utländska skulder (t.ex. inlåning av hemmahörande utanför euroområdet och repoavtal, samt deras innehav av andelar i **penningmarknadsfonder** och **räntebärande värdepapper** utgivna av MFI med en löptid upp till 2 år).

**MFI-räntor:** de räntor som hemmahörande **kreditinstitut** och andra **MFI**, utom centralbanker och **penningmarknadsfonder**, tillämpar på eurodenominerad inlåning och utlåning till hushåll och icke-finansiella företag hemmahörande i **euroområdet**.

**Monetär analys:** en av pelarna i **Europeiska centralbankens** system för heltäckande analys av hoten mot den **prisstabilitet** som ligger till grund för **ECB-rådets** penningpolitiska beslut. Med hjälp av den monetära analysen bedöms inflationstrenderna på medellång till lång sikt, eftersom

det finns ett nära samband mellan penningmängd och priser över långa tidshorisonter. Den monetära analysen tar hänsyn till utvecklingen i en mängd monetära indikatorer, däribland M3, dess komponenter och motposter, särskilt kreditgivning, och diverse mått på överskottslikviditet (se även **ekonomisk analys**).

**Monetära finansinstitut (MFI):** finansiella institutioner som tillsammans utgör den penningutgivande sektorn i **euroområdet**. De omfattar Eurosystemet, i euroområdet hemmahörande kreditinstitut (enligt definition i gemenskapsrätten) och alla andra hemmahörande finansiella institutioner vars verksamhet är att ta emot inlåning och/eller nära substitut för inlåning från andra enheter än MFI och att för egen räkning (åtminstone i ekonomiskt hänseende) bevilja kredit och/eller placera i värdepapper. Den sistnämnda gruppen består främst av **penningmarknadsfonder**.

**Monetära inkomster:** de inkomster som de nationella centralbankerna får när de fullgör Eurosystemets penningpolitiska uppgifter och som kommer från tillgångar som öronmärkts i enlighet med **ECB-rådets** riktlinjer och innehas som motvärde för utelöpande sedlar och inlåningsskulder till **kreditinstitut**.

**Motpart:** den andra parten i en finansiell transaktion (till exempel varje part som gör transaktioner med en centralbank).

**Obligationsmarknad:** den marknad där långfristiga **räntebärande värdepapper** utges och handlas.

**Offentlig sektor:** en sektor som enligt definitionen i **Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995** inkluderar inhemska enheter vilkas primära uppgift är att producera icke marknadsförda varor och tjänster som är avsedda för individuell och kollektiv konsumtion eller att omfördela nationella inkomster och förmögenheter. Denna sektor omfattar staten, delstater, kommuner och socialförsäkringsfonder. Undantagna är offentligt ägda enheter som bedriver kommersiell verksamhet, till exempel offentliga företag.

**Option:** ett finansiellt instrument som ger innehavaren rätt, men inte skyldighet, att köpa eller sälja en viss underliggande tillgång (t.ex. en obligation eller aktie) till ett förutbestämt pris (lösenpris) vid eller fram till en bestämd tidpunkt (förfalldatum).

**Organisationsstyrning:** de regler, förfaranden och processer enligt vilka en organisation styrs och kontrolleras. Genom organisationsstyrningen anges fördelningen av rättigheter och ansvar mellan olika deltagare i en organisation – till exempel styrelsen, direktörerna, aktieägarna och andra intressenter – och fastställs regler och förfaranden för beslutsfattandet.

**Penningmarknad:** den marknad på vilken kortfristiga medel upplånas, investeras och handlas. De instrument som används har i allmänhet en ursprunglig löptid upp till 1 år.

**Portföljinvesteringar:** hemmahörandes nettotransaktioner/positioner i värdepapper utgivna av icke-hemmahörande ("tillgångar") och icke-hemmahörandes nettotransaktioner/positioner i värdepapper utgivna av hemmahörande (skulder). Omfattar aktier och **räntebärande värdepapper** (obligationer och **penningmarknadsinstrument**), men inte belopp som registreras som **direktinvesteringar** eller reservtillgångar.



**Primärsaldo:** den offentliga sektorns nettoupplåning eller nettoutlåning efter det att räntebetalningarna på den offentliga sektorns konsoliderade skulder har dragits ifrån.

**Prisstabilitet:** Eurosystemets huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet. ECB-rådet definierar prisstabilitet som en årlig ökning i euroområdet **harmoniserade index för konsumentpriser (HIKP)** under 2 procent. ECB-rådet har också förklarat att det för att upprätthålla prisstabilitet har som mål att hålla inflationen under, men nära, 2 procent på medellång sikt.

**Referensportfölj:** i investeringssammanhang, en referensportfölj eller ett referensindex som har sammanställts på grundval av målen för investeringarnas likviditet, risk och avkastning. Referensportföljen ligger till grund för jämförelser när det gäller den faktiska portföljens utveckling.

**Referensvärde för M3-ökning:** den årliga ökningstakt i **M3** på medellång sikt som överensstämmer med upprätthållandet av **prisstabilitet**. För närvarande är referensvärdet för den årliga ökningen i M3 4 ½ procent.

**Repoavtal:** ett avtal om försäljning och återköp av en tillgång vid en bestämd tidpunkt och till ett bestämt pris. Kallas även "repa".

**Reverserad transaktion:** en transaktion varvid centralbanken köper eller säljer tillgångar enligt ett repoavtal eller lånar ut medel mot **säkerhet**.

**RTGS-system (real-time gross settlement system):** ett avvecklingsystem där betalningar förmedlas och avvecklas i realtid (kontinuerligt) allteftersom uppdragen kommer in (utan nettnings) (se även **Target**).

**Räntebärande värdepapper:** dessa utgör ett löfte från utgivaren (låntagaren) att göra en eller flera betalningar till innehavaren (långivaren) vid en fastställd tidpunkt eller vid olika fastställda tidpunkter i framtiden. De löper vanligen med en fastställd ränta (kupong) och/eller säljs diskonterade till det belopp som betalas tillbaka på förfallodagen. Räntebärande värdepapper som ges ut med en ursprunglig löptid på över ett år klassificeras som långfristiga.

**Stabilitets- och tillväxtpakten:** Syftet med stabilitets- och tillväxtpakten är att säkra sunda offentliga finanser under den tredje etappen av den **ekonomiska och monetära unionen** för att stärka förutsättningarna för **prisstabilitet** och en stark, varaktig tillväxt som främjar skapandet av sysselsättning. Pakten föreskriver därför att medlemsländerna ska sätta upp medelfristiga budgetmål. Pakten innehåller också konkreta bestämmelser rörande **förfarandet vid alltför stora underskott**. Pakten består av Europeiska rådets resolution från mötet i Amsterdam den 17 juni 1997 om stabilitets- och tillväxtpakten och två rådsförordningar, i) förordning (EG) nr 1466/97 av den 7 juli 1997 om förstärkning av övervakningen av de offentliga finanserna samt övervakningen och samordningen av den ekonomiska politiken, ändrad genom förordning (EG) nr 1055/2005 av den 27 juni 2005, och ii) förordning (EG) nr 1467/97 av den 7 juli 1997 om påskyndande och förtydligande av tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott, ändrad genom förordning (EG) nr 1056/2005 av den 27 juni 2005. Stabilitets- och tillväxtpakten har kompletterats med **Ekofinrådets** rapport "Improving the implementation of the Stability and Growth Pact", som antogs av Europeiska rådet vid mötet i Bryssel den 22–23 mars 2005. Den har också kompletterats med den nya uppförandekoden "Specifications on the implementation of the Stability and Growth

Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes”, som antogs av Ekofinrådet den 11 oktober 2005.

**Staten: Europeiska nationalräkenskapssystemets (ENS 95)** definition av staten exklusive delstatlig och kommunal förvaltning (se även **offentlig sektor**).

**Straight-through processing (STP):** den automatiserade hanteringen (”end-to-end”) av överföringar, där så är relevant inbegripet det automatiserade slutförandet när det gäller att bekräfta, matcha, generera, clara och avveckla uppdrag.

**Stående facilitet:** en centralbanksfacilitet som är tillgänglig för **motparterna** på deras eget initiativ. **Eurosystemet** erbjuder två stående faciliteter över natten: **utlånings-** och **inlåningsfaciliteten**.

**Systemrisk:** risken att en deltagares oförmåga att fullgöra sina åtaganden i ett system kommer att medföra att andra deltagare inte kan fullgöra sina åtaganden i tid, med sådana eventuella spridningseffekter som till exempel betydande likviditets- eller kreditproblem som kan hota stabiliteten i det finansiella systemet. En sådan oförmåga kan uppstå till följd av operativa eller finansiella problem.

**Säkerheter:** de tillgångar som ställs som garanti eller på annat sätt överförs (till exempel från centralbankerna till **kreditinstituten**) för återbetalning av lån samt de tillgångar som säljs (till exempel av kreditinstituten till centralbankerna) som en del av **repoavtal** (återköpsavtal).

**Target2:** en ny generation av Targetsystemet som ersätter den tidigare decentraliserade tekniska strukturen med en enda gemensam plattform som erbjuder en harmoniserad tjänst enligt ett enhetligt prisschema.

**Targetsystemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** RTGS-systemet för euron. Det är ett decentraliserat system som består av nationella RTGS-system, ECB:s betalningsmekanism (EPM) och interlinkmekanismen.

**Uppfyllandeperiod:** den period för vilken **kreditinstitutens** uppfyllande av **kassakraven** beräknas. Uppfyllandeperioden börjar på avvecklingsdagen för den första **huvudsakliga refinansieringstransaktion** som följer på det möte i **ECB-rådet** vid vilket den månatliga utvärderingen av penningpolitiken avses ske. offentliggör ett tidsschema för uppfyllandeperioderna senast tre månader före början av kalenderåret.

**Utlåningsfacilitet: en stående facilitet i Eurosystemet** som **motparter** kan använda för att erhålla kredit över natten från en nationell centralbank till en förutbestämd ränta mot godtagbara säkerheter (se **ECB:s styrräntor**).

**Valutamarknadsswap:** två samtidigt avista- och terminstransaktioner i en valuta mot en annan.

**Värdepappersavvecklingssystem:** ett överföringssystem för avveckling av värdepapperstransaktioner. Det omfattar alla institutionella arrangemang som krävs för avveckling av värdepappershandel och förvaring av värdepapper.

**Värdepapperscentral (VPC):** en organisation för registrering av värdepapper och värdepappersinnehav som medger att värdepapperstransaktioner hanteras genom kontoföring.

Tillgångarna kan vara fysiska (men hållas i förvar hos centralen) eller dematerialiserade (dvs. bara existera som elektroniska registreringar).

**Öppen marknadsoperation:** en operation som utförs på centralbankens initiativ på finansmarknaden. Med hänsyn till syfte, regelbundenhet och förfaranden kan **Eurosystemets** öppna marknadsoperationer indelas i följande fyra kategorier: **huvudsakliga refinansieringstransaktioner, långfristiga refinansieringstransaktioner, finjusterande transaktioner** och strukturella transaktioner. Av de instrument som står till förfogande för öppna marknadsoperationer är **reverserade transaktioner** Eurosystemets viktigaste instrument och kan användas vid alla fyra kategorier av transaktioner. Vid genomförande av strukturella transaktioner står dessutom utgivning av skuldcertifikat och direkta köp/försäljningar av värdepapper till förfogande, och vid genomförandet av finjusterande transaktioner står direkta köp/försäljningar av värdepapper, **valutaswappar** och inlåning med fast löptid till förfogande.

**Övriga finansinstitut:** bolag eller kvasibolag (utom försäkringsföretag eller pensionsinstitut) som huvudsakligen ägnar sig åt förmedling av finansiering genom skuldsättning på annat sätt än genom sedlar och mynt, inlåning och/eller nära substitut till inlåning från andra institutionella enheter än MFI. Till andra finansinstitut hör i synnerhet bolag som ägnar sig åt långfristig finansiering, t.ex. finansiell leasing, värdepapperiserade tillgångar, andra finansiella innehav, värdepappers- och derivathandel (för egen räkning), riskkapital och utvecklingskapital.

ISSN 1561-4557



9 771561 455004