



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Årsberetning

2018



Indhold

Året kort fortalt	4
Året i tal	6
1 Den økonomiske vækst lå fortsat over potentialet, mens omkostningspres blev stærkere og bredere	8
1.1 Et mindre afbalanceret globalt opsving	8
1.2 Den økonomiske vækst aftog, men er stadig i overensstemmelse med et igangværende opsving	11
Boks 1 Befolkningens aldring og dens finanspolitiske konsekvenser	16
1.3 Tiltagende inflation	20
1.4 Gunstige finansieringsforhold understøttede kreditvæksten og væksten i pengemængden	23
2 Pengepolitik: Der kræves stadig tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed	28
2.1 Opkøbene blev reduceret, men pengepolitikken forblev meget lempelig	28
Boks 2 Likviditeten på euroområdet statsobligationsmarkeder og implementeringen af programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor	32
Boks 3 Effekten af programmet for opkøb af virksomhedsobligationer på euroområdet ikke-finansielle selskabers finansiering	36
2.2 Udviklingen i Eurosystemets balance mod slutningen af perioden med nettoopkøb	39
2.3 Risikostyringsrammerne for APP mindsker finansielle risici og understøtter samtidig det pengepolitiske mål	42
3 Den finansielle sektor i euroområdet: bankerne mere robuste trods risici	47
3.1 Finansiell stabilitet i 2018	47
3.2 ECB's makroprudentielle politikfunktion	50
3.3 Mikroprudentielle aktiviteter med henblik på at sikre de enkelte bankers sundhed	54

	Boks 4	Den EU-dækkende bankstresstest i 2018	55
	3.4	ECB's bidrag til styrkelse af bankunionen og kapitalmarkedsunionen	57
4		Velfungerende betalingsinfrastruktur og betalinger	60
	4.1	Target Services	60
	4.2	Opretholdelse af sikre og effektive betalingsinfrastrukturer under den digitale transformationsproces	61
5		Indsatsen for at understøtte markedets funktion og finansielle serviceydelser til andre institutioner	64
	5.1	€STR, den nye dag til dag-referencerente for euroområdet pengemarked	64
	5.2	Administration af låne- og udlånstransaktioner	67
	5.3	Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver	68
	Boks 5	FX Global Code	69
6		Flere eurosedler, færre forfalskninger	71
	6.1	En støt stigning i antallet af eurosedler i cirkulation	71
	Boks 6	Eurosystemets undersøgelse af de kontanttjenester, kreditinstitutterne tilbyder, og detailhandlens modtagelse af kontantbetalinger	72
	6.2	Forfalskning af eurosedler lå fortsat på et lavt niveau og faldt yderligere	78
	6.3	Præsentation af 100- og 200-eurosedler med forbedrede sikkerhedselementer	79
7		Statistik	81
	7.1	Nye og forbedrede statistikker for euroområdet	81
	Boks 7	En samarbejdsbaseret tilgang til ESCB-statistik	82
	7.2	Forbedret gennemsigtighed og kommunikation	84
	Boks 8	20 år med ESCB-statistik: Hvad nu?	85
8		ECB's forskningsprioriteter	87
	8.1	Arbejdet i ESCB's forskningsgrupper og PRISMA-projektet	87
	8.2	Konferencer og publikationer	89

9	Juridiske aktiviteter og forpligtelser	90
9.1	Den Europæiske Unions Domstols kompetence i forbindelse med ECB	90
9.2	ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse	91
9.3	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	95
10	Centrale spørgsmål på den europæiske og internationale dagsorden	97
10.1	Udbygning af ØMU'en	97
10.2	Udøvelse af ansvarlighed	98
10.3	Konsekvenserne af brexit	99
10.4	Internationale relationer	100
11	Forbedret kommunikation	103
12	God virksomhedsledelse, optimal organisation, modstandskraft og miljøresultater	106
12.1	Udnyttelse af ekspertise gennem diversitet og inklusion	106
12.2	Højere standarder for integritet og ledelse	107
12.3	Cyberrobusthed	108
12.4	Reduktion af ECB's økologiske fodaftryk	111
	Årsregnskab	A 1
	Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2018	C 1
	Statistikafsnit (findes kun på engelsk)	S 1

Året kort fortalt



Den økonomiske vækst i euroområdet fortsatte i 2018, men hastigheden af fremgangen aftog. **Væksten faldt fra 2,5 pct. i 2017 til 1,8 pct. i 2018**, idet der opstod en række modvinde i løbet af året. En betydelig svækkelse af verdenshandlen påvirkede sammen med en række lande- og sektorspecifikke faktorer især den eksterne sektor og fremstillingssektoren negativt.

På trods heraf forblev den indenlandske økonomi forholdsvis robust, idet den blev holdt oppe af et **fortsat opsving på arbejdsmarkedet**. Beskæftigelsen er steget med 10 millioner siden lavpunktet i midten af 2013, og arbejdsløshedsprocenten faldt til 7,8 pct. i december, hvilket er det laveste niveau siden oktober 2008. Den stærke udvikling på arbejdsmarkedet førte til en støt og bredt funderet lønvækst på 2,2 pct. i sidste kvartal. Stigende beskæftigelse og lønninger bidrog igen til at understøtte forbruget.

Den samlede inflation steg i forhold til året før til **1,7 pct. i gennemsnit i 2018**, selvom dette først og fremmest skyldtes højere energipriser. Mål for den underliggende inflation bevægede sig stort set sidelæns i løbet af året. Udsigterne for den indenlandske efterspørgsel, arbejdsmarkedet og lønvæksten bestyrkede dog vores tro på, at inflationen fortsat vil nærme sig vores målsætning på mellemlangt sigt.

Derfor forventede Styrelsesrådet i juni 2018, at de månedlige nettoopkøb under opkøbsprogrammet APP kunne nedsættes til 15 mia. euro fra september, samt at nettoopkøbene – under forudsætning af at nye data bekræftede inflationsudsigterne på mellemlangt sigt – kunne ophøre i december. Styrelsesrådet meddelte samtidig, at det forventede, at ECB's officielle renter ville blive fastholdt på deres nuværende niveau mindst hen over sommeren 2019¹, og i hvert fald så længe, det var nødvendigt for at sikre, at inflationsudviklingen forblev på linje med forventningerne om en vedvarende tilpasning.

I december gennemgik **Styrelsesrådet** de økonomiske udsigter og kom til den konklusion, at vurderingen, der blev foretaget i juni, i store træk stadig var rigtig. Dette var grunden til, at Styrelsesrådet **afsluttede nettoopkøbene under APP** og **bekræftede den styrkede forward guidance** om renteutviklingen. Parallelt hermed bekræftede Styrelsesrådet, at **der fortsat er behov for en betydelig grad af pengepolitisk stimulus** til at understøtte en yderligere opbygning af indenlandske prispres og udviklingen i den samlede inflation på mellemlangt sigt.

Denne stimulus kommer fra Styrelsesrådets forward guidance om de officielle renter, og forstærkes af geninvesteringer af forfaldne afdrag på hovedstolen af de betydelige beholdninger af aktiver, der er opkøbt under APP. Styrelsesrådet gav udtryk for, at geninvesteringerne ville fortsætte i en længere periode efter den dato, hvor de

¹ I marts 2019 meddelte Styrelsesrådet, at det nu forventedes, at de officielle renter forbliver på deres nuværende niveau i det mindste indtil udgangen af 2019, og i hvert fald så længe det er nødvendigt for at sikre en fortsat vedvarende konvergens i inflationen i retning af et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

officielle renter begynder at stige, og i hvert fald så længe det er nødvendigt for at fastholde de gunstige likviditetsforhold og en meget lempelig pengepolitik.

Styrelsesrådet bekræftede også, at det under alle omstændigheder er rede til at tilpasse alle sine instrumenter, alt efter omstændighederne, for at sikre en fortsat og vedvarende udvikling i inflationen i retning af vores inflationsmål.

Det fortsatte indenlandske opsving og de mikro- og makroprudentielle tiltag har også bidraget til at **understøtte modstandskraften i den finansielle sektor** i 2018. Samlet set var de signifikante institutters egentlige kernekapitalprocent 14,2 pct. ved udgangen af 3. kvartal 2018. Udestående misligholdte lån faldt med 94 mia. euro i de første tre kvartaler af 2018, og euroområdet signifikante bankers samlede beholdning af misligholdte lån var 4,2 pct., en nedgang fra 5,2 pct. et år tidligere.

Risikovilligheden i dele af de finansielle markeder og på ejendomsmarkederne bidrog nogle steder til de første tegn på overvurdering ved værdiansættelserne, dog med betydelige forskelle mellem landene – alt imens der fortsat blev opbygget risici i den del af den finansielle sektor, der ikke omfatter banksektoren. Dette var baggrunden for implementeringen af makroprudentielle tiltag i landene i euroområdet med henblik på at reducere systemiske risici. I 2018 evaluerede ECB 103 underretninger fra nationale myndigheder om beslutninger vedrørende makroprudentielle tiltag.

ECB fortsatte med at **understøtte benchmarkreformen i euroområdet** ved i 2018 at udvikle en ny referencerente, som skal anvendes på pengemarkedet. ECB offentliggjorde metoden bag referencerenten for den korte eurorente (€STR) i juni 2018, efter at den havde fået bred opbakning i to offentlige høringer. €STR er baseret på en gennemsnitlig daglig volumen på ca. 32 mia. euro, handlet af ca. 32 banker. Den private sektors arbejdsgruppe for risikofrie eurorenter anbefalede i september 2018, at €STR erstatter Eonia. €STR vil blive tilgængelig i oktober 2019 efter grundige interne test i Eurosystemet.

I 2018 blev der også taget **et stort skridt fremad, hvad angår betalinger i euro**. I november lancerede Eurosystemet TARGET Instant Payment Settlement (TIPS), der giver mulighed for straksbetalinger døgnet rundt på under ti sekunder.

Som det fremgik af december måneds Eurobarometer, **steg opbakningen til euroen i 2018 til 75 pct.** ECB fortsatte bestræbelserne på at skabe kontakt til borgerne i euroområdet og forbedre **ansvarligheden og gennemsigtigheden** ved at arbejde sammen med Europa-Parlamentet, men også ved at udvide vores "Youth Dialogues" og ved at fremme anvendelsen af vores websted, sociale medier og besøgscenter.

Hvis vi vender os mod det kommende år, er en betydelig pengepolitisk stimulus stadig helt afgørende for at sikre den fortsatte opbygning af indenlandske prispres på mellemlangt sigt. På grund af den vedvarende usikkerhed i relation til geopolitiske faktorer, truslen om protektionisme og sårbarheder i vækstøkonomierne vil implementeringen af pengepolitikken i euroområdet stadig kræve tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed.

Frankfurt am Main, april 2019

Mario Draghi
Formand

Året i tal



Real BNP-vækst i euroområdet
aftog i 2018

1,8 pct.

Produktionsvæksten i euroområdet fortsatte i 2018, om end langsommere end i 2017. Det afspejlede en svækkelse af verdenshandlen, som blev forstærket af visse lande- og sektorspecifikke forhold.



Den samlede inflation steg i 2018

1,7 pct.

Den samlede inflation i euroområdet steg yderligere som udtryk for stigende energipriser og i mindre omfang fødevarerpriser.



Yderligere udvidelse af
Eurosystemets balance

3,4 billioner euro

APP førte til yderligere udvidelse af Eurosystemets balance i 2018, om end i et noget lavere tempo end i de foregående år. Ved udgangen af 2018 udgjorde pengepolitiske poster på aktivsiden 3,4 billioner euro.



Betydeligt fald i den samlede værdi
af misligholdte lån

-94 mia. euro

Bankernes solvens var fortsat solid, mens den samlede værdi af misligholdte lån faldt betydeligt i årets første tre kvartaler.



Betalinger i realtid i hele Europa døgnet rundt

<10 sekunder

Efter lanceringen af TIPS i november 2018 kan enkeltpersoner og virksomheder overføre penge til hinanden på under ti sekunder ved hjælp af straksbetalingstjenster.



Støtten til euroen er den højeste nogensinde

75 pct.

I 2018 støttede 75 pct. af de 340 mio. borgere i euroområdet euroen. Det er det højeste niveau nogensinde.



Forbedret kontakt med offentligheden

20.743 besøgende

I 2018 var ECB vært for 20.743 besøgende i det nye besøgscenter. ECB fortsatte med at øge sit engagement i de sociale medier og lancerede sin Instagram-kanal i november. ECB har over 457.000 følgere på Twitter.



ECB's forsvar styrkes

33 institutioner fra hele verden

ECB fremmer videndeling inden for ESCB og støtter Operational Security Situational Awareness (OSSA)-netværket for udveksling af oplysninger, der består af 33 medlemsinstitutioner fra hele verden.

1 Den økonomiske vækst lå fortsat over potentialet, mens omkostningspres blev stærkere og bredere

Efter en ekstraordinært stærk vækstudvikling i 2017 fortsatte det økonomiske opsving i euroområdet i 2018, men i et mere moderat tempo, efterhånden som den udenlandske efterspørgsel svækkedes og visse lande- og sektorspecifikke faktorer lagde en dæmper på væksten. Samtidig var de underliggende faktorer bag den indenlandske efterspørgsel stadig til stede. Yderligere forbedringer på arbejdsmarkedene understøttede det private forbrug, mens erhvervsinvesteringerne fortsat nød godt af gunstige finansieringsforhold og bedre balancer. Desuden kom det igangværende opsving og stramningen på arbejdsmarkedene til udtryk i fortsat stærkere og bredere indenlandske omkostningspres. Samtidig var målene for den underliggende inflation stadig afdæmpede overordnet set. Fremadrettet forventes den underliggende inflation dog at stige på mellemlangt sigt, hvilket understøttes af ECB's pengepolitiske foranstaltninger, det igangværende økonomiske opsving og tiltagende lønvækst.

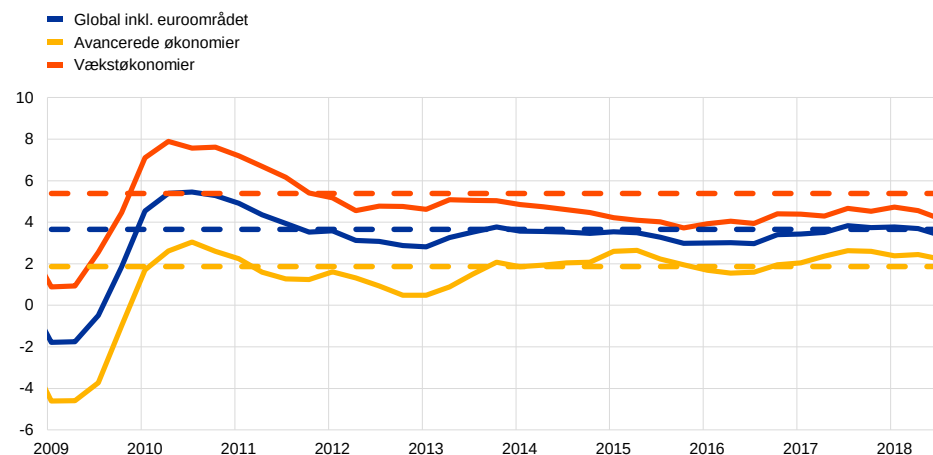
1.1 Et mindre afbalanceret globalt opsving

Den globale vækst fortsatte på et niveau, der lå tæt på det langsigtede gennemsnit

Det globale økonomiske opsving fortsatte og lå stabilt på 3,6 pct. i de første tre kvartaler af 2018, hvilket svarede til væksten i 2017 og var tæt på det langsigtede gennemsnit (se figur 1). I forhold til tidligere år blev det økonomiske opsving dog mere ujævnt fordelt og mindre synkroniseret mellem landene. Væksten forblev robust i USA, men aftog i en række andre økonomier, herunder Japan og visse vækstøkonomier, navnlig Tyrkiet og Argentina. Den økonomiske vækst aftog også i Kina i 2. halvår. Hvad angår de forskellige komponenter, svækkedes væksten i industriproduktionen og verdenshandlen, mens væksten i det private forbrug forblev solid.

Figur 1
Global BNP-vækst

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



Kilder: Haver Analytics, nationale kilder og ECB's beregninger.

Anm.: De regionale aggregater er beregnet ved hjælp af købekraftsjusteret (PPP-justeret) BNP. De stiplede linjer angiver det langsigtede gennemsnit (marts 1999 - september 2018).

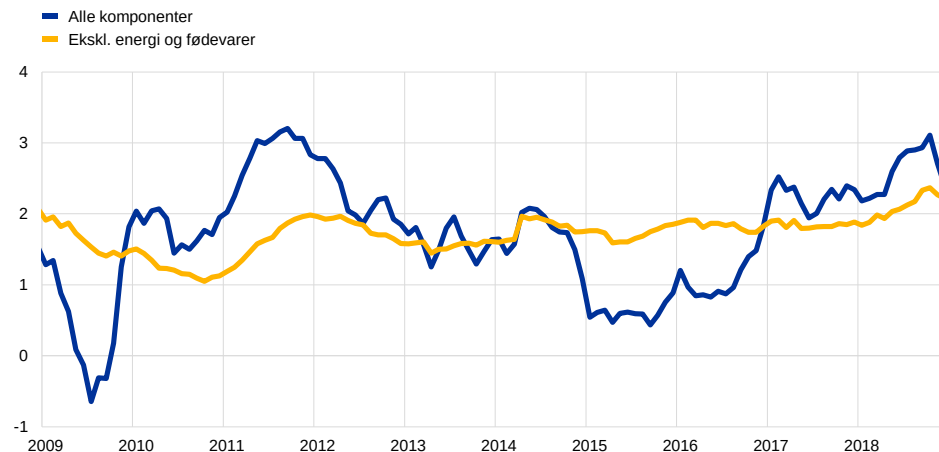
I mange lande var ledigheden den laveste siden krisen

Ved indgangen til det niende år i træk med det aktuelle globale økonomiske opsving faldt ledigheden fortsat i både de avancerede økonomier og vækstøkonomierne, og i mange lande lå den på det laveste niveau siden krisen. I nogle tilfælde var den endda historisk lav, fx i Storbritannien og Japan. Manglen på arbejdskraft blev tydelig i adskillige avancerede økonomier, navnlig blandt specialiserede og højt kvalificerede arbejdstagere.

Der er flere og flere tegn på, at det aktuelle fald i ledig kapacitet, hvad angår både produktionskapaciteten og arbejdsmarkedet globalt, gradvis, men langsomt, er ved at udmønte sig i en højere lønvækst og en højere underliggende inflation. I OECD-området steg den underliggende inflation (ekskl. energi og fødevarer) til 2,1 pct. i 2018. Den samlede inflation steg langt mere, til 2,6 pct. på årsbasis, om end den aftog i 2. halvår hovedsagelig på grund af lavere oliepriser (se figur 2).

Figur 2
OECD-inflation

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



Kilder: Haver Analytics, OECD og ECB's beregninger.

Udviklingen på udbudssiden var en væsentlig drivkraft for oliepriserne i 2018 på baggrund af en fortsat solid global efterspørgsel og stramme lagerbeholdninger. I 1. halvår steg oliepriserne gradvis fra omkring 67 dollar pr. tønde til 79 dollar pr. tønde, efter at 22 olieproducerende lande i og uden for OPEC overholdt deres aftalte produktionsnedsættelser i højere grad end forventet. Oliepriserne svingede mellem 70 og 86 dollar pr. tønde frem til først på efteråret, hvorefter de faldt til ca. 52 dollar pr. tønde ved udgangen af året. Stigningen til højdepunktet på 86 dollar pr. tønde i begyndelsen af oktober skyldtes frygt for et brat fald i Irans olieeksport, efter at USA genindførte sanktioner. Udviklingen i oliepriserne var dog betydelig mere afdæmpet mod slutningen af december som følge af svagere udsigter for efterspørgslen og bekymringer over et udbudsoverskud, da USA, nogle OPEC-lande samt Rusland øgede deres produktion. Desuden var der visse undtagelser fra sanktionerne mod Iran. I mellemtiden faldt priserne på råvarer ekskl. olie samlet set i 2018 (målt i amerikanske dollar).² Priserne på fødevarer og metaller lå stort set stabilt i 1. halvår 2018. Fødevarepriserne faldt i løbet af 2. halvår på baggrund af rigelige globale forsyninger af fødevarer og bekymringer om amerikansk told samt risikoen for, at de berørte lande vil gøre gengæld. Metalpriserne er også faldet siden sommeren på grund af lavere efterspørgsel fra Kina samt bekymring for optrapning af handelsspændingerne.

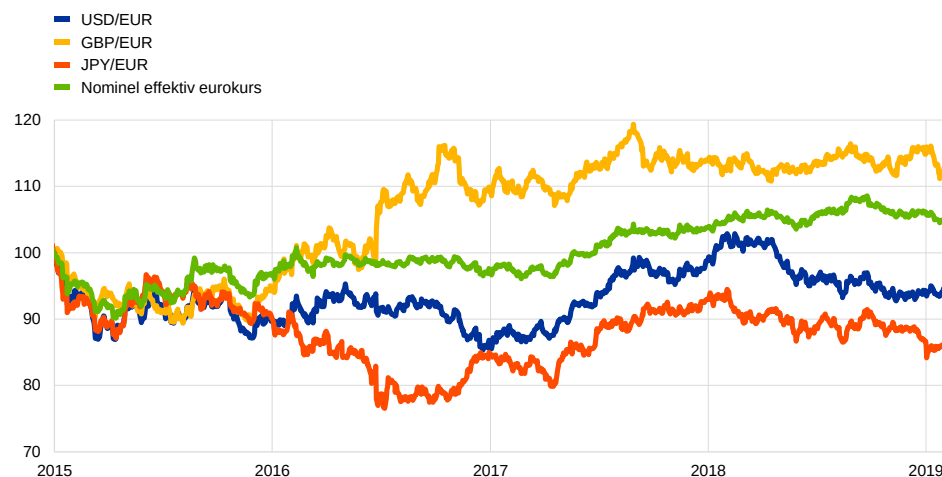
Den effektive eurokurs apprecierede

Den nominelle effektive eurokurs (se figur 3) er apprecieret siden begyndelsen af 2018. Bilateralt deprecierede euroen over for andre store valutaer. Euroen faldt særligt markant over for den amerikanske dollar, den japanske yen og – i mindre omfang – den schweiziske franc. Samtidig apprecierede euroen betydeligt over for de fleste vækstøkonomiers valutaer, navnlig den kinesiske renminbi og, som følge af indenlandsk modvind, den tyrkiske lira og den argentinske peso.

² Datakilde: Hamburg Institute of International Economics (HWWI).

Figur 3
Eurokursen

(Daglige observationer; 1. januar 2015 = 100)



Kilder: Bloomberg, HWWI, ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Nominal effektiv eurokurs over for 38 vigtige handelspartnere.

Handelsusikkerhed kastede en skygge over de globale udsigter

Selv om den globale vækst fortsat var solid, kastede risici og usikkerhedsfaktorer i stigende grad en skygge over udsigterne. Især tiltog handelsusikkerheden efter skridt fra den amerikanske regering og USA's handelspartners reaktioner. Det kulminerede med den amerikanske regerings to erklæringer om, at den ville indføre told på kinesisk eksport til en værdi af 250 mia. dollar i sommerens løb, og Kinas erklæring om at gøre gengæld ved at indføre told på amerikansk eksport til en værdi af 110 mia. dollar. Handelsudsigterne var også påvirket af usikkerhed vedrørende brexit. Selv om den direkte virkning af disse toldforanstaltninger bør være begrænset globalt set, kan sådanne protektionistiske foranstaltninger potentielt underminere tilliden, forstyrre globale værdikæder og påvirke investeringerne negativt. De udgår således en nedadrettet risiko for de globale økonomiske udsigter. Ved årets udgang var der allerede tegn på, at handelsusikkerheden var begyndt at påvirke forretningsrelationer. Hvis handelskonflikter optrædes yderligere, kan det hæmme den globale vækst alvorligt.

1.2 Den økonomiske vækst aftog, men er stadig i overensstemmelse med et igangværende opsving



Real BNP-vækst i euroområdet aftog i 2018

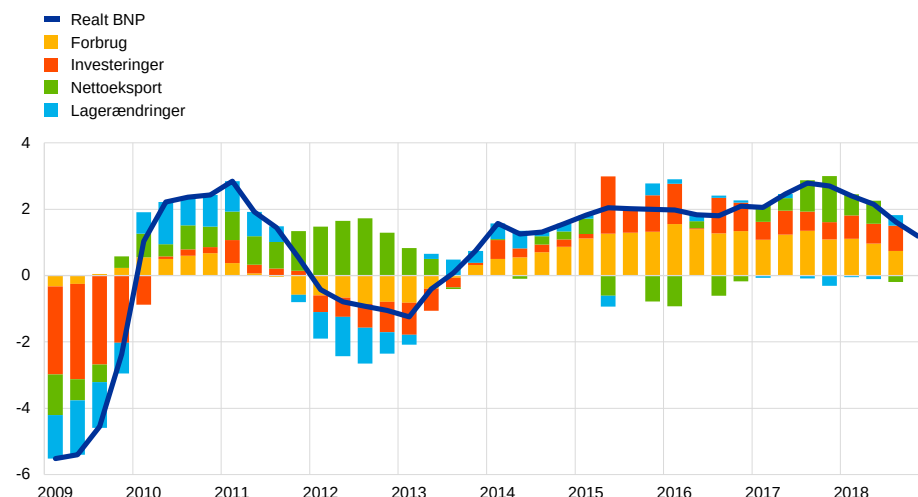
Efter en ekstraordinært stærk vækstudvikling i 2017 aftog væksten i realt BNP i euroområdet til 1,8 pct. i 2018 (se figur 4). Selv om afdæmpningen hovedsagelig kunne tilskrives en svækkelse af verdenshandlen, spillede andre og mere midlertidige faktorer også en rolle. I 1. halvår 2018 blev produktionen i en række lande forstyrret af vejrforholdene samt faglige aktioner, især i transportsektoren. I 2. halvår, og navnlig i 3. kvartal, blev bilproduktionen forstyrret i betydelig grad som følge af indførelsen af den nye globale harmoniserede prøvningsprocedure for lette køretøjer (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) den 1. september. Vækstnedgangen kan

endvidere være blevet forstærket af øget politisk usikkerhed, især vedrørende udsigterne til stigende protektionisme.

Figur 4

Realt BNP i euroområdet

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Den årlige BNP-vækst for 4. kvartal 2018 vedrører det foreløbige skøn, mens de seneste observationer for komponenterne er for 3. kvartal 2018.

Samtidig var den underliggende fremdrift i væksten fortsat solid

Samtidig var den underliggende fremdrift i væksten fortsat solid, idet den var understøttet af et robust arbejdsmarked og stabil vækst i indtægter og overskud. Indtil videre har den svage udenlandske efterspørgsel og øget usikkerhed i den forbindelse kun haft en begrænset effekt på den indenlandske efterspørgsel.

Det private forbrug i euroområdet steg i 2018 med ca. 1,3 pct., i gennemsnit på årsbasis, understøttet af øget arbejdsindkomst og gunstige finansieringsforhold. Samtidig påvirkede den gradvise stigning i oliepriserne siden medio 2017 ikke i nævneværdig grad væksten i den reale disponible indkomst. I takt med det økonomiske opsving blev bidraget fra skatter og overførsler noget mere negativt i 2018. I gode tider vil de automatiske finanspolitiske stabilisatorer normalt dæmpe væksten i den reale disponible indkomst.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel, gunstige finansieringsforhold og øget indtjening i virksomhederne fortsatte med at understøtte erhvervsinvesteringerne i euroområdet i 2018. Investeringerne steg også i de sektorer, der oplever kapacitetsbegrænsninger, fx transportsektoren. Den mindre dynamiske eksterne udvikling og den øgede globale usikkerhed, især i forbindelse med handelspolitikker, trak dog virksomhedernes investeringsaktiviteter nedad, navnlig for de virksomheder, der er mere eksponeret for det eksterne miljø. Fremadrettet vil væksten i erhvervsinvesteringerne sandsynligvis aftage i lyset af de mindre gunstige eksterne forhold og den forventede gradvise stramning af finansieringsforholdene.

Investeringerne i byggeriet, både bolig- og erhvervsbyggeriet, fortsatte også med at stige, men fra et lavt niveau, i forbindelse med at boligmarkedet i euroområdet rettede sig. Det afspejlede en stigende indenlandsk efterspørgsel, som blev

understøttet af væksten i realindkomsten, de lave renter og gunstige kreditforhold. Ikke desto mindre synes flaskehalse på arbejdsmarkedet at have begrænset væksten i byggeriet i løbet af 2018.

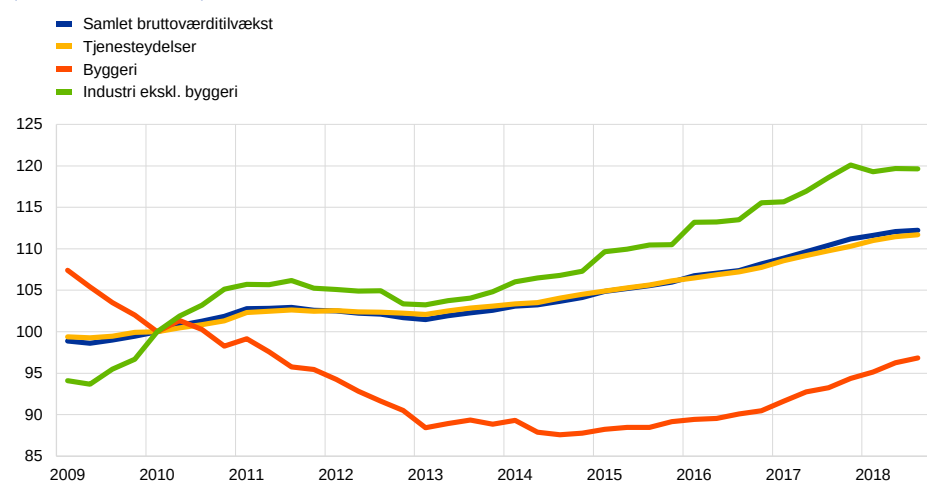
I 2018 var den eksterne sektors bidrag til euroområdet samlede resultat særligt beskedent, i hvert fald betydeligt mindre end i 2017. En aftagende udenlandsk efterspørgsel, navnlig fra Asien og især efter investeringsgoder, som følge af øget usikkerhed og øgede handelsspændinger underminerede euroområdets eksport til Asien og trak handlens samlede nettobidrag til BNP ned. Eksporten til Storbritannien og Kina led mest under de ændrede internationale forhold, mens eksporten til USA nød godt heraf, sandsynligvis på grund af fremskyndelseseffekter udløst af risikoen for, at den amerikanske regering også ville indføre told på import fra EU. Udviklingen i handlen inden for euroområdet var først robust, idet den blev understøttet af den positive økonomiske udvikling i området. Den svækkedes dog betydeligt i 2. halvår 2018, efterhånden som handelsusikkerhed og nye standarder for bilers udstødning påvirkede handlen med investeringsgoder og biler. En vis modvind kan også stamme fra tidligere stigninger i eurokursen.

Produktionsvæksten i 2018 var fortsat bredt fordelt på sektorer (se figur 5). Den samlede værditilvækst steg yderligere, med ca. 2 pct., hvilket var noget lavere end året før, men tæt på væksten i 2015 og 2016. Værditilvæksten i både industrien (ekskl. byggeriet) og servicesektoren var ca. 2 pct. i 2018. Selv om værditilvæksten i byggeriet stadig lå under niveauet fra før krisen, fortsatte den dog med at stige, med omkring 4 pct. Det bekræfter, at udviklingen i byggeriet bliver stadig mere positiv efter en langvarig periode med nedgang eller langsom vækst efter finanskrisens udbrud i 2008.

Figur 5

Euroområdets reale bruttoværditilvækst fordelt på økonomisk aktivitet

(Indeks: 1. kv. 2010 = 100)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: De seneste observationer er for 3. kvartal 2018.

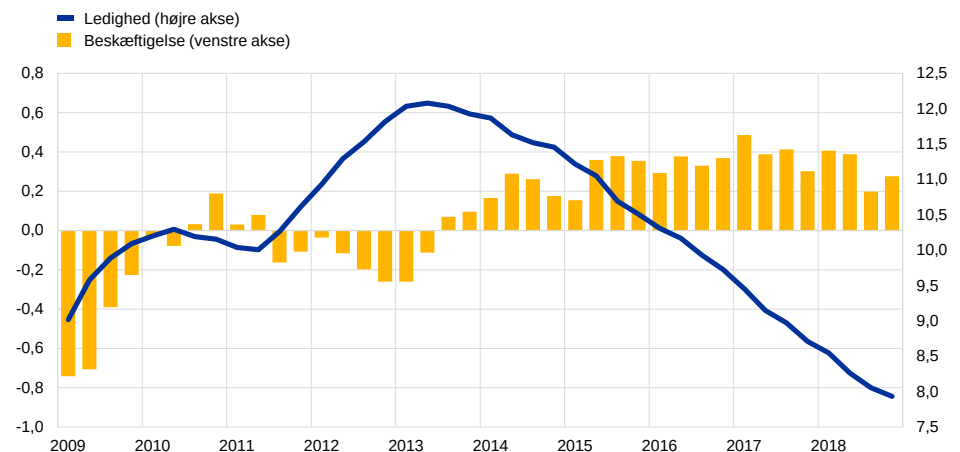
Den positive udvikling på arbejdsmarkedet i euroområdet fortsatte, men alderssammensætning blandt de beskæftigede ændrede sig

Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedet i euroområdet i 2018. Beskæftigelsen er steget med ca. 10 mio. personer siden lavpunktet i 2013

Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedet i euroområdet i 2018 (se figur 6). Ledigheden fortsatte med at falde i 2018 og lå på 7,9 pct. i december. Det er det laveste niveau siden oktober 2008. Den nedgang i ledigheden, som begyndte i 2. halvår 2013, har været bredt fordelt på køn og aldersgrupper, mens ledighedsprocenten fortsat varierede betydeligt mellem eurolandene. I årets 4. kvartal lå antallet af beskæftigede i euroområdet 1,3 pct. højere end på samme tidspunkt i 2017 eller 6,7 pct. højere end det seneste lavpunkt i 2. kvartal 2013. I løbet af hele opsvingsperioden er beskæftigelsen steget med ca. 10 mio. personer. Det betyder, at beskæftigelsen nu ligger over toppunktet fra før krisen, der blev nået i 1. kvartal 2008. Beskæftigelsesvæksten i løbet af opsvingsperioden har været bredt fordelt på både lande og sektorer og har fundet sted på baggrund af yderligere stigninger i udbuddet af arbejdskraft.

Figur 6
Indikatorer for arbejdsmarkedet

(I pct. af arbejdsstyrken; kvartalsvis vækst; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

Anm.: De seneste observationer er for 4. kvartal 2018. Den kvartalsvise beskæftigelsesvækst i 4. kvartal 2018 vedrører det foreløbige skøn.

Et nærmere blik på beskæftigelsesvækstens sammensætning i løbet af opsvinget afslører, at væksten har været koncentreret blandt de ældre.³ Faktisk kan omkring tre fjerdedele af den samlede beskæftigelsesvækst tilskrives aldersgruppen 55-74 år. Den voksende beskæftigelse i den ældre aldersgruppe i løbet af opsvinget skyldes primært den højere erhvervsfrekvens i denne gruppe. Det kan for en stor dels vedkommende antages at afspejle virkningen af tidligere pensionsreformer samt stigende uddannelsesniveauer i denne gruppe. Den betydelige stigning i andelen af ældre, der er i beskæftigelse, kan medføre vidtrækkende ændringer i økonomien gennem indvirkningen på forbrugs-, opsparings- og investeringsmønstrene samt på

³ Læs mere om beskæftigelsens alderssammensætning i boksen "[Compositional changes behind the growth in euro area employment during the recovery](#)", *Economic Bulletin*, 8. udgave, ECB, 2018.

løn- og produktivitetsudviklingen.⁴ I løbet af opsvinget har deltidsbeskæftigelse tegnet sig for omkring en tredjedel af beskæftigelsesvæksten, hvilket hænger tæt sammen med den langsigtede tendens til, at der er flere kvinder og ældre i arbejdsstyrken, samt med den fortsatte koncentration af beskæftigelsesvæksten i servicesektoren.⁵ Fremadrettet kan mangel på arbejdskraft i nogle lande og sektorer forventes at bidrage til at dæmpe disse fortsatte tendenser.

Det offentlige underskud falder fortsat, men der er stadig risici

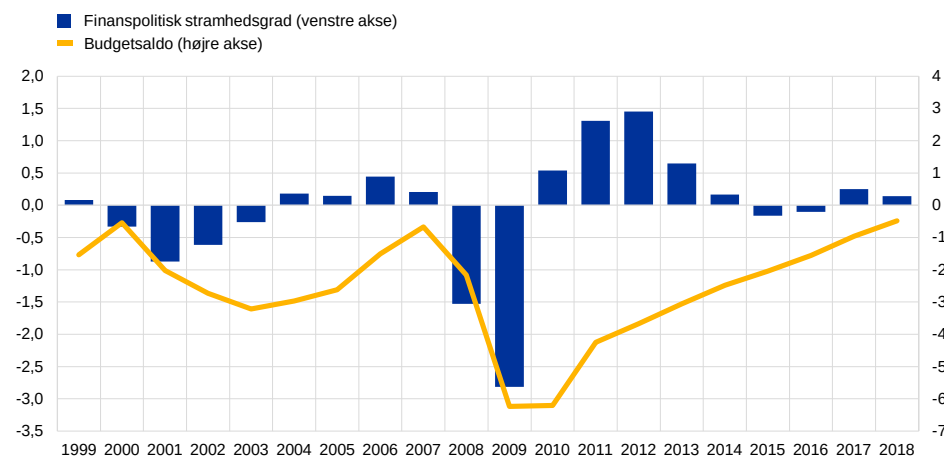
Det offentlige underskud i euroområdet faldt hovedsagelig som følge af gunstige konjunkturforskel

Det offentlige underskud i euroområdet fortsatte med at falde i 2018, til 0,6 pct. af BNP, et niveau, der sjældent er set, siden Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en) trådte i kraft i 1999 (se figur 7). Som i de seneste år skyldtes faldet i det samlede underskud i høj grad en kombination af den gunstige konjunkturudvikling og lavere renteudgifter, efterhånden som dyr gæld ved forfald blev udskiftet med ny gæld udstedt til en lavere rente. Euroområdet's finansielle stramhedsgrad⁶ var stort set neutral i 2018, selv om det samlede tal for euroområdet dækkede over betydelige forskelle mellem landene, idet store gevinster i nogle få lande opvejede procykliske finanspolitiske lempelser i sårbare lande.

Figur 7

Budgetsaldo og finanspolitisk stramhedsgrad

(I pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

På baggrund af stigende økonomisk vækst bidrog det faldende offentlige underskud til et fortsat fald i bruttogældens andel af BNP fra 86,6 pct. i 2017 til 84,8 pct. i 2018. Selv om gældskvoten også forventes at falde i de kommende år, er den alligevel betydeligt

⁴ Se boks 1 i artiklen "[Labour supply and employment growth](#)", *Economic Bulletin*, 1. udgave, ECB, 2018.

⁵ Se også artiklen "[Labour supply and employment growth](#)", *Economic Bulletin*, 1. udgave, ECB, 2018.

⁶ Den finanspolitiske stramhedsgrad afspejler retningen og størrelsen af finanspolitiske stimuli til økonomien ud over de offentlige finansiers automatiske reaktion på konjunkturudviklingen. Stramhedsgraden måles som ændringen i den konjunkturkorregerede primære saldo ekskl. offentlig støtte til den finansielle sektor. Euroområdet's finanspolitiske stramhedsgrad er beskrevet nærmere i artiklen "[The euro area fiscal stance](#)", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2016.

højere, end da ØMU'en trådte i kraft. Et højt gældsniveau indebærer sårbarhed, især i lande, som har en lav potentiel produktionsvækst og står over for voksende demografiske udfordringer (se boks 1). Disse lande har et begrænset finanspolitisk råderum, hvis den økonomiske aktivitet forværres, eller renteudgifterne stiger. Sårbare lande gør derfor klogt i at opbygge stødpuder nu, hvor konjunkturerne giver mulighed for det.

Boks 1

Befolkningens aldring og dens finanspolitiske konsekvenser

Befolkningens aldring er en udfordring i forhold til at sikre holdbare offentlige finanser i euroområdet. Samfundet oplever aldring, efterhånden som borgerne lever længere og får færre børn. Den demografiske forandring kan måles ved den stigende ældrekvote, dvs. antallet af personer på 65 år eller derover i forhold til befolkningen i den erhvervsaktive alder. Ifølge Eurostats fremskrivninger vil kvoten stige fra 31 pct. i 2016 til 52 pct. i 2070 i euroområdet som helhed. Størstedelen af stigningen vil finde sted i løbet af de næste to årtier, efterhånden som babyboom-generationen nærmer sig pensionsalderen. Befolkningens aldring kan også få store negative makroøkonomiske konsekvenser for fx produktiviteten, arbejdsstyrken og ligevægtsrealrenten, men i denne boks fokuseres der udelukkende på de finanspolitiske konsekvenser.

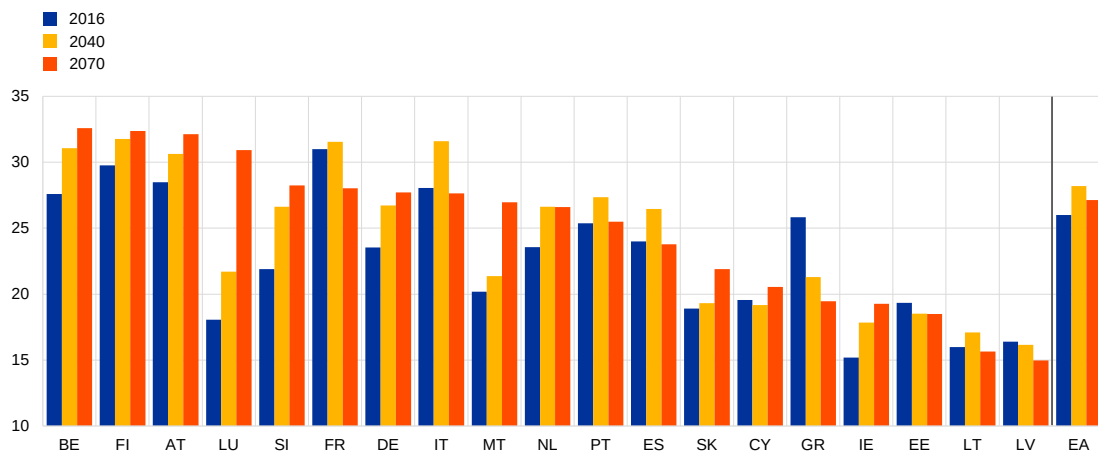
Befolkningens aldring får væsentlige konsekvenser for de offentlige finanser i de kommende årtier. De aldringsrelaterede offentlige udgifter i euroområdet, som udgjorde en fjerdedel af BNP i 2016, er allerede høje efter international målestok. Ifølge aldringsrapporten (Ageing Report) for 2018 forventes de at stige yderligere til 28 pct. af BNP i 2040 og falde en smule til 27 pct. af BNP i 2070 (se figur A).⁷ Det overordnede billede dækker over betydelige forskelle mellem landene. De fremskrevne ændringer i de samlede aldringsrelaterede udgifter strækker sig fra en stigning på 12,9 procentpoint af BNP i Luxembourg til et fald på 6,4 procentpoint af BNP i Grækenland i perioden 2016-70.⁸ Hvis stigningerne i de aldringsrelaterede udgifter ikke imødegås, vil de blive til meget store beløb på mellemlangt til langt sigt. Det ville betyde, at de offentlige finansers holdbarhed allerede udfordres på mellemlangt sigt, navnlig i lande, der allerede har en høj offentlig gæld i dag (se figur B). I en række lande, især Frankrig, Italien og Spanien, forventes de aldringsrelaterede omkostningspres at aftage frem mod 2070 i forhold til højdepunktet på mellemlangt sigt (se figur A).

⁷ Se "[The 2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States \(2016-2070\)](#)", Europa-Kommissionen, 25. maj 2018. Aldringsrapporten for 2018 er den seneste af de rapporter, der udarbejdes hvert tredje år af Arbejdsgruppen om Aldring tilknyttet Udvalget for Økonomisk Politik sammen med Kommissionen.

⁸ I Grækenlands tilfælde skyldes den fremskrevne nedgang i de aldringsrelaterede udgifter hovedsagelig de nyligt vedtagne pensionsreformer. De lysere udsigter ville dog være i fare, hvis domstolenes afgørelser medfører, at tidligere pensionsreformer skal rulles tilbage.

Figur A**Samlede aldringsrelaterede udgifter i euroområdet**

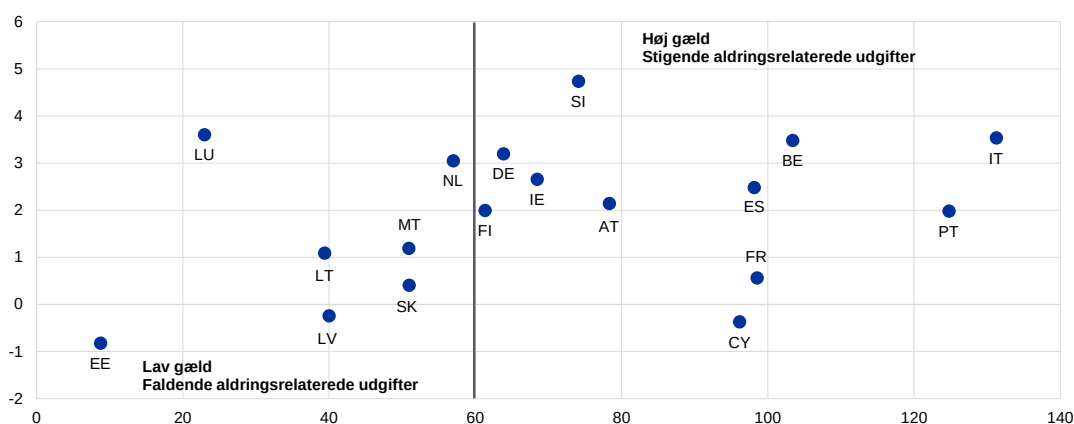
(I pct. af BNP)



Kilde: Aldringsrapporten for 2018.

Figur B**Aldringsrelateret udgiftstryk og aktuelt gældsniveau i de forskellige lande**

(X-aksen: offentlig gæld som andel af BNP i 2017; y-aksen: ændring i de samlede aldringsrelaterede udgifter i procent af BNP, 2016-40)



Kilder: Aldringsrapporten for 2018 og Eurostat.

Anm.: Grækenland er ikke medtaget, da landet repræsenterer en ekstrem værdi med en offentlig gældskvot på 176,1 pct. i 2017 og en nedgang i de samlede aldringsrelaterede udgifter på 4,6 pct. af BNP.

De offentlige udgifter, der påvirkes af aldringen, er navnlig pensionsudgifter samt udgifter til sundhedspleje og langtidspleje. Med et stigende antal modtagere i offentlige pensionsordninger og et faldende antal bidragsydere vil underskuddet i pensionssystemerne og i sidste ende den samlede budgetsaldo stige, medmindre parametrene justeres. Desuden forventes sundhedspleje- og langtidsplejesystemerne at veje tungt på de offentlige finanser i de kommende årtier, da disse hovedsagelig finansieres af det offentlige. Aldringens konsekvenser for de offentlige indtægter er mindre entydige, da virkningerne på de forskellige skattegrundlag (fx forbrug, lønindkomst og kapital) delvis udligner hinanden og forventes at variere over tid.

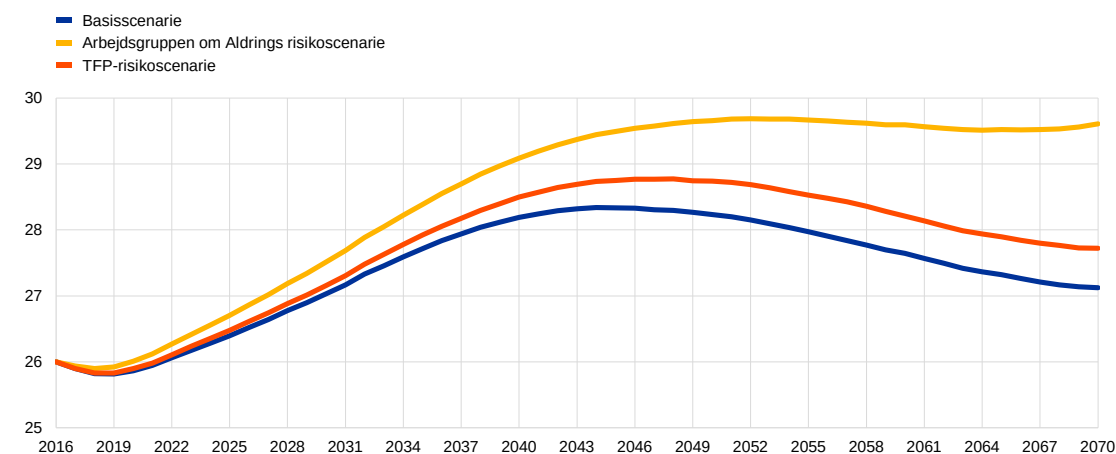
Med henblik på at afdække en del af usikkerheden i fremskrivninger vedrørende aldringsrelaterede udgifter indeholder aldringsrapporten flere negative følsomhedsanalyser og risikoscenarier, som

netop indikerer et øget omkostningspres (se figur C). Ifølge det ene risikoscenarie stiger omkostningerne til sundheds- og langtidspleje på grund af øget brug af dyrt medicinsk udstyr og en stærkere opadrettet konvergens i levestandarder. Dette scenarie viser en stigning i de samlede aldersrelaterede udgifter, som er over dobbelt så stor som i basisscenariet i slutningen af fremskrivningsperioden i 2070. En lavere vækst i totalfaktorproduktiviteten (TFP) end forventet i basisfremskrivningerne vil også indebære betydeligt højere omkostninger på langt sigt.

Figur C

Aldringsrelaterede udgiftsscenarier i euroområdet

(I pct. af BNP)



Kilde: Aldringsrapporten for 2018.

Anm.: I TFP-risikoscenariet antages konvergens hen imod en lavere TFP-vækst frem mod 2070 (dvs. til 0,8 pct. i stedet for 1 pct.). Arbejdsgruppen om Aldrings risikoscenarie forudsætter en større indkomstelast i sundhedsudgifterne (på grund af øget brug af dyr medicinsk teknologi) samt højere omkostninger til langtidspleje (på grund af flere modtagere af langtidspleje og en opadrettet konvergens i reale levestandarder).

For at imødegå fremtidens aldringsrelaterede udgiftspres har de fleste eurolande gennemført pensionsreformer i de senere år, i nogle tilfælde suppleret med mere begrænsede reformer af sundheds- og langtidsplejesystemerne. Reformerne har især været en udmøntning af bekymringer vedrørende de offentlige financers holdbarhed som følge af statsgældskrisen. Pensionsreformerne har været særligt omfattende i lande, som har været underlagt makroøkonomiske tilpasningsprogrammer. Reformerne har hjulpet landene til delvis at begrænse risiciene vedrørende pensionssystemernes holdbarhed, men på det seneste er reformarbejdet gået i stå, og i nogle få tilfælde er reformindsatsen endda rullet tilbage, eller der er en betydelig risiko for tilbagerulning.

Fremadrettet bør især lande med en allerede høj gæld træffe foranstaltninger til at imødegå fremtidens demografiske udfordringer. Med sigte på at begrænse det potentielle udgiftspres fra de sociale sikringsystemer bør landene vedtage yderligere reformer, hvis de ikke opbygger finanspolitiske stødpuder, mens tilbagerulning af reformer bør undgås. Med hensyn til konkrete politiktiltag kan de påkrævede reformer variere fra land til land, hvilket også afspejler forskelle i udgangspunktet og de samfundsmæssige præferencer. Nogle lande vil måske foretrække reformer af pensionsrettigheder og fremme private pensionsordninger ud over det, der allerede er opnået. Andre lande vil måske foretrække at koble pensionsalderen sammen med den forventede levetid og fastholde omfanget af pensionsydelse i systemet. Andre lande igen vil måske foretrække højere bidragssatser, selv om det kan medføre en tung byrde for de yngre generationer. Disse muligheder udelukker ikke hinanden og kan kombineres. Ved udformning af pensionsreformer er det også vigtigt at være opmærksom på deres eventuelle indvirkninger på udbuddet af arbejdskraft og udbudssiden i økonomien, da en højere potentiel vækst er afgørende for at kunne forbedre den sociale velfærd.

Ideelt set bør pensionsreformer suppleres med arbejdsmarkedsreformer, som især fremmer ældre gruppers deltagelse på arbejdsmarkedet. Endelig er det vigtigt, at de finanspolitiske beslutningstagere undgår at skabe usikkerhed vedrørende risikoen for tilbagerulning af reformer, da dette kan underminere de offentlige financers holdbarhed.

Overholdelsen af stabilitets- og vækstpagten er svagest i de mest sårbare lande

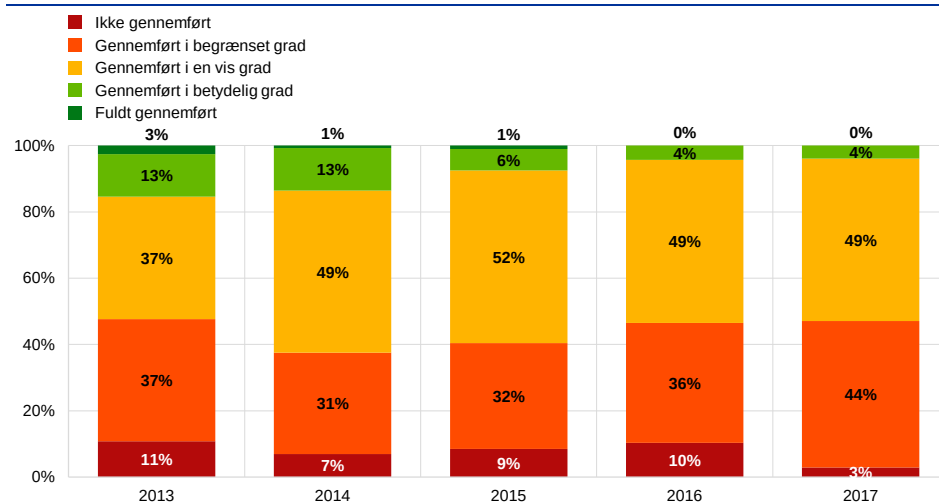
På den baggrund er det bekymrende, at overholdelsen af stabilitets- og vækstpagten er svagest i de lande, der er mest sårbare over for stød. Faktisk har de fleste af de lande, der endnu ikke har opnået en sund budgetstilling, ifølge Europa-Kommissionens fremskrivninger heller ikke overholdt deres forpligtelser i henhold til stabilitets- og vækstpagten i 2018. Blandt de syv lande, som Kommissionen vurderer har risiko for at afvige fra stabilitets- og vækstpagtens forebyggende del i 2018, har fire lande – Belgien, Frankrig, Italien og Portugal – en gældskvote på over 90 pct. af BNP. Desuden forventes Spanien – det eneste land, der var underlagt proceduren for uforholdsmæssigt store underskud i 2018 – ganske vist at overholde fristen for korrektion i 2018 i henhold til stabilitets- og vækstpagten, men landet har også et stort og voksende strukturelt underskud, hvilket står i modsætning til forbedringen ifølge henstillingen. Endvidere vil kun 10 lande ifølge Kommissionens vurdering kunne overholde stabilitets- og vækstpagten på grundlag af deres udkast til budgetplaner 2019. Det er særligt bekymrende, at de fleste af landene med høje gældskvoter ikke indgår i denne gruppe.

Reformarbejdet i euroområdet går fortsat trægt

Dødvande i reformarbejdet; ingen af de landespecifikke henstillinger fra 2017 er fuldt gennemført

De landespecifikke henstillinger indeholder politiske henstillinger rettet til de enkelte lande om, hvordan de bør fremme deres økonomiske vækst og robusthed og samtidig fastholde sunde offentlige finanser. De landespecifikke henstillinger godkendes af alle medlemslandene i Det Europæiske Råd. Ligesom sidste år konkluderede Kommissionen, at langt de fleste – over 90 pct. – af de reformhenstillinger, der blev rettet til eurolande i 2017, kun er gennemført "i en vis grad" eller "i begrænset grad", mens ingen af dem er fuldt gennemført (se figur 8).⁹

⁹ Det tager ofte tid, før reformernes fulde effekt viser sig, men det fremgår også af Kommissionens *flerårige* vurderinger, at reformarbejdet har mistet fremdrift i de senere år. Det kan have flere årsager, herunder at landene er blevet trætte af reformer og i mindre grad opfatter dem som hastende. Desuden kan nogle af de reformer, der stadig er behov for, også være forbundet med særlige udfordringer.

Figur 8**Eurolandenes gennemførelse af landespecifikke henstillinger**

Kilder: ECB's beregninger på grundlag af Europa-Kommissionens landerapporter.

Anm.: Figuren viser gennemførelsen af landespecifikke henstillinger på underpositionsniveau for året ifølge Europa-Kommissionens vurdering i den respektive landerapport, som er offentliggjort året efter. "Fuldt gennemført" betyder, at medlemslandet har implementeret alle de tiltag, der er behov for, for at imødekomme henstillingen hensigtsmæssigt. "Gennemført i betydelig grad" betyder, at medlemslandet har vedtaget tiltag, der langt hen ad vejen imødekommer henstillingen, og de fleste er implementeret. "Gennemført i en vis grad" betyder, at medlemslandet har vedtaget tiltag, der delvis imødekommer henstillingen, og/eller har vedtaget tiltag, der imødekommer henstillingen, men der kræves stadig en betydelig mængde arbejde for at imødekomme henstillingen fuldt ud, da kun få af de vedtagne tiltag er implementeret. "Gennemført i begrænset grad" betyder, at medlemslandet har annonceret visse tiltag, som dog kun i begrænset grad imødekommer henstillingen, og/eller medlemslandet har fremsat forslag til ikke-lovgivningsmæssige retsakter uden yderligere opfølgning med hensyn til implementering, og "Ikke gennemført" betyder, at medlemslandet ikke troværdigt har annonceret eller vedtaget tiltag til at imødekomme henstillingen. Landespecifikke henstillinger vedrørende gennemførelse af stabilitets- og vækstpakten er ikke medtaget.

Hensigtsmæssige strukturreformer kan give borgerne i eurolandene betydelige fordele via en stærkere og mere inkluderende vækst i beskæftigelse og indkomst. En ny analyse fra Eurosystemet viser, at der er gode muligheder for at gennemføre reformer, som på én gang forbedrer robustheden, væksten på langt sigt og den sociale retfærdighed.¹⁰ Et eksempel herpå er reformer til bekæmpelse af profitjagt ("rent-seeking"), navnlig reformer, der styrker konkurrencen på produktmarkedet og de offentlige institutioners kvalitet. På tilsvarende måde vil politikker, der understøtter uddannelse og livslang læring, ikke blot forbedre en økonomis vækstudsigt på langt sigt, men også samfundets sårbare gruppers muligheder for beskæftigelse.

1.3

Tiltagende inflation



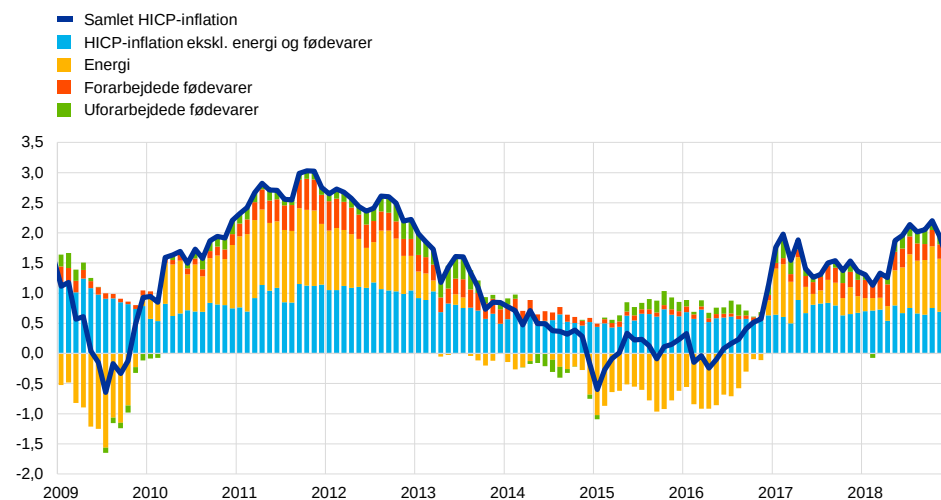
Den samlede inflation steg i 2018 drevet af energi- og fødevarerpriserne

Den samlede inflation i euroområdet, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), steg til 1,7 pct. i gennemsnit i 2018 fra 1,5 pct. året før. Stigningen afspejlede først og fremmest større bidrag fra energipriserne og i mindre grad fødevarerpriserne. Bidraget fra den underliggende inflation, målt som HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer, var derimod stort set uændret. Dette inflationsmål var fortsat afdæmpet og bevægede sig stort set sidelæns med ca. 1 pct. i årets løb (se figur 9).

¹⁰ Se K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer, og N. Benalal (red.), "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 210, ECB, juni 2018.

Figur 9**HICP-inflation og bidrag fra de enkelte komponenter**

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Udviklingen i energipriserne påvirkede i høj grad den samlede HICP-inflation inden for året. Som følge af de stigende råoliepriser tiltog energiprisstigningerne kraftigt fra april til juli og forblev derefter høje år-år (med et højdepunkt på næsten 11 pct. i oktober 2018). Energikomponentens bidrag til den samlede inflation steg fra 0,2 procentpoint i 1. kvartal 2018 til 0,9 og 0,8 procentpoint i de to sidste kvartaler af 2018. Priserne på uforarbejdede fødevarer bidrog til denne udvikling inden for året på grund af bratte stigninger den årlige ændring i frugt- og grøntpriserne i sommermånederne som følge af vejrforholdene. Disse stigninger aftog imidlertid igen i årets sidste måneder. Det betød, at bidraget fra uforarbejdede fødevarer til den samlede inflation steg fra nul i 1. kvartal 2018 til over 0,2 procentpoint i september 2018, hvorefter det faldt en del i årets sidste kvartal.

Inflationen ekskl. energi og fødevarer var fortsat afdæmpet

HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer var uændret i forhold til 2017, idet den som andre mål for den underliggende inflation stort set bevægede sig sidelæns i årets løb.¹¹ Dette underliggende inflationsmål steg imidlertid, når de mere volatile komponenter vedrørende beklædning og rejser udelukkes.

Den ret afdæmpede udvikling i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer sås i begge hovedkomponenter, nemlig industrivarer ekskl. energi samt tjenesteydelser. Prisstigningerne på industrivarer ekskl. energi var noget volatile, idet de faldt frem til september 2018 og derefter steg en del til 0,4 pct. i 2018 ligesom i 2017. Et nærmere blik på indikatorerne for prispres på forskellige stadier i prissætningskæden viser, at både den årlige ændring i de indenlandske producentpriser for forbrugsvarer ekskl. fødevarer samt den årlige ændring i importpriserne for forbrugsvarer ekskl. fødevarer tiltog i løbet af 2018. For importprisernes vedkommende afspejlede udviklingen grundlæggende den aftagende effekt af euroens appreciering i 2017, mens den for

¹¹ Se artiklen "[Measures of underlying inflation for the euro area](#)", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2018, som indeholder en analyse af disse mål i euroområdet.

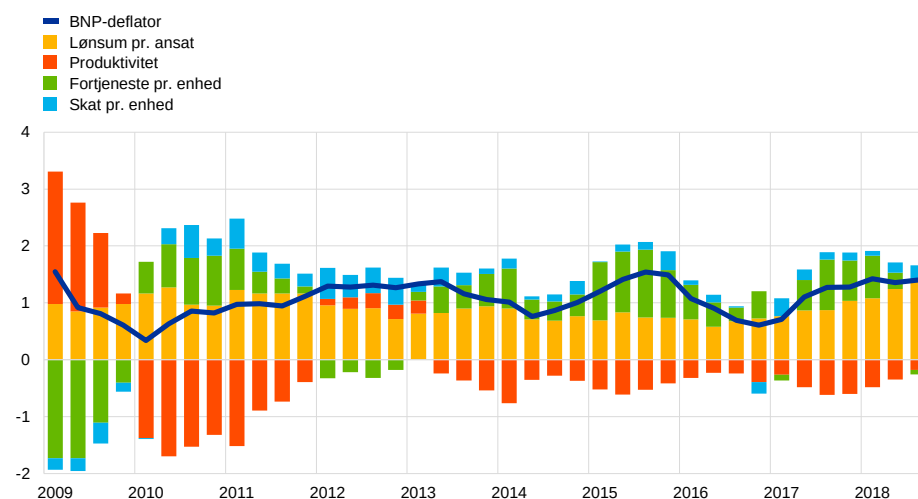
producentprisernes vedkommende sandsynligvis afspejlede højere inputomkostninger og detailsalg. Prisstigningstakten for tjenesteydelser var stort set uændret i 2018, hvor den var 1,3 pct., dvs. et godt stykke under det langsigtede gennemsnit. Den årlige prisstigningstakt for tjenesteydelser steg en smule i 4. kvartal 2018, men den afspejlede stort set basiseffekten af den ret svage udvikling i prisstigningstakten for tjenesteydelser i de samme måneder i 2017. Alt i alt har prisstigningstakten for tjenesteydelser, som har et højt indhold af lønomkostninger, endnu ikke fulgt stigningen i lønvæksten.

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat
tiltog fortsat

Det indenlandske omkostningspres, målt ved BNP-deflatoren, var konstant i de første tre kvartaler i 2018 og lå lidt højere end i 2. halvår 2017 (se figur 10). Den årlige vækst i lønsum pr. ansat, som havde nået et lavpunkt medio 2016, fortsatte med at stige i 2018, idet den var 2,5 pct. i 3. kvartal, hvilket var højere end det historiske gennemsnit på 2,1 pct. (siden 1999). Alt i alt afspejlede den højere lønvækst forbedrede forhold på arbejdsmarkedet (se afsnit 1.2 ovenfor), samt at de faktorer, der tidligere havde bidraget til at begrænse lønvæksten, ikke længere gjorde sig gældende. Det gjaldt fx virkningen af den lave inflation før i tiden som følge af formelle og uformelle indekseringsordninger samt effekterne af de arbejdsmarkedsreformer, som nogle lande har gennemført under finanskrisen. På baggrund af en moderat gunstig efterspørgsel udmøntede den højere lønvækst sig i en højere vækst i enhedslønomkostningerne, men virkningen heraf på det indenlandske omkostningspres blev afbødet af udviklingen i avancerne (målt ved bruttooverskuddet af produktionen). Sidstnævnte er blevet svækket i de seneste kvartaler, hvilket delvis afspejler den negative virkning af forværringen af bytteforholdet som følge af højere oliepriser.¹²

Figur 10
BNP-deflatoren og dens underkomponenter

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

¹² Se boksen "The role of wages in the pick-up of inflation", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2018.

De langsigtede inflationsforventninger var noget højere i 2018 end i 2017. ECB's Survey of Professional Forecasters viste, at inflationsforventningerne på 5-års sigt lå uændret på 1,9 pct. i flere kvartaler i træk, idet de lå lidt højere end i 2017. Markedsbaserede mål for de langsigtede inflationsforventninger, fx den 5-årige inflationsindekserede swaprente på 5-års sigt, var noget volatile, idet de faldt mod slutningen af året, men var i gennemsnit stort set uændrede i forhold til 2017.

1.4 Gunstige finansieringsforhold understøttede kreditvæksten og væksten i pengemængden

I 2018 var de finansielle markeder i euroområdet påvirket af usikkerhed vedrørende de økonomiske udsigter både globalt og i euroområdet samt en politisk motiveret stemning imod risikotagning – navnlig i forbindelse med brexit, handelsprotektionisme og usikkerhed om den italienske regerings politik vedrørende de offentlige finanser. Pengemarkedsrenterne og de lange obligationsrenter var stadig meget lave, delvis som følge af ECB's fortsat lempelige pengepolitik. Finansieringsforholdene understøttede erhvervsinvesteringerne, mens husholdningernes formue understøttede det private forbrug. Væksten i pengemængden aftog, mens væksten i kreditgivning til den private sektor steg yderligere.

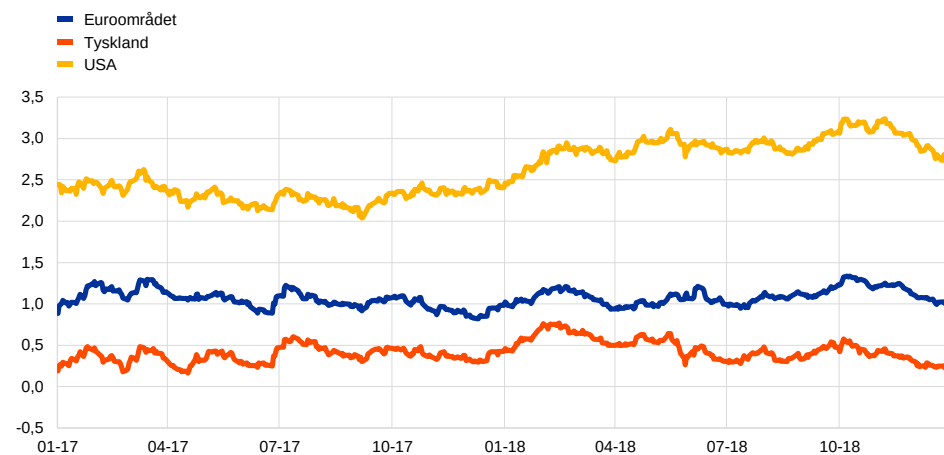
Statsobligationsrenterne i euroområdet var fortsat næsten uændrede

Statsobligationsrenterne i euroområdet var fortsat næsten uændrede i 2018, selv om de steg en smule mod slutningen af året (se figur 11). Det afspejlede hovedsagelig en afsmitning fra den gradvise reduktion af USA's pengepolitiske lempelser samt en udvidelse af de italienske rentespænd, som hidtil har haft begrænset afsmitning til andre statsobligationsmarkeder i euroområdet. Det BNP-vægtede gennemsnit af den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet lå på 1,01 pct. den 31. december 2018, hvilket var stort set uændret i forhold til gennemsnitsniveauet i 2017. Spændet mellem eurolandenes 10-årige statsobligationsrenter og den tyske 10-årige Bund-rente steg lidt på baggrund af den fremherskende finanspolitiske usikkerhed.

Figur 11

Renten på 10-årige statsobligationer i euroområdet, USA og Tyskland

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



Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream og ECB's beregninger.

Anm.: Observationerne fra euroområdet er det 10-årige BNP-vægtede gennemsnit af statsobligationsrenterne. Den seneste observation er for 31. december 2018.

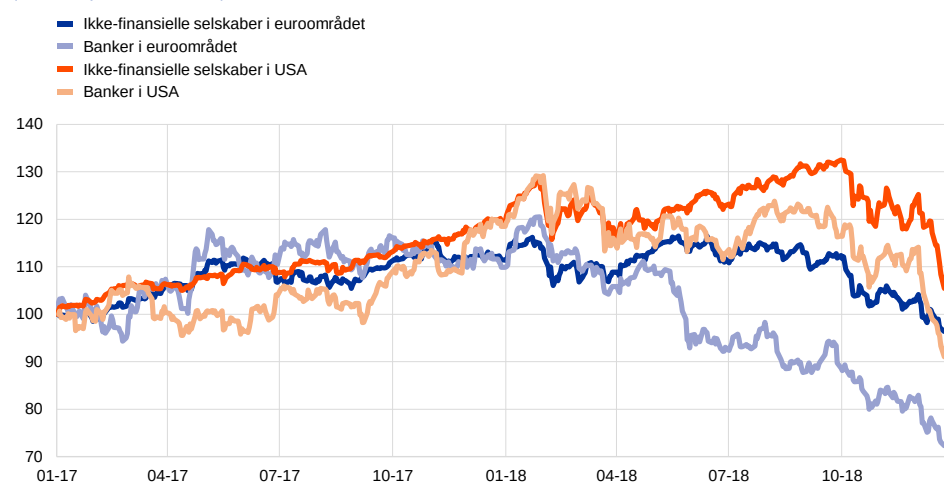
Aktiekurserne i euroområdet faldt betydeligt

Aktiekurserne i euroområdet faldt betydeligt i 2018 på baggrund af øgede globale spændinger, politisk usikkerhed i Italien og den gradvise normalisering af pengepolitiske lempelser i nogle avancerede økonomier (se figur 12). Mere specifikt faldt et bredt aktiekursindeks for ikke-finansielle selskaber i euroområdet med 12,6 pct. i løbet af 2018, mens et indeks for bankaktiekurserne i euroområdet faldt med 33,3 pct. Aktiekurserne for ikke-finansielle selskaber i USA var mere robuste end i euroområdet på grund af den stærke makroøkonomiske fremdrift, som til dels var forbundet med den procykliske finanspolitiske stimulus.

Figur 12

Aktieindeks for euroområdet og USA

(Indeks: 1. januar 2017 = 100)



Kilde: Thomson Reuters Datastream.

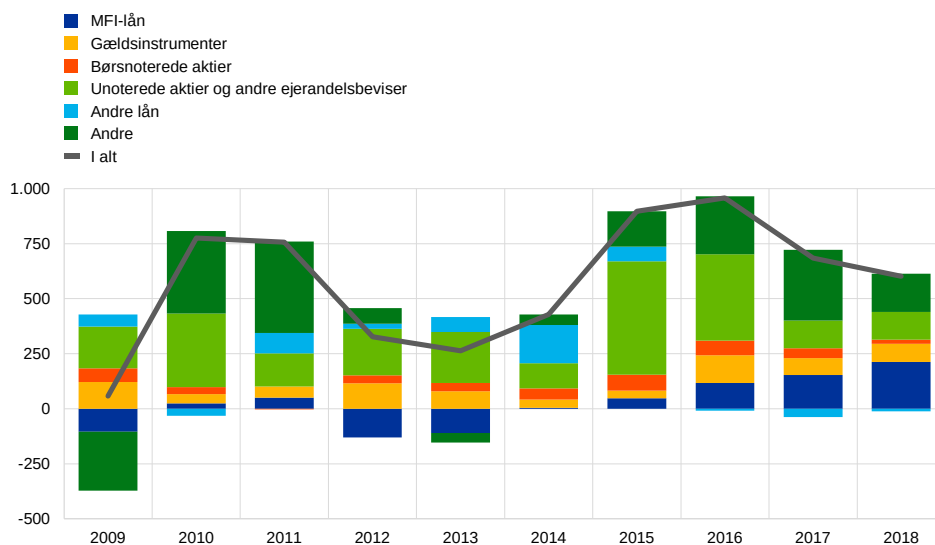
Anm.: De anvendte indeks er Euro Stoxx-bankindeks og Datastream-markedsindeks for ikke-finansielle selskaber for euroområdet og S&P-bankindeks og Datastream-markedsindeks for ikke-finansielle selskaber for USA. Den seneste observation er for 31. december 2018.

Alt i alt understøttede de gunstige finansieringsforhold for de ikke-finansielle selskaber fortsat erhvervsinvesteringerne i 2018 trods en vis nedgang i strømmene af ekstern finansiering til de ikke-finansielle selskaber (se figur 13). Denne nedgang afspejlede primært en afdæmpning af "andre" finansieringskilder (herunder koncerninterne lån og handelskreditter). Samtidig blev nettoudstedelsen af børsnoterede aktier, unoterede akter og andre andelsbeviser dæmpet af særlige faktorer og de forholdsvis høje omkostninger ved egenkapitalfinansiering. Uanset en gradvis stigning i spændene for virksomhedsobligationer i løbet af 2018 var udstedelsen af gældsinstrumenter fortsat understøttet af programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP), der blev indført i juni 2016 (se boks 3). Desuden tiltog den årlige vækst i banklån til ikke-finansielle selskaber yderligere i 2018. Genopretningen af udlånsvæksten blev understøttet af det betydelige fald i bankernes udlånsrenter i hele euroområdet siden midten af 2014 (se afsnit 2.1), som fortsatte i 2018. Det skyldtes ikke mindst ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag, som alt i alt har forbedret udbuddet af og efterspørgslen efter banklån. Desuden har bankerne gjort fremskridt med konsolideringen af deres balancer, selv om omfanget af misligholdte lån stadig var højt i nogle lande.

Figur 13

Nettostrømme af ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber i euroområdet

(Årlige strømme; milliarder euro)



Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: "Andre lån" omfatter lån fra ikke-MFI'er (andre finansielle institutioner, forsikringsselskaber og pensionskasser) og fra resten af verden. MFI-lån og lån fra ikke-MFI'er korrigeret for effekten af salg og securitisering af lån. "Andre" er forskellen mellem totalen og de instrumenter, der er medtaget i figuren. Den omfatter koncerninterne lån og handelskreditter. De seneste observationer er for 3. kvartal 2018.

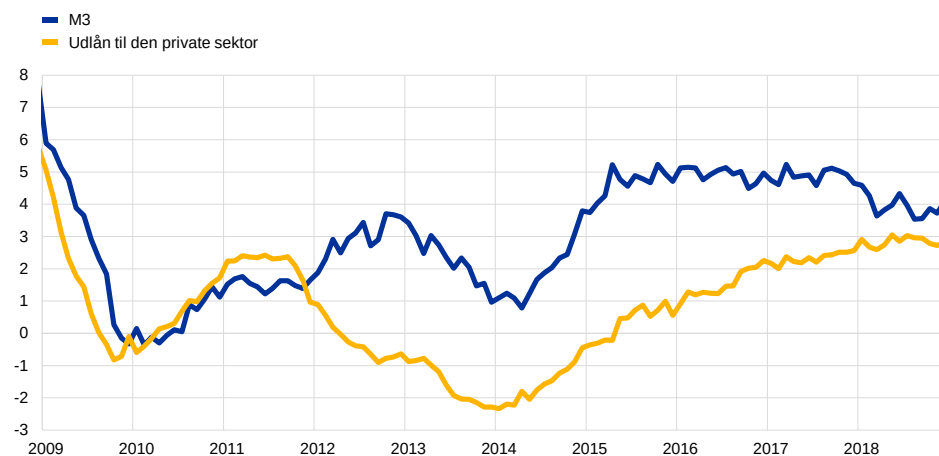
Husholdningernes nettoformue steg i de første tre kvartaler af 2018 og understøttede således det private forbrug. Først og fremmest nød husholdningerne godt af de fortsatte stigninger i huspriserne i form af betydelige kursgevinster på deres beholdning af fast ejendom. Samtidig faldt værdien af husholdningernes beholdninger af finansielle aktiver som følge af faldende aktiekurser. Den årlige vækst i bankernes udlån til husholdningerne til boligkøb var fortsat moderat historisk set, men

udstedelsen af lån var stærk.¹³ Husholdningernes bruttogældsætning – målt som en procentdel af husholdningernes nominelle disponible bruttoindkomst – lå et godt stykke over det gennemsnitlige niveau før krisen.

Alt i alt fortsatte den gradvise opadgående tendens i udlån til den private sektor, som har gjort sig gældende siden begyndelsen af 2014. Den årlige vækst i lån fra MFI'er (monetære finansielle institutioner) til den private sektor (korrigeret for salg og securitisering af lån samt fiktiv "cash pooling") tiltog til 3,4 pct. i december 2018, fra 2,9 pct. i december 2017 (se figur 14). Kreditvæksten var således stadig en betydelig drivkraft for væksten i det brede pengemængdemål (se de blå områder i søjlerne i figur 15), som ikke desto mindre aftog fra det stabile niveau på ca. 5 pct., der havde gjort sig gældende siden midten af 2015 (se figur 14). Den årlige vækst i M3 var 4,1 pct. i december 2018 i forhold til 4,6 pct. ultimo 2017. Udfasningen af Eurosystemets nettoopkøb af aktiver (fra 80 mia. euro til 60 mia. euro i april 2017, til 30 mia. euro i januar 2018, til 15 mia. euro i oktober 2018 og til nul ultimo december 2018) har medført, at opkøbsprogrammet i mindre grad bidrog til M3-væksten (se de røde områder i søjlerne i figur 15). Samtidig lagde nettosalget af statsobligationer fra euroområdet MFI'er ekskl. Eurosystemet en dæmper på væksten i M3 (se de lysegrønne områder i søjlerne i figur 15). Trods det voksende rentespænd til aktiver uden for euroområdet blev bidraget fra eksterne nettoaktiver alt i alt positivt i oktober 2018 (se de gule områder i søjlerne i figur 15).

Figur 14
M3 og udlån til den private sektor

(Årlig ændring i pct.)

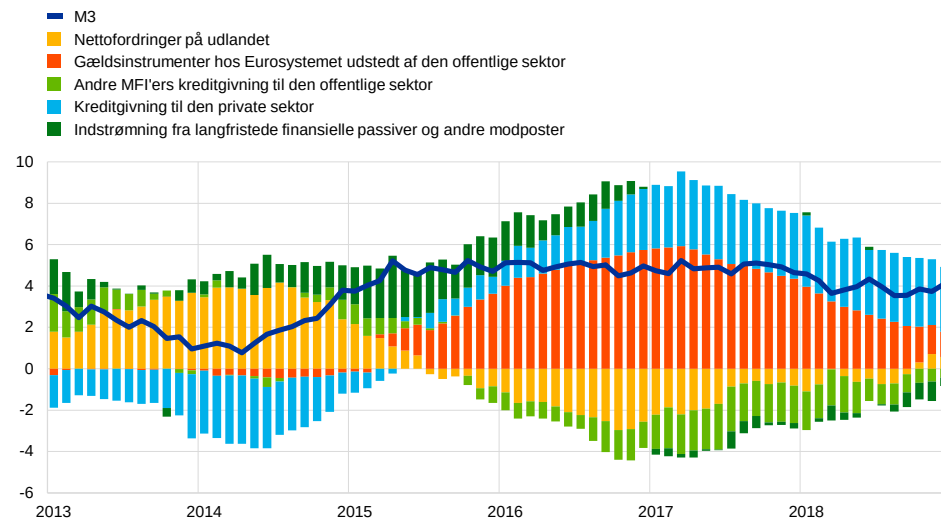


Kilde: ECB.

¹³ Se boksen "Developments in mortgage loan origination in the euro area", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2018.

Figur 15
M3 og dets modposter

(Ændring i pct. år-år; bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Anm.: Kreditgivning til den private sektor omfatter MFI-lån til den private sektor og MFI'ernes beholdning af værdipapirer udstedt af euroområdetets private sektor ekskl. MFI'er. Posten omfatter således også Eurosystemets CSPP-opkøb af gældsinstrumenter udstedt af ikke-MFI'er. Den seneste observation er for december 2018.

M3 blev understøttet af dag til dag-indskud

Væksten i M3 blev fortsat drevet af de mest likvide komponenter i lyset af de lave alternativomkostninger ved at have likvide indskud i en situation med meget lave renter og en flad rentekurve. Væksten i M1, der var positivt påvirket af højere vækst i dag til dag-indskud fra både husholdninger og ikke-finansielle selskaber, faldt også, idet den var 6,6 pct. i december 2018 sammenholdt med 8,7 pct. i december 2017.

2 Pengepolitik: Der kræves stadig tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed

På grundlag af solide fremskridt i retning af en vedvarende tilpasning af inflationen samt den underliggende styrke i euroområdet økonomi og velforankrede inflationsforventninger blev de månedlige nettoopkøb under opkøbsprogrammet (APP) gradvis nedtrappet i 2018, og de ophørte helt ved årets udgang. Ikke desto mindre var pengepolitikken fortsat præget af tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed, og der var den nødvendige grad af lempelighed, der stadig var brug for til at sikre en fortsat konvergens i retning af inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Lempeligheden sikredes gennem de resterende nettoopkøb, de betydelige beholdninger af opkøbte aktiver og dermed forbundne geninvesteringer samt forward guidance vedrørende ECB's pengepolitiske renter, som stadig lå på et historisk lavt niveau. Ved udgangen af 2018 udgjorde pengepolitiske aktiver 72 pct. af Eurosystemets balance. Balancen nåede op på 4,7 billioner euro, hvilket var historisk højt. Risiciene i forbindelse med den store balance mindskedes fortsat gennem ECB's rammer for risikostyring.

2.1 Opkøbene blev reduceret, men pengepolitikken forblev meget lempelig

De månedlige nettoopkøb under APP blev reduceret fra begyndelsen af 2018 som følge af en mere og mere robust og bredt funderet økonomisk vækst

Ved udgangen af 2017 oplevede euroområdet en mere og mere robust og bredt funderet økonomisk vækst. Kraftig ekstern efterspørgsel bidrog hertil, og øget indenlandsk efterspørgsel understøttede fremgangen, bl.a. som følge af stigende beskæftigelse, husholdningernes voksende nettoformue og bedre indtjening hos virksomhederne samt yderst gunstige finansieringsforhold. Det underliggende prispres forblev afdæmpet, men en løbende inddragelse af ledig kapacitet i økonomien gav anledning til øget tillid til en vedvarende tilpasning af inflationsudviklingen. På den baggrund meddelte Styrelsesrådet i oktober 2017, at det ville nedtrappe de månedlige APP-opkøb fra begyndelsen af 2018.

Derfor blev de månedlige nettoopkøb under APP reduceret fra 60 mia. euro til 30 mia. euro fra januar 2018. Styrelsesrådet forventede at opretholde dette niveau for opkøbene frem til slutningen af september 2018 – eller om nødvendigt endnu længere – og under alle omstændigheder, indtil der var tegn på, at inflationen varigt ville vende tilbage til et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

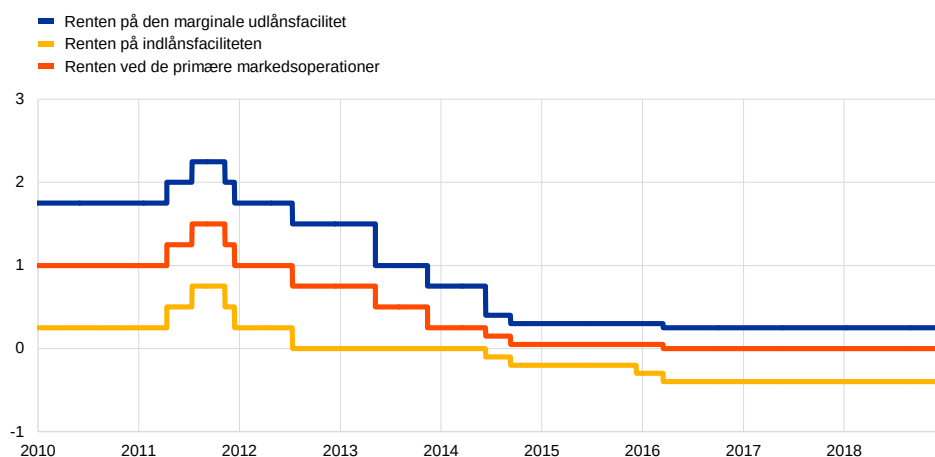
Lave pengepolitiske renter, fortsatte nettoopkøb og geninvestering af afdrag på hovedstolen på obligationer betød, at pengepolitikken forblev meget lempelig

Samtidig var de økonomiske udsigter og udviklingen i inflationen stadig betinget af fortsat støtte fra Styrelsesrådets pengepolitiske tiltag. De fortsatte nettoopkøb sikrede, at pengepolitikken forblev lempelig. Desuden lå renten ved de primære markedsoperationer samt den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 0,00 pct., 0,25 pct. og -0,40 pct. (se figur 16). Styrelsesrådets forward

guidance sørgede for yderligere pengepolitisk stimulus: De pengepolitiske renter forventedes at forblive på det nuværende niveau i en længere periode, som strækker sig ud over horisonten for nettoopkøbene af aktiver. Desuden var det Styrelsesrådets hensigt at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt inden for APP i en længere periode efter afslutningen af nettoopkøbene af aktiver, og i hvert fald så længe det var nødvendigt.

Figur 16
ECB's pengepolitiske renter

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Anm.: Den seneste observation er for 31. december 2018.

Trods en vis afdæmpning af den meget kraftige vækst i 2017 som følge af svækket eksportefterspørgsel forblev den indenlandske efterspørgsel solid, hvilket understøttede den bredt funderede fremgang i euroområdet økonomi i 1. halvår 2018. Selv om risikoen for øget volatilitet på finansmarkederne og usikkerheden vedrørende globale faktorer, herunder protektionisme, var blevet mere fremtrædende, var risiciene vedrørende vækstudsigterne for euroområdet stadig nogenlunde afbalancerede.

Høj kapacitetsudnyttelse, stramme arbejdsmarkeder og tiltagende lønvækst bidrog til yderligere opbygning af indenlandske prispress. Målene for den underliggende inflation var generelt stadig afdæmpede, men var dog steget i forhold til tidligere. Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra juni 2018 var i overensstemmelse med en gradvis konvergens i retning af et inflationsniveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Samtidig var usikkerheden vedrørende inflationsudsigterne aftaget betydeligt, og risikoen for deflation var forsvundet.

Tillid til vedvarende konvergens i inflationsudviklingen

På mødet i juni vurderede Styrelsesrådet, at der var sket store fremskridt i retning af en vedvarende tilpasning af inflationen. Den underliggende styrke i euroområdet økonomi samt velforankrede inflationsforventninger gav anledning til at tro, at konvergens ville fortsætte, selv efter en gradvis nedtrapning af nettoopkøbene.

På den baggrund besluttede Styrelsesrådet på junimødet at bekræfte, at Eurosystemet ville fortsætte med at foretage månedlige nettoopkøb for 30 mia. euro

under APP indtil slutningen af september 2018. Forventningen var, at hvis nye tal bekræftede inflationsudsigterne på mellemlangt sigt, ville nettoopkøbene efter september 2018 blive reduceret til 15 mia. euro om måneden i perioden fra oktober til december. Derefter forventedes de at ville ophøre.

I lyset af den herskende usikkerhed på visse områder var der dog stadig brug for tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed, idet de underliggende prispress fortsat var afhængige af, at pengepolitikken var meget lempelig. Derfor blev der givet troværdig og effektiv forward guidance om brugen af de øvrige pengepolitiske instrumenter som et middel til yderligere at støtte en vedvarende konvergens i retning af ECB's inflationsmål:

- Styrelsesrådet specificerede sin forward guidance vedrørende de fremtidige pengepolitiske renter: De pengepolitiske renter forventedes at forblive på det daværende niveau i hvert fald til og med sommeren 2019 og under alle omstændigheder så længe, det ville være nødvendigt for at sikre vedvarende konvergens i retning af et inflationsniveau tæt på, men under 2 pct. på mellemlangt sigt. Ved at knytte en dato og en tilstandsafhængig komponent til Styrelsesrådets forward guidance blev der skabt større klarhed om de fremtidige pengepolitiske renter, så forventningerne dertil blev bedre forankret. Det var med til at understøtte de finansielle vilkår, der kunne understøtte konvergens i retning af inflationsmålet. Den tilstandsafhængige komponent, der eksplicit knytter den første stigning i de pengepolitiske renter sammen med en holdbar inflationsudvikling, var i overensstemmelse med en fremadrettet pengepolitisk strategi med et mellemlangt sigte og understregede troværdigheden i Styrelsesrådets forpligtelse til målsætningen om prisstabilitet. Samtidig giver den forstærkede forward guidance fortsat tilstrækkelig fleksibilitet i pengepolitikken.
- Desuden blev forward guidance vedrørende geninvestering af hovedstolen på udløbende værdipapirer, der opkøbtes under APP, genbekræftet. Geninvesteringerne ville fortsætte i en længere periode efter nettoopkøbenes ophør og under alle omstændigheder så længe, det er nødvendigt for at opretholde gunstige likviditetsforhold og en meget lempelig pengepolitik.

I lyset af de fortsatte usikkerhedsfaktorer og en underliggende inflation, der kun langsomt steg, måtte pengepolitikken fortsat være præget af tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed. Selv om nettoopkøbene under APP nærmede sig deres afslutning, skulle pengepolitikken stadig være meget lempelig. Beslutningen i juni medførte dog, at fokus skiftede fra nettoopkøb til de pengepolitiske renter og Styrelsesrådets forward guidance vedrørende deres udvikling som middel til at styre pengepolitikken. Overordnet set var det vigtigt i kommunikationen at ramme den rigtige balance mellem på den ene side udmeldingen om nettoopkøbenes ophør ultimo 2018 og på den anden side understregningen af, at den pengepolitiske stimulus ville fortsætte, så længe det var nødvendigt.

De nye tal, der kom i løbet af efteråret, var svagere end forventet, dels på grund af en mere afdæmpet ekstern efterspørgsel, dels som følge af visse lande- og sektorspecifikke forhold. Nogle af disse forhold ville sandsynligvis fortage sig, mens andre kunne pege i retning af en afdæmpning af vækstens momentum. Samtidig var

den underliggende styrke i den indenlandske efterspørgsel stadig med til at understøtte fremgangen i euroområdet økonomi og gradvis voksende inflationspres. Det indenlandske omkostningspres blev fortsat stærkere og bredere på baggrund af høj kapacitetsudnyttelse og strammere arbejdsmarkeder, hvilket førte til tiltagende lønvækst. Samlet set blev risiciene vedrørende vækstudsigterne fortsat anset for at være nogenlunde afbalancerede. Ikke desto mindre havde risiciene en nedadrettet tendens som følge af geopolitiske faktorer, truslen fra protektionisme, sårbarheder i vækstøkonomierne og volatilitet på de finansielle markeder, der var blevet mere synlig i sommerens løb og fortsat var meget tydelig ved årets udgang.

APP afsluttedes, men pengepolitikken skulle fortsat være meget lempelig

I december gennemgik Styrelsesrådet på grundlag af nye oplysninger de økonomiske udsigter og konkluderede, at udsigterne fra juni i det store og hele kunne bekræftes. Den underliggende styrke i den indenlandske efterspørgsel gav stadig grund til at tro på en vedvarende konvergens i retning af ECB's inflationsmål, der ville fortsætte, også efter nettoopkøbenes ophør. På den baggrund fandt Styrelsesrådet det på sin plads at afslutte nettoopkøbene under APP i december 2018 som tidligere forventet. Samtidig krævede den fortsatte inflationskonvergens stadig, at pengepolitikken var præget af tålmodighed, forsigtighed og vedholdenhed. Derfor specificerede Styrelsesrådets forward guidance vedrørende geninvestering forstærket. Styrelsesrådet vil fortsætte med fuldt ud at geninvestere afdragene på hovedstolen på udløbende værdipapirer opkøbt under APP i en længere periode efter den dato, hvor Styrelsesrådet begynder at forhøje ECB's pengepolitiske renter, og under alle omstændigheder så længe, det er nødvendigt for at sikre gunstige likviditetsforhold og en meget lempelig pengepolitik. Sammenknytningen af geninvesteringshorisonten med forhøjelsen af renterne understregede, at ECB's pengepolitiske renter og den tilhørende forward guidance vedrørende deres sandsynlige fremtidige udvikling også fremover ville være det primære instrument til justering af pengepolitikken. Forward guidance vedrørende renterne ville sammen med geninvestering af de betydelige beholdninger af opkøbte aktiver give tilstrækkeligt lempelige forhold til at sikre en vedvarende konvergens af inflationen mod et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Pengepolitikken sikrede fortsat særdeles gunstige finansieringsforhold og understøttede den økonomiske vækst

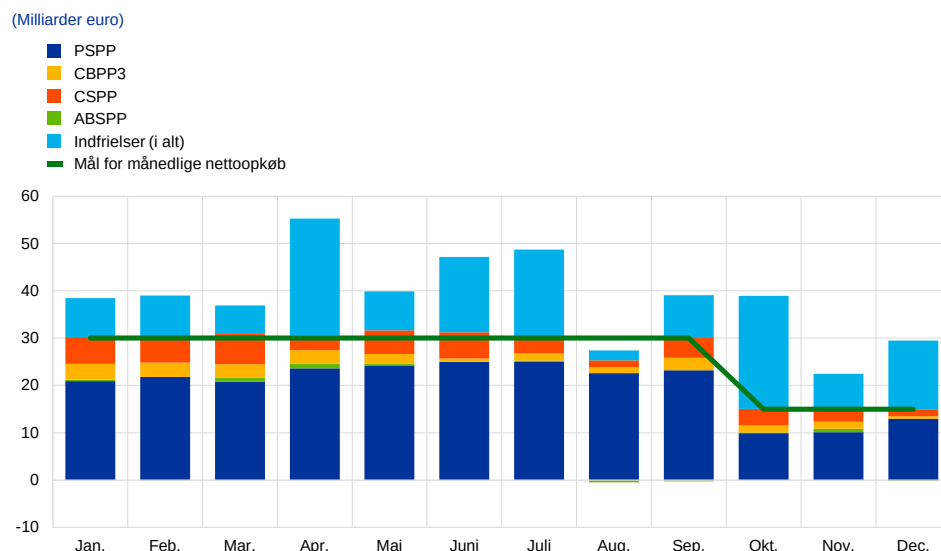
Implementeringen af opkøbsprogrammet forløb gnidningsfrit

Implementeringen af APP forløb gnidningsfrit, både hvad angår programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP) og opkøbsprogrammerne inden for den private sektor, der omfatter programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP), programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP) og det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3). De månedlige nettoopkøb var i gennemsnit på linje med Styrelsesrådets mål på 30 mia. euro pr. måned fra januar til september og 15 mia. euro pr. måned fra oktober til december (se figur 17). Som følge af sæsonudsving i markedslikviditeten lå nettoopkøbene under det månedlige mål i august, men dette blev udlignet af, at opkøbsmængderne var en anelse højere resten af året. På landeniveau førte indfrielse af gældsbeviser i de forskellige programporteføljer til betydelige udsving i de månedlige bruttoopkøb. Alt i alt varierede de månedlige opkøb kun marginalt fra målet relativt set. PSPP-beholdningerne ultimo året var stort set i overensstemmelse med den planlagte

landefordeling på grundlag af kapitalnøglen. Gennemførelsen af PSPP havde ikke haft nogen negativ indvirkning på likviditetsforholdene på euroområdet statsobligationsmarkeder (se boks 2). De målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) (se afsnit 2.2) bidrog til gunstige finansieringsforhold og understøttede dermed den fortsatte tilpasning af inflationsudviklingen.

Figur 17

Månedlige nettoopkøb og indfrielse under APP i 2018



Kilde: ECB.

Anm.: Månedlige nettoopkøb til bogført værdi; månedlige faktiske indfrielsesbeløb. Betalte afdrag på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under PSPP geninvesteres bedst muligt af Eurosystemet på en fleksibel og rettidig måde i den måned, de forfalder, eller i de efterfølgende to måneder, hvis likviditetsforholdene på markederne berettiger det.

Boks 2

Likviditeten på euroområdet statsobligationsmarkeder og implementeringen af programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor

Likviditeten på euroområdet statsobligationsmarkeder er vigtig for transmissionen af ECB's pengepolitik. Særligt fremmer et likvidt marked sammenhængen mellem ECB's pengepolitiske beslutninger, rentekurven, prisen på finansielle aktiver generelt og de samlede finansieringsomkostninger og kapitalallokeringen i økonomien. Behovet for at overvåge likviditeten på statsobligationsmarkederne nøje er steget siden lanceringen af ECB's program til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor, PSPP, hvorunder Eurosystemet har købt en betydelig andel af de udestående statsobligationer i euroområdet. På den baggrund præsenterer denne boks to af de indikatorer for markedslikviditet, som ECB regelmæssigt holder øje med. Samlet set peger disse indikatorer på, at likviditetsforholdene på markederne for statsobligationer ikke var markant påvirket af lanceringen af PSPP eller af ændringerne i de månedlige nettoopkøb.

Et likvidt marked er typisk et, hvor gennemførelse af en standardtransaktion har begrænset indvirkning på priserne. Med andre ord har et likvidt marked "dybe" ordrebøger, der hurtigt fyldes op igen, når en handel er gennemført. Det betyder, at kursændringerne efter en handel er minimale og kortvarige. Hvis en gennemført handel vurderes at indeholde nye oplysninger om den grundlæggende værdi af det aktiv, der handles, vil der naturligvis ske en tilsvarende justering af de noterede salgs- og købskurser, men ordrebøgerne vil stadig være dybe omkring det nye niveau.

Indikatorer for markedslikviditet fokuserer gerne på ét eller flere af følgende aspekter: transaktionsomkostninger, markededybde og/eller robusthed. Den simpleste indikator er spændet mellem de noterede købs- og salgskurser, som siger noget om, hvor dyr en transaktion forventes at være. Mere informative indikatorer kan konstrueres ved at kombinere oplysninger om spændet med fx dybden af ordrebøgerne, som er et mål for den transaktionsmængde, markedet uden problemer kan absorbere på et givet tidspunkt. Mål for markededybden er typisk baseret på oplysninger fra limitordrebøger¹⁴, der er mængde- og kursoversigter i realtid, som handlerne har adgang til. Robusthed er en funktion af dynamikken på markedet, fx hvor lang tid det tager, før ordrebøgerne bliver fyldt op igen efter gennemførelsen af en handel, dvs. målet fokuserer på markedslikviditetens tidsdimension.

I denne boks vurderes likviditeten på euroområdet statsobligationsmarkeder ud fra en ordrebogsbaseret likviditetsindikator¹⁵ og en gennemførelsesbaseret likviditetsindikator¹⁶. Selv om indikatorerne er baseret på forskellige sæt markedsdata (henholdsvis limitordrebøger og kurser), har de primært fokus på likviditetens omkostnings- og dybdedimension.

Disse indikatorer peger begge på, at likviditetssituationen på euroområdet statsobligationsmarkeder ikke er forværret siden lanceringen af PSPP (se figur A). Selv om begge indikatorer har vist en hel del volatilitet i den observerede periode, har der ikke været tale om en vedvarende opadrettet tendens, selv om der er opbygget betydelige PSPP-beholdninger. Desuden har indikatorerne generelt ikke reageret kraftigt på ændringer i de månedlige opkøb under PSPP, men de samlede værdier kan dog dække over en vis heterogenitet landene imellem.

¹⁴ En limitordrebog er et handelssystem, hvor købs- og salgstilbud fra markedsdeltagerne lægges i en kø og gennemføres i en forudbestemt rækkefølge.

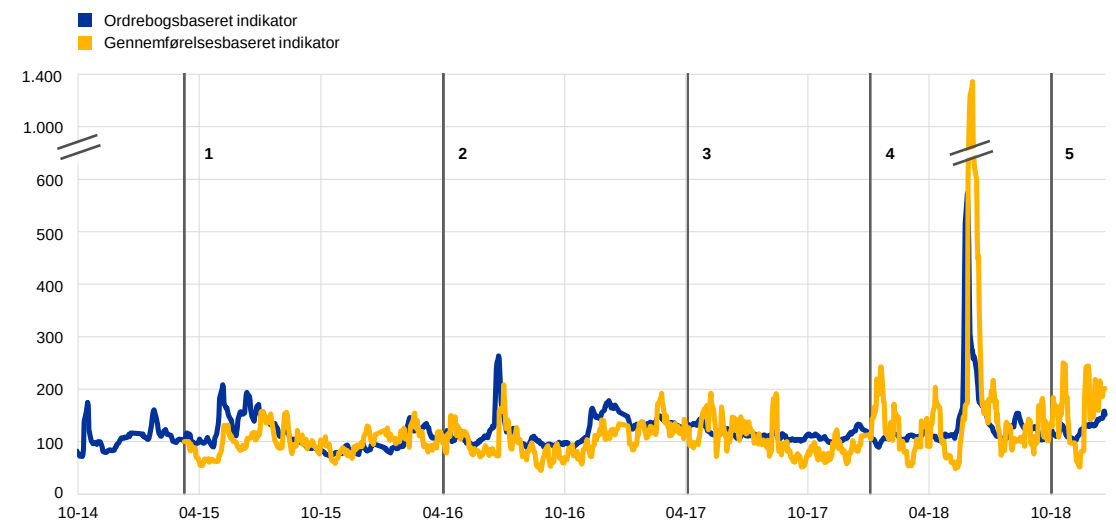
¹⁵ Den ordrebogsbaserede likviditetsindikator er baseret på data for spænd mellem købs- og salgskurser og udbudte mængder med limitordrebøger som kilde. Den beregnes for en given obligation som summen af de fem bedste bud på både salgs- og købsiden i ordrebogen divideret med summen af de tilsvarende udbudte mængder.

¹⁶ Den gennemførelsesbaserede indikator bygger på faste bud for transaktioner under PSPP. For en given obligation defineres indikatoren som spændet mellem de to bedste bud i OTC-markedet divideret med obligationens varighed. Kun bud, der faktisk resulterer i transaktioner, tages i betragtning.

Figur A

Indikatorer for likviditeten i euroområdet statsobligationsmarkeder siden lanceringen af PSPP

(Indeks: 100 = 9. marts 2015)



Kilder: Bloomberg, EuroMTS Ltd og ECB's beregninger.

Anm.: En stigende (faldende) indikator angiver forværring (forbedring) af likviditeten. Figuren viser 5-dages glidende gennemsnit for indikatorerne. Den ordbogsbaserede indikator er et BNP-vægtet gennemsnit for hele euroområdet for 10-årige statsobligationer, mens den gennemførelsesbaserede indikator er et mængdevægtet gennemsnit for statsobligationer, der handles under PSPP. De er sat til 100 den 9. marts 2015, hvor opkøbene under PSPP begyndte. De lodrette linjer markerer følgende ændringer i de opkøbte mængder under PSPP: 1) Programmets lancering med månedlige opkøb på 60 mia. euro (9. marts 2015), 2) forøgelsen af de månedlige nettoopkøb til 80 mia. euro (1. april 2016), 3) reduktionen af de månedlige nettoopkøb til 60 mia. euro (3. april 2017), 4) reduktionen af de månedlige nettoopkøb til 30 mia. euro (2. januar 2018) og 5) reduktionen af de månedlige nettoopkøb til 15 mia. euro (1. oktober 2018). Den seneste observation er for 21. december 2018. Værdier over 600 nedskales med en faktor 4.

Figur A viser, at disse likviditetsindikatorer har en tendens til at toppe i forbindelse med politiske og økonomiske begivenheder, der forbindes med en forventet nedgang i likviditeten i markedet.

Eksempelvis sås der toppunkter i "Bund tantrum"-perioden¹⁷ (som begyndte den 28. april 2015) og efter Storbritanniens afstemning om EU-medlemskab (23. juni 2016). Præsidentvalget i henholdsvis USA (8. november 2016) og Frankrig (23. april 2017) gav sig også udslag i højere værdier for disse indikatorer. Det mest markante fald i likviditeten ses imidlertid i perioden med politisk uro vedrørende dannelsen af en ny regering i Italien (som begyndte den 28. maj 2018), hvor likviditeten navnlig aftog på det italienske marked. Toppunkterne afspejler primært landespecifikke likviditetsnedgange, og afsmittningen på andre markeder er begrænset. Desuden er der en tendens til, at likviditeten aftager om sommeren og omkring årsafslutningen, selv om det på grund af den store skala ikke fremgår så tydeligt af figuren. Endelig ligner bevægelserne i den gennemførelsesbaserede indikator dem, der ses for den ordbogsbaserede indikator, men de synes at indeholde mere støj. En sammensat indikator baseret på robuste vægtningsmetoder eller aggregering på tværs af en bred vifte af mål kan mindske støjen i de enkelte mål.

Bankernes meget gunstige finansieringsforhold kom virksomheder og husholdninger til gode

Den lempelige pengepolitik og styrkelsen af bankernes balancer bidrog fortsat til lave finansieringsomkostninger for bankerne. Selv om forskellen mellem finansieringsomkostningerne i de forskellige eurolande blev større i 2. halvår 2018, lå omkostningerne stadig et godt stykke under niveauet forud for vedtagelsen af ECB's kreditlæmpelser i juni 2014 (se figur 18). Bankernes meget gunstige

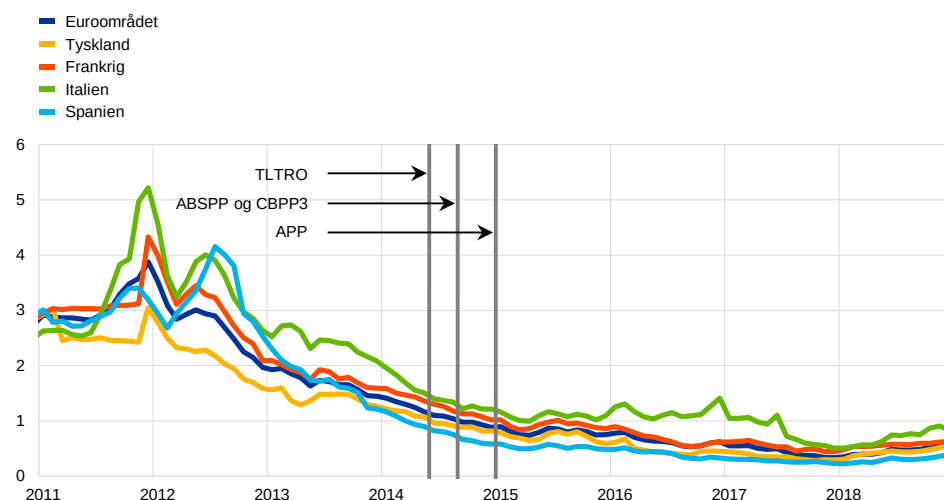
¹⁷ "Bund tantrum"-perioden vedrører en pludselig stigning i de tyske statsobligationsrenter, som betød, at den 10-årige rente steg med 82 basispoint (fra 0,16 til 0,98 pct.) i løbet af ca. seks uger.

finansieringsforhold blev sendt videre i den bredere økonomi, idet låneforholdene for virksomheder og husholdninger vedblev at være attraktive i hele euroområdet. Bankernes udlånsrenter for ikke-finansielle selskaber og husholdninger lå i fortsat tæt på et historisk lavt niveau. Fra begyndelsen af juni 2014 til december 2018 faldt de med henholdsvis ca. 130 og ca. 110 basispoint, hvilket er betydeligt mere end ændringen i markedsreferencerenterne (se figur 19).

Figur 18

Sammensatte omkostninger ved gældsfinansiering for banker

(Sammensatte omkostninger ved indlån og usikret, markedsbaseret gældsfinansiering; i pct. p.a.)



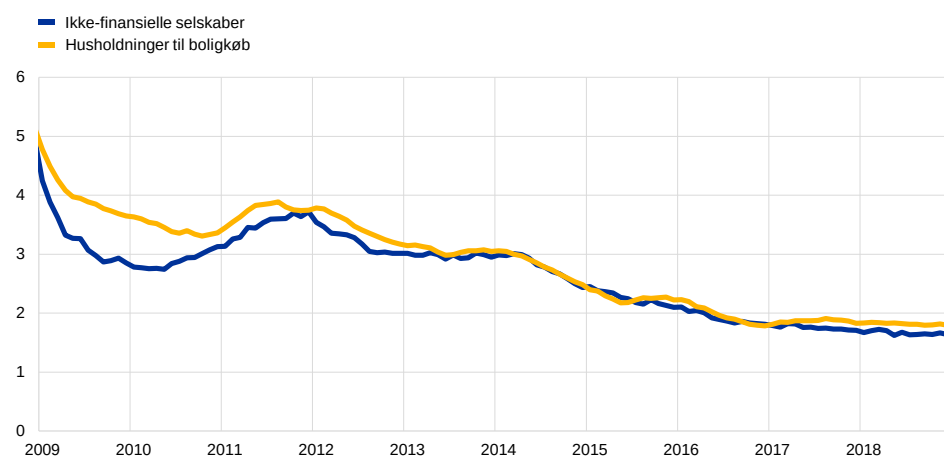
Kilder: ECB, Markit iBoxx og ECB's beregninger.

Anm.: De sammensatte omkostninger ved indlån beregnes som gennemsnittet af renterne på nye dag til dag-indskud, tidsindskud og indlån med opsigelsesvarsel, vægtet efter udeståender.

Figur 19

Bankernes sammensatte udlånsrenter for ikke-finansielle selskaber og husholdninger

(i pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Anm.: Bankernes sammensatte udlånsrenter beregnes ved at aggregere korte og lange renter på grundlag af et 24-måneders glidende gennemsnit af omfanget af nye forretninger.

Markedsbaserede finansieringsomkostninger for ikke-finansielle selskaber vedblev også at være meget gunstige, understøttet af den indsnævrende virkning, som

nettoopkøbene under CSPP havde på spændet (se boks 3). Ikke desto mindre udvidedes spændene for investment grade-obligationer udstedt af ikke-finansielle selskaber gradvis og støt i løbet af 2018 fra et niveau, der var det laveste siden krisen. Det skyldtes øget usikkerhed vedrørende vækstudsigterne i euroområdet og globalt set.

Kreditgivningen til den private sektor nød fortsat godt af de meget gunstige finansieringsforhold. Væksten i bankernes udlån til ikke-finansielle selskaber og husholdninger fortsatte med gradvis at tiltage, som det har været tilfældet siden begyndelsen af 2014 (se afsnit 1.4). De ikke-finansielle selskabers nettoudstedelse af gældsbeviser blev stadig holdt oppe af CSPP, men aftog dog noget i forhold til året før (se boks 3). Ifølge ECB's statistikker over værdipapirudstedelse¹⁸ beløb nyudstedelserne i euro sig til 56 mia. euro netto i de første elleve måneder af 2018 sammenlignet med 91 mia. euro i den tilsvarende periode i 2017. Nyudstedelser i andre valutaer beløb sig til -3 mia. euro netto i de første elleve måneder af 2018 mod -7 mia. euro i den tilsvarende periode i 2017. Det stemmer godt overens med, at CSPP giver de ikke-finansielle selskaber i euroområdet et incitament til at udstede ny gæld i euro og indfri gæld i andre valutaer.

Lave pengepolitiske renter og APP har øget udlånsvolumenen og lempet bankernes betingelser for nye lån

Bankerne meldte fortsat om lempelse af kreditvilkårene og de generelle betingelser for nye lån på baggrund af ECB's pengepolitiske tiltag. Ifølge ECB's udlånsundersøgelse havde APP fortsat en lempende virkning på bankernes generelle betingelser for nye lån til virksomheder og husholdninger. Desuden havde ECB's pengepolitiske tiltag en positiv effekt på bankernes udlånsvolumen. Lave renter og den aktuelle økonomiske fremgang i euroområdet støttede fortsat efterspørgslen efter lån (se afsnit 1.4). De seneste resultater fra ECB's undersøgelse om virksomheders adgang til finansiering i euroområdet¹⁹ viste, at tilgængeligheden af og vilkårene for ekstern finansiering var forbedret yderligere for små og mellemstore virksomheder (SMV'er) i 2018 som følge af den meget lempelige pengepolitik og de forbedrede finansieringsforhold for SMV'er (se boks 3).

Boks 3

Effekten af programmet for opkøb af virksomhedsobligationer på euroområdets ikke-finansielle selskabers finansiering

Målet med programmet for opkøb af virksomhedsobligationer, CSPP, som er en del af ECB's opkøbsprogram, er at lempe finansieringsforholdene for realøkonomien i euroområdet. De ECB-analyser, der sammenfattes i denne boks, peger på, at CSPP førte til en betydelig lempelse af finansieringsforholdene for andre selskaber end banker i euroområdet. Det gjorde det bl.a. ved at bidrage til at mindske virksomhedsobligationsspændene og ved at forbedre udbudsforholdene i det primære marked for virksomhedsobligationer. Desuden kan CSPP have været med til at øge

¹⁸ ECB's [statistikker over værdipapirudstedelse](#) udarbejdes på grundlag af månedlige dataindberetninger fra euroområdets nationale centralbanker. De omfatter udestående mængder, udstedelser, indfrielse og vækstrater for gældsbeviser og børsnoterede aktier. Dataene fordeles på udstederland og sektor, instrumenttype, oprindelig løbetid, kupontype og valuta. De seneste observationer er fra november 2018.

¹⁹ Se "[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2018](#)", ECB, november 2018.

bankernes kreditgivning til ikke-finansielle selskaber, der ikke benytter markedet for virksomhedsobligationer.²⁰

CSPP er en del af APP

CSPP består i, at Eurosystemet opkøber investment grade-obligationer i euro udstedt af andre selskaber end banker (dvs. ikke-finansielle selskaber samt forsikringsselskaber) beliggende i euroområdet. Programmet blev annonceret den 10. marts 2016, og opkøbene begyndte den 8. juni 2016. Siden da har Eurosystemet opkøbt gældsbeviser udstedt af ikke-finansielle selskaber i både det primære og det sekundære marked. Værdipapirerne skulle være belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets markedsoperationer og udstedt i euro. Da nettoopkøbene under APP sluttede i december 2018, havde Eurosystemet virksomhedsobligationer for 178 mia. euro, svarende til knap 7 pct. af de samlede udstående APP-beholdninger.

Betydning for de ikke-finansielle selskabers finansieringsomkostninger:

Virksomhedsobligationsspændene indsnævres

Fra annonceringen af CSPP i marts 2016 indsnævredes virksomhedsobligationsspændene gradvis frem til ultimo 2017, hvorefter de langsomt blev udvidet igen i løbet af 2018 (se figur A).

Økonometriske analyser²¹ viser, at den støtte indsnævring af virksomhedsobligationsspændene for CSPP-opkøbbare obligationer fra medio 2016 til ultimo 2017 i det store og hele kan tilskrives CSPP. Indsnævringen af spændene for opkøbbare virksomhedsobligationer førte på sin side til porteføljusteringer og resulterede i, at spændene for virksomhedsobligationer, der ikke var CSPP-opkøbbare, også indsnævredes²². I 2018 blev virkningen af CSPP mere end modsvaret af usikkerhed både globalt og inden for euroområdet, og det bidrog til en gradvis stigning i kreditrisikoen og udvidelse af virksomhedsobligationsspændene. Afslutningen af nettoopkøbene under CSPP ved udgangen af 2018 og fjernelsen af det dermed forbundne efterspørgselspres faldt sammen med en stigning i kreditrisikopræmierne og værdiansættelserne for virksomhedsobligationer til et niveau, der lå tæt på værdierne før programmets lancering.

²⁰ Boksen er baseret på artiklen "[The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations](#)", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2018.

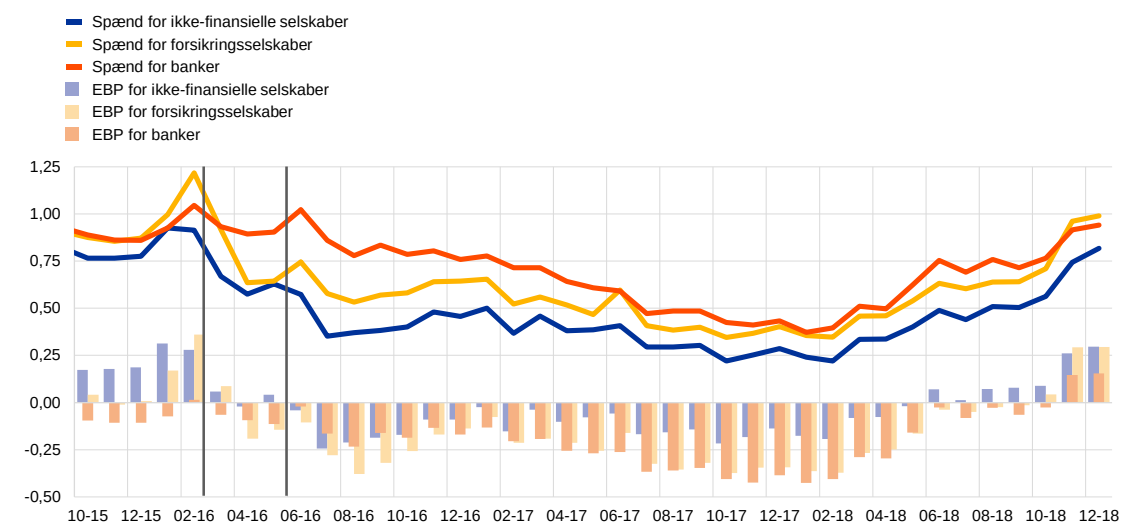
²¹ Den anvendte økonometriske metode er beskrevet i artiklen "[The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations](#)", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2018, fodnote 61.

²² Det kan fx være obligationer udstedt af banker, high yield-obligationer og obligationer med en ikke-godkendt kuponstruktur. De lavere renter på og spænd for obligationer, der opkøbes af Eurosystemet, giver investorerne et incitament til at justere porteføljerne i retning af aktiver med en lignende risikoprofil, men et højere forventet afkast.

Figur A

Spænd for investment grade-virksomhedsobligationer og "merpræmier på obligationer" i euroområdet

(Månedlige observationer; procentpoint)



Kilder: Merrill Lynch-indeks og ECB's beregninger.

Anm.: "Merpræmier på obligationer" (EBP) angiver, hvor meget virksomhedskreditspændet afviger fra udstederens målte misligholdelsesrisiko. Den viste serie indeholder kun investment grade-obligationer. De lodrette linjer angiver Styrelsesrådets møder den 10. marts 2016 og 2. juni 2016. Se R.A. De Santis, "Credit spreads, economic activity and fragmentation", *Working Paper Series*, nr. 1930, ECB, juli 2016. Den seneste observation er fra december 2018.

Betydning for de ikke-finansielle selskabers udstedelse af gældsbeviser

CSPP var også med til at forbedre udbudsforholdene på de primære virksomhedsobligationsmarkeder, navnlig blandt de opkøbbare udstedere. De ikke-finansielle selskabers nettoudstedelse øgedes i marts 2016 samtidig med annonceringen af CSPP og indsnævring af virksomhedsobligationsspændene. Siden da har den ligget højere end i de foregående år. Desuden havde de nyudstedte CSPP-opkøbbare obligationer længere løbetider, hvilket bidrog til en markant forlængelse af den gennemsnitlige restløbetid for udestående seniorgæld i form af investment grade-obligationer udstedt af ikke-finansielle selskaber. Endelig tyder empiriske data på, at CSPP var medvirkende til, at ikke-finansielle selskaber udstedte nye opkøbbare obligationer i euro frem for i andre valutaer. De lave renter og virksomhedsobligationsspænd ser også ud til at have ført til flere udstedelser fra udstedere med lavere kreditvurderinger.

Betydning for de ikke-finansielle selskabers finansieringsstruktur

De ikke-finansielle selskabers stigende obligationsudstedelse gennem de seneste to et halvt år afspejler, i hvert fald i begyndelsen, et skift fra lån til markedsbaseret finansiering hos nogle virksomheder.²³ ECB-analyser af perioden fra ultimo 2015 til medio 2017 viser, at det for en stor del af euroområdet's ikke-finansielle selskaber gjaldt, at de virksomheder, der udstedte CSPP-opkøbbare obligationer, havde en stigende andel af obligationer og en faldende andel af langfristede lån i deres samlede gæld.

²³ Se B. Grosse-Rueschkamp, S. Steffen og D. Streitz, "Cutting out the middleman – The ECB as corporate bond investor", SSRN, oktober 2017, og O. Arce, R. Gimeno og S. Mayordomo, "Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE", *Working Papers*, nr. 1743, Banco de España, 2017.

Disse mikrodata bekræftes af de aggregerede regnskaber for euroområdet ikke-finansielle selskaber. Fra annonceringen af CSPP til medio 2017 faldt euroområdet virksomheders andel af nyoptagne banklån i forhold til andelen af nyudstedte gældsbeviser på årsbasis. De ikke-finansielle selskabers finansieringsstruktur ændredes således i retning af gældsinstrumenter. Alligevel har nettostrømmen af banklån til de ikke-finansielle selskaber været positiv og endda stigende siden medio 2016. Fra medio 2017 tilbagerullede de ikke-finansielle selskaber gradvis den midlertidige erstatning af banklån med gældsbeviser, og den relative andel af nyoptagne banklån steg igen frem til udgangen af 2018.

Betydning for udbuddet af banklån

Endelig peger dataene sammenholdt med undersøgelsesresultater på, at CSPP kan have været med til at frigive kapacitet på bankernes balancer, som så blev brugt til at øge udlånet til (primært mindre) virksomheder, hvis obligationer ikke var CSPP-opkøbbare.²⁴ ECB's [undersøgelse om virksomheders adgang til finansiering i euroområdet](#) viser, at nettoandelen af små og mellemstore virksomheder, som melder, at bankerne er mere villige til at låne ud, der har været opadgående siden 2014, steg yderligere en del i 1. halvår 2016, hvor CSPP blev indført. Effekten ses tydeligst i Frankrig, hvor virksomhederne har stået for en stor del af den øgede obligationsudstedelse siden annonceringen af CSPP.

De pengepolitiske tiltag siden 2014 har i høj grad bidraget til euroområdet forbedrede økonomi

Den meget lempelige pengepolitik, der er ført siden 2014, har i høj grad bidraget til at forbedre euroområdet økonomi, idet den har støttet konvergens i retning af Styrelsesrådets inflationsmål. Det private forbrug nød godt af stigende beskæftigelse, hvilket delvis afspejlede tidligere arbejdsmarkedsreformer, og af husholdningernes voksende nettoformue. Erhvervsinvesteringerne blev fremmet af gunstige finansieringsforhold, bedre profitabilitet hos virksomhederne og solid efterspørgsel. Boliginvesteringerne lå fortsat på et robust niveau. De pengepolitiske tiltag, der er iværksat siden medio 2014, vurderes at have en samlet indvirkning på omkring 1,9 procentpoint på både væksten i realt BNP og inflationen i euroområdet i årene 2016 til 2020.²⁵

2.2 Udviklingen i Eurosystemets balance mod slutningen af perioden med nettoopkøb

Siden den globale finanskrisens begyndelse i 2007-08 har Eurosystemet indført en række ordinære og ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, som har haft en direkte indvirkning på størrelsen og sammensætningen af Eurosystemets balance over tid. De ekstraordinære foranstaltninger omfatter bl.a. transaktioner med lån mod

²⁴ I litteraturen er der økonometrisk evidens for en kraftigere stigning i udlånet hos banker med en stor andel af CSPP-godkendte lånere i porteføljen end hos banker med en mindre andel af disse. Se Grosse-Rueschkamp, Steffen og Streitz, op. cit. Der er ligeledes økonometrisk evidens for en kraftig stigning i udlån til virksomheder i Spanien, hvis obligationer ikke var CSPP-opkøbbare omkring tidspunktet for annonceringen af CSPP, se Arce, Gimeno og Mayordomo, op. cit.

²⁵ Betydningen af APP for euroområdet økonomi drøftes nærmere i artiklen "Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases", *Economic Bulletin*, ECB, endnu ikke udgivet.

sikkerhedsstillelse for at yde finansiering til modparter med en oprindelig løbetid på op til fire år . Desuden omfatter de opkøb af aktiver udstedt af den offentlige og private sektor (under opkøbsprogrammet APP) for at styrke transmissionen af pengepolitikken og skabe mere lempelige finansieringsforhold i euroområdet. I løbet af 2018 fortsatte Eurosystemets balance med at vokse som følge af disse ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, og i slutningen af 2018 havde den nået et historisk højt niveau på 4,7 billioner euro, hvilket var en stigning på 0,2 billioner euro i forhold til slutningen af 2017.



Yderligere udvidelse af Eurosystemets balance

Opkøbsprogrammet førte til yderligere udvidelse af Eurosystemets balance i 2018, om end i et noget lavere tempo end i de foregående år, da de månedlige nettokøb var mindre (se afsnit 2.1). Ved udgangen af 2018 udgjorde pengepolitiske poster på aktivsiden 3,4 billioner euro eller 72 pct. af de samlede aktiver på Eurosystemets balance (mod 70 pct. ultimo 2017). Disse pengepolitiske poster omfattede bl.a. udlån til euroområdets kreditinstitutter, som udgjorde 16 pct. af de samlede aktiver (mod 17 pct. ultimo 2017), og værdipapirer til pengepolitiske formål, der udgjorde omkring 56 pct. af de samlede aktiver (mod 53 pct. ultimo 2017) (se figur 20). Andre finansielle aktiver på balancen omfattede primært: i) fremmed valuta og guld hos Eurosystemet, ii) ikke-monetære, pengepolitiske porteføljer i euro og iii) likviditetsstøtte ydet af visse af Eurosystemets nationale centralbanker til solvente finansielle institutioner med midlertidige likviditetsproblemer. Disse andre finansielle aktiver er underlagt Eurosystemets interne rapporteringskrav og restriktioner, primært som følge af forbuddet mod monetær finansiering samt kravet om, at de ikke må have indflydelse på pengepolitikken, som det fremgår af forskellige juridiske tekster.²⁶

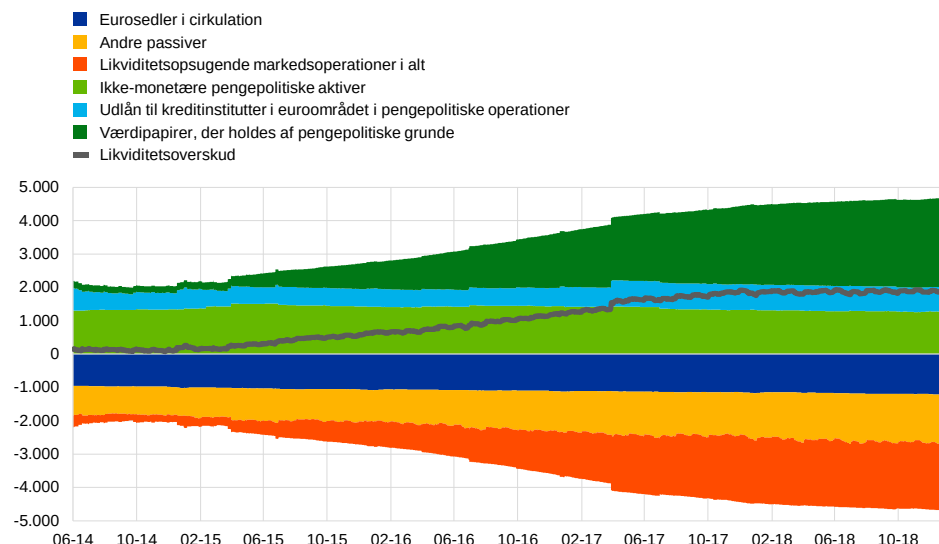
På passivsiden sås den største effekt af den fortsat lempelige pengepolitik i 2018 i modparternes reservebeholdninger og brug af indlånsfaciliteten, der lå stort set uændret på 2 billioner euro og udgjorde 39 pct. af passivsiden ultimo 2018 i forhold til 42 pct. ultimo 2017. Væksten i eurosedler i cirkulation var i overensstemmelse med den historiske stigningstakt, men relativt set udgjorde eurosedler i cirkulation 26 pct. af passiverne, hvilket var uændret i forhold til ultimo 2017. Andre passiver, herunder kapital- og revalueringskonti, udgjorde 34 pct. (mod 32 pct. ultimo 2017), og i absolutte beløb steg de med 0,2 billioner euro (se figur 20).

²⁶ Forbuddet mod monetær finansiering er fastsat i artikel 123 i [traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde](#). Yderligere oplysninger om restriktioner på ikke-monetære, pengepolitiske aktiver findes især i ECB's retningslinje om de nationale centralbankers indenlandske operationer i forbindelse med forvaltningen af aktiver og passiver ([ECB/2014/9](#)), [aftalen](#) af 19. november 2014 om finansielle nettoaktiver og [aftalen](#) af 17. maj 2017 om likviditetsstøtte.

Figur 20

Udvikling i Eurosystemets konsoliderede balance

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

Anm.: Positive tal angiver aktiver, og negative tal angiver passiver. Linjen for overskydende likviditet er vist som et positivt tal, selv om den angiver summen af følgende passivposter: løbende poster ud over reservekrav og brug af indlånsfaciliteten.

APP-porteføljens gennemsnitlige løbetid og fordeling på tværs af aktiver og jurisdiktioner

Ved udgangen af 2018 beløb APP-beholdningerne sig til 2,6 billioner euro

De månedlige nettoopkøb blev reduceret fra 30 mia. euro i januar til 15 mia. euro i oktober 2018. Ved udgangen af året beløb APP-beholdningerne²⁷ sig til 2,6 billioner euro.²⁸

ABSPP udgjorde 1 pct. (28 mia. euro), CBPP3 udgjorde 10 pct. (262 mia. euro) og CSPP udgjorde 7 pct. (178 mia. euro) af de samlede APP-beholdninger ultimo året. Blandt opkøbsprogrammerne inden for den private sektor stod CSPP-programmet for den største andel af væksten i APP-beholdningerne i 2018 med 48 mia. euro af nettoopkøbene. CSPP-opkøbene foretages på grundlag af et benchmark, der forholdsmæssigt afspejler alle godkendte udestående udstedelser. Det betyder, at markedsværdien giver en vægtning af udstedelserne i de forskellige jurisdiktioner, der indgår i benchmarket.

PSPP udgjorde 82 pct. af de samlede APP-beholdninger

PSPP udgjorde størstedelen af APP-programmet med 2,1 billioner euro eller 82 pct. af de samlede APP-beholdninger ultimo 2018 mod 83 pct. ultimo 2017. Under

²⁷ APP-beholdningerne angives til amortiseret kostpris.

²⁸ ECB informerer ugentligt om udviklingen i APP-beholdningerne. Fordelingen af beholdningerne på opkøb på det primære og sekundære marked under ABSPP-, CBPP3- og CSPP-programmet offentliggøres månedligt. Hvad angår CSPP, udsendes en samlet liste over alle beholdninger, herunder navne på udstedere, udløbsdatoer og kuponrenten for obligationer samt samlede tal for beholdningerne fordelt på risikoland, rating og sektor. For PSPP udsender ECB data for værdipapirbeholdninger fordelt på udstederland, inklusive den vægtede gennemsnitlige løbetid (overationale udstederses beholdninger udgives på et samlet grundlag).

PSPP-programmet fastsættes fordelingen af opkøb på jurisdiktioner på baggrund af ECB's kapitalnøgle. Inden for de enkelte tildelinger har ECB og de nationale centralbanker i euroområdet fleksibilitet til at vælge mellem opkøb af værdipapirer udstedt af centrale, regionale og lokale regeringer, værdipapirer udstedt af visse agenturer beliggende i den pågældende jurisdiktion og, om nødvendigt, værdipapirer udstedt af supranationale institutioner. Den vægtede gennemsnitlige løbetid for PSPP-beholdningerne var faldet lidt fra 7,7 år ved slutningen af 2017 til 7,4 år ved slutningen af 2018, dog med en vis variation mellem jurisdiktionerne.²⁹

Eurosystemet geninvesterer afdragene på hovedstolen på de aktiver, der opkøbes under APP, efterhånden som de forfalder. Geninvesteringerne under opkøbsprogrammerne inden for den private sektor beløb sig til 30,9 mia. euro i 2018, mens geninvesteringerne under PSPP beløb sig til 116,7 mia. euro.³⁰ Værdipapirer opkøbt under PSPP- og CSPP-programmet stilles fortsat til rådighed for værdipapirudlån³¹ for at støtte likviditeten på obligationsmarkedet og markedet for genkøbsforretninger (repomarkedet).³²

Udviklingen i Eurosystemets markedsoperationer

Det samlede udestående for Eurosystemets markedsoperationer er faldet med 30,6 mia. euro siden slutningen af 2017 og udgjorde 733,4 mia. euro ved udgangen af 2018. Det kan i det store og hele tilskrives frivillige tilbagebetalinger på 4,5 mia. euro samt udløb af 8,9 mia. euro i TLTRO-I-serien samt frivillig tilbagebetaling af 17,8 mia. euro i TLTRO-II-serien. Den vægtede gennemsnitlige løbetid for Eurosystemets udestående markedsoperationer faldt fra omkring 2,7 år i slutningen af 2017 til omkring 1,8 år i slutningen af 2018. Den vægtede gennemsnitlige TLTRO-II-rente var -0,3650 pct. (afrundet).

2.3 Risikostyringsrammerne for APP mindsker finansielle risici og understøtter samtidig det pengepolitiske mål

Risikoeffektivitet er et centralt princip i Eurosystemets risikostyring

Fra et pengepolitisk perspektiv styres opkøbene af tre hovedprincipper. For det første skal opkøbene være et effektivt værktøj til at opnå ECB's primære mål om at fastholde prisstabilitet. For det andet skal opkøbene være passende i forhold til de pengepolitiske målsætninger, og skævvridning af markedet skal undgås. For det tredje skal valget mellem flere muligheder for opfyldelse af de pengepolitiske målsætninger træffes ud fra hensynet til både drifts- og risikomæssig effektivitet. I den

²⁹ Eurosystemet sigter mod en markedsneutral fordeling af aktiver og opkøber værdipapirer med alle godkendte løbetider i alle jurisdiktioner på en måde, der afspejler sammensætningen af euroområdets statsobligationsmarked.

³⁰ ECB udgiver de forventede månedlige indfrielsesbeløb for APP-programmet over en løbende 12-måneders periode.

³¹ Oplysninger om værdipapirudlån under CBPP3- og ABSPP-programmet findes i "[General APP securities lending framework](#)".

³² ECB udgiver en gang om måneden den samlede gennemsnitlige PSPP-udlånsbalance for Eurosystemet og det samlede gennemsnitlige PSPP-kontantbeløb modtaget som sikkerhed.

forbindelse sigter Eurosystemets risikostyring mod at opnå risikoeffektivitet: De pengepolitiske målsætninger skal nås med den mindst mulige risiko for Eurosystemet.³³

Direkte opkøb kræver specifikke risikostyringsrammer

Alle pengepolitiske instrumenter, herunder direkte opkøb, har indbyggede risici, som styres og begrænses af Eurosystemet. Der er tale om kredit-, markeds- og likviditetsrisici samt operationelle og juridiske risici. De direkte opkøb kræver specifikke risikostyringsrammer for at begrænse de finansielle risici. Disse afhænger af de specifikke pengepolitiske målsætninger og kendetegnene ved og risikoprofilerne for de opkøbte aktiver. Hver af rammerne består af kriterier for inklusion, kreditvurderinger og due diligence-procedurer, prisrammer, benchmarks og grænser. Risikostyringsrammerne skal ikke blot mindske de finansielle risici, de bidrager også til opfyldelse af de pengepolitiske målsætninger ved at styre opkøbene i retning af en diversificeret og markedsneutral fordeling. Nedenfor beskrives de risikostyringsrammer, der gælder for gennemførelsen af APP. I tabel 1 opsummeres rammernes hovedelementer. Risikostyringsrammerne vil være gældende i hele geninvesteringsperioden og så længe, der er APP-beholdninger på Eurosystemets balance.

Tabel 1
Hovedelementer af risikostyringsrammerne for APP

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP
Primære kriterier for inklusion	Belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets kreditoperationer med lokalitetskriterier	Belånbare som sikkerhedsstillelse til eget brug for Eurosystemets kreditoperationer	Belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets kreditoperationer med udelukkelseskriterier	Belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets kreditoperationer inkl. oversigt over godkendte agenturer og overnationale enheder
Minimumsrating	CQS 3	CQS 3	CQS 3	CQS 3
Minimumskrav for restløbetid	Ingen	Ingen	6 måneder	1 år
Maksimumskrav for restløbetid	Ingen	Ingen	30 år	30 år
Udstedelsesgrænser	70 pct. (30 pct. i tilfælde af dispensation)	70 pct. (30 pct. i tilfælde af dispensation)	70 pct., for offentlige virksomheder 33 pct./25 pct. (alt efter CAC-klausul)	50 pct. for overnationale obligationer, ellers 33 pct./25 pct. (alt efter CAC-klausul)
Udstedergrænser	Ingen	Ja	Ja	50 pct. for overnationale obligationer, ellers 33 pct.
Kreditrisikovurderinger og due diligence-procedurer	Ja	Ja	Ja	Ingen
Prisvurdering (ex post)	Ja	Ja	Ja	Ja

Kilde: ECB.

Anm.: CQS: credit quality step (kreditkvalitetstrin) i henhold til Eurosystems harmoniserede bedømmelsesskala (se [Eurosystem credit assessment framework](#)); CAC: collective action clause (klausul om samlet optræden).

³³ Se "The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations", ECB, juli 2015.

Kriterier for inklusion i forbindelse med direkte opkøb

Kriterier for inklusion gælder for alle aktivklasser

Direkte opkøb kan kun foretages i omsættelige aktiver, der er belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets kreditoperationer. Kravene til belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets kreditoperationer findes i de [overordnede rammer](#) for pengepolitiske instrumenter. Blandt andet skal godkendte aktiver opfylde kriterierne for kreditkvalitetstrin 3 (CQS 3) på Eurosystemets harmoniserede bedømmelsesskala, dvs. de skal have mindst én kreditvurdering³⁴ fra et eksternt kreditvurderingsbureau (ECAI), der er godkendt i henhold til [Eurosystemets rammer for kreditvurdering](#) (ECAI). Desuden skal aktiverne være denomineret i euro og udstedes og afvikles i euroområdet. For asset-backed securities (ABS'er) skal de bagvedliggende debitorer overvejende være hjemmehørende i euroområdet.

For aktiver, der udstedes eller garanteres af regeringer, kan der efter Styrelsesrådets beslutning dispenseres fra minimumskravet om CQS 3, hvis den pågældende jurisdiktion er underlagt og overholder et EU/IMF-program. Aktiver, der er godkendt til opkøb via en dispensation fra minimumskravet til kreditkvalitet, skal opfylde yderligere krav. Således er opkøb ikke tilladt i den periode, hvor et sådant program evalueres, og de kan kun genoptages, hvis resultatet af evalueringen er positivt. For ABSPP og CBPP3 skal sådanne aktiver have den maksimale kreditvurdering, der kan opnås i jurisdiktionen, og desuden opfylde andre krav med henblik på at mindske den ekstra risiko.

Ud over ovenstående kriterier for inklusion gælder specifikke kriterier, alt efter programmet. For PSPP og CSPP er der fx minimums- og maksimumsgrænser for løbetid.³⁵ Under CSPP er aktiver, der er udstedt af kreditinstitutioner eller af udstedere, hvis modervirksomhed er en kreditinstitution, ikke godkendt. Desuden må aktiver udstedt af afviklingsenheder og porteføljeforvaltningsselskaber ikke opkøbes under CSPP og CBPP3. Under CBPP3 skal aktiverne være belånbare som sikkerhedsstillelse for Eurosystemets kreditoperationer, og desuden skal de opfylde de nødvendige betingelser for godkendelse som sikkerhedsstillelse til eget brug, dvs. de skal kunne bruges som sikkerhedsstillelse af den udstedende kreditinstitution.³⁶ Herudover må særligt dækkede obligationer med betingede pass-through-strukturer ikke opkøbes fra 1. januar 2019. Endelig må opkøbene ikke udgøre en omgåelse af forbuddet mod monetær finansiering af offentlige myndigheder som fastsat i artikel 123, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde.

³⁴ ABS'er skal have mindst to kreditvurderinger fra et ECAI. ABS'er, hvis kreditvurdering ligger under kreditkvalitetstrin 2, skal opfylde yderligere krav, herunder: i) ingen bagvedliggende lån må være misligholdt på tidspunktet for udstedelsen af ABS'er, eller når de indgår i ABS'er i løbet af disses levetid, ii) den pengestrøm, der genererer underliggende aktiver for ABS'erne, må ikke være struktureret, syndikeret eller gearret, og iii) der skal være bestemmelser om kontinuerlig servicering.

³⁵ For PSPP er minimumskravet til restløbetid et år, og maksimumskravet er 30 år. For CSPP er minimumskravet til restløbetid seks måneder, og maksimumskravet er 30 år.

³⁶ Se artikel 138, stk. 3, litra b), i Den Europæiske Centralbanks retningslinje (EU) 2015/510 af 19. december 2014 om gennemførelse af Eurosystemets pengepolitiske ramme ([ECB/2014/60](#)) (EUT L 91 af 2.4.2015, s. 3).

Kreditrisikovurdering og due diligence

Kreditrisikovurderinger og due diligence-procedurer gennemføres løbende

Under opkøbsprogrammerne inden for den private sektor gennemfører Eurosystemet løbende passende kreditrisikovurderinger og due diligence-procedurer for de relevante aktiver. Overvågningsrammerne ajourføres ud fra visse risikoindikatorer. Vurderingerne og procedurerne gennemføres ud fra et princip om proportionalitet, hvor mere risikofyldte aktiver analyseres nøjere. Om nødvendigt kan andre risikostyringstiltag også anvendes, ligeledes ud fra et princip om proportionalitet, navnlig begrænsninger på eller suspension af opkøb og i helt særlige tilfælde endda salg af aktiver, hvilket dog kræver en vurdering i Styrelsesrådet i hvert enkelt tilfælde.

Prisrammer

Prisrammerne sikrer, at opkøb foretages til markedspris

Prisrammerne for APP sikrer, at opkøb foretages til markedspris, så skævvridning af markedet minimeres, og der opnås risikoeffektivitet. Rammerne tager højde for de markedspriser, der er til rådighed, kvaliteten af priserne og dagsværdi. Der gennemføres også ex post-kontroller for at vurdere, om de transaktionspriser, der blev købt til, afspejlede markedsprisen på handelstidspunktet.

Under opkøbsprogrammerne inden for den private sektor er det tilladt at købe aktiver med negativ rente, hvis renten ligger over renten på indlånsfaciliteten. Opkøb til renter, som ligger under renten på indlånsfaciliteten, er kun tilladt under programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor og kun i det nødvendige omfang.³⁷

Benchmarks

Benchmarks anvendes for at sikre diversificering

Benchmarks anvendes for at sikre, at der opbygges en diversificeret portefølje, og for at hjælpe med at mindske risici. Benchmarks for opkøbsprogrammerne inden for den private sektor er baseret på aktivernes markeds kapitalisering, dvs. det nominelle udestående i de opkøbbare aktiver, som opfylder risikohensynene. Hvad angår PSPP, styres opkøbene af ECB's kapitalnøgle, som udstikker retningslinjerne for landefordelingen af opkøbene.

Grænser

Grænser for udstedelser og udstedere er et effektivt værktøj til at begrænse risikokoncentrationen

Der er sat en række grænser for APP-opkøb. Fastsættelsen af grænser for udstedelser og udstedere³⁸ tager højde for pengepolitiske, operationelle og juridiske forhold samt risikostyring. Grænserne finjusteres i forhold til aktivklasse, idet der skelnes mellem aktiver udstedt af offentlige og private aktører.

³⁷ Den 19. januar 2017 besluttede Styrelsesrådet, at opkøb af aktiver med en lavere effektiv rente end renten på indlånsfaciliteten kun er tilladt under PSPP, og bekræftede, at der ikke forventes nogen sådanne opkøb under CBPP3, ABSPP og CSPP. For nærmere oplysninger henvises til [ECB's websted](#).

³⁸ Udstedergrænsen angiver den maksimale andel af en udsteders udestående værdipapirer, som Eurosystemet må besidde.

Udsteder- og udstedelsesgrænser under PSPP har til formål at sikre markedets funktion og prisdannelsen, at begrænse risikokoncentrationen og at sikre, at Eurosystemet ikke bliver en dominerende kreditor for euroområdet's regeringer. Udstedelsesgrænsen for PSPP er 33 pct. af udeståendet i serien, dog skal det i hvert enkelt tilfælde sikres, at dette ikke giver Eurosystemet et blokerende mindretal i forbindelse med klausuler om samlet optræden (CAC'er).³⁹ Ellers er udstedelsesgrænsen 25 pct. Udstedergrænsen er sat til 33 pct. af udeståendet i opkøbbare aktiver udstedt af den pågældende offentlige institution.

For opkøbsprogrammerne inden for den private sektor er der sat en højere udstedelsesgrænse på 70 pct.⁴⁰ Under CSPP gælder der lavere udstedelsesgrænser i visse tilfælde, fx for aktiver udstedt af offentlige virksomheder, der behandles på samme måde som under PSPP. Ud over disse udstedelsesgrænser gælder der udstedergrænser for CBPP3 og CSPP. Navnlig for CSPP fastsættes disse udstedergrænser ud fra en benchmarkfordeling i forhold til en udstedergruppes markeds kapitalisering for at sikre en diversificeret fordeling af opkøbene. Desuden kan lavere grænser finde anvendelse, hvor resultatet af en kreditrisikovurdering eller due diligence-procedure taler herfor, jf. ovenfor.

³⁹ For overnationale obligationer gælder en udstedelses- og udstedergrænse på 50 pct.

⁴⁰ For ABS'er og særligt dækkede obligationer, der er godkendt i henhold til en dispensation fra minimumskravet til kreditkvalitet, gælder en maksimumsgrænse på 30 pct.

3 Den finansielle sektor i euroområdet: bankerne mere robuste trods risici

Risikoforholdene i euroområdets finansielle sektor gav større udfordringer i løbet af 2018. På den ene side bidrog en række faktorer til den finansielle stabilitet, herunder økonomisk vækst og større robusthed i banksektoren. På den anden side blev den finansielle stabilitet negativt påvirket af voksende nedadrettede risici for væksten, ikke mindst på grund af øget handelsprotektionisme og stigende politisk usikkerhed i 2018. En udpræget risikovillighed på de finansielle markeder og ejendomsmarkedene bidrog fortsat til opbygning af sårbarheder i aktivpriserne, ligesom der fortsat blev opbygget risici i den voksende del af den finansielle sektor, der ikke omfatter banksektoren. På denne baggrund gennemførte eurolandene i samråd med ECB en række makroprudentielle foranstaltninger for at afbøde og opbygge modstandskraft mod systemiske risici. Desuden traf ECB Banktilsyn mikroprudentielle foranstaltninger og bidrog fortsat til en stabil banksektor i EU og lige vilkår for alle banker i euroområdet. Ti år efter den globale finanskrisens udbrud er de vigtigste lovgivningsmæssige reformer, der har bidraget til at opbygge en mere robust finansiell sektor, tæt på at være fuldført. Men selv om der er gjort væsentlige fremskridt, ligger der stadig et stort arbejde forude. I den forbindelse bidrog ECB i 2018 fortsat til de igangværende drøftelser om færdiggørelsen af bankunionen og kapitalmarkedsunionen og understregede også vigtigheden af at udvikle værktøjer, der kan afbøde risiciene i den finansielle sektor ekskl. banksektoren.

3.1 Finansiell stabilitet i 2018

Forholdene for den finansielle stabilitet gav større udfordringer i 2018, hvilket også afspejlede sig i indikatorerne for systemisk stress (se figur 21). Analysen for 2018 fremhævede, at nogle af udviklingstendenserne understøttede finansiell stabilitet, herunder fortsat økonomisk vækst (se kapitel 1) og forbedret robusthed blandt bankerne. Men meget risikobetonede aktiviteter i nogle finansielle markedssegmenter lagde et pres på de globale risikopræmier. Stigende protektionisme og fornyet stress i vækstøkonomierne skabte perioder med volatilitet. I EU bidrog stigende usikkerhed om forløbet af brexit samt stress på de italienske obligationsmarkeder til større politisk usikkerhed.

Figur 21

Risikoindeks for finansiel stabilitet og sammensat indikator for systemisk stress på de finansielle markeder for euroområdet

(Januar 2011-oktober 2018)



Kilder: Bloomberg, Eurostat, ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Yderligere oplysninger om risikoindekset for finansiel stabilitet (FSRI) findes i Special Feature A i ECB's Financial Stability Review, maj 2018. Skalaen for FSRI viser afvigelsen fra det historiske gennemsnit udtrykt i multipla af den historiske standardafvigelse. Den sammensatte indikator for systemisk stress på de finansielle markeder (CISS) er normaliseret til et niveau på mellem 0 og 1. FSRI: kvartalsvis; CISS: ugentligt, to ugers glidende gennemsnit.

Fire centrale risici for finansiel stabilitet

På denne baggrund blev der udpeget fire centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet over en toårig periode, som blev drøftet i ECB's halvårslige [Financial Stability Review](#).

Risiko for drastiske fald i aktivpriserne

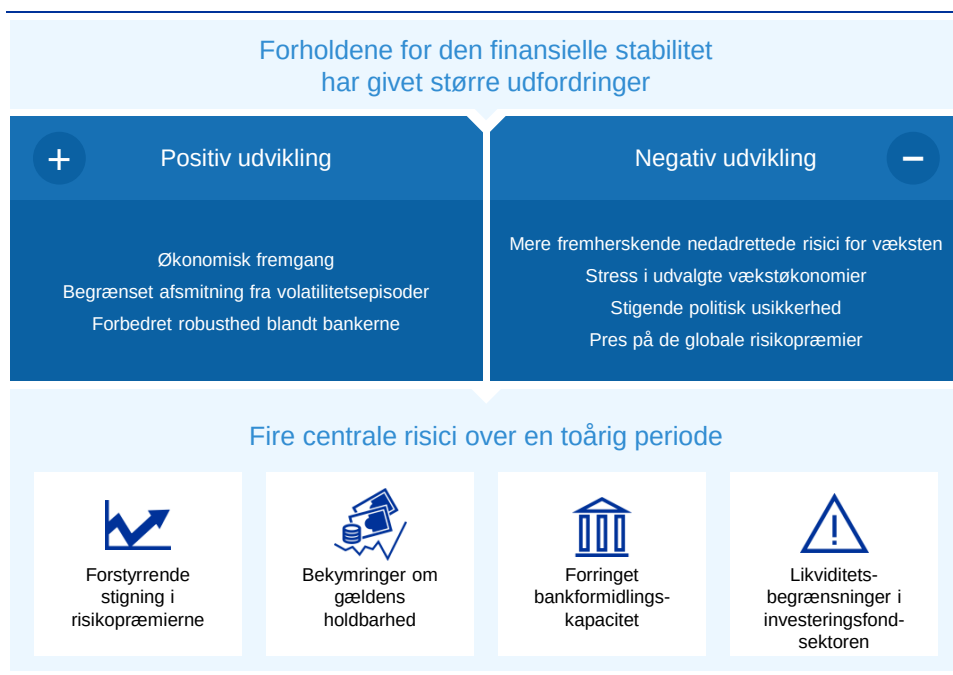
Muligheden for en forstyrrende stigning i de globale risikopræmier var den første af de centrale risici for finansiel stabilitet i de kommende år. De faktorer, der kunne udløse en forstyrrende stigning i risikopræmierne, vedrørte både interne og eksterne forhold, herunder forstyrrende markedsreaktioner på den politiske usikkerhed, yderligere stress i vækstøkonomierne med mulig afsmittning på de avancerede økonomier og en brat vending i de amerikanske makrofinansielle udsigter. Lommer af overvurderede aktivpriser og høje korrelationer på tværs af de globale priser på finansielle aktiver kan forstærke en potentiel stigning i de globale risikopræmier.

Bekymringer om gældens holdbarhed

Den anden af de centrale risici vedrørte bekymringer om gældens holdbarhed. Indikatorer for stress på statsobligationsmarkederne i euroområdet steg noget i midten af 2018 som følge af den politiske udvikling i Italien. Stigningen var dog forholdsvis moderat, hvilket tydede på en begrænset afsmittning af stress på andre eurolande. Den offentlige gældsætning blandt eurolandene var fortsat høj, og gældskvoten er steget støt i flere stærkt gældstynkede lande i de seneste år. Den private sektors gæld var også fortsat høj i visse lande efter både historisk og international målestok. Gældsniveauet lå således over de tærskler, der sædvanligvis forbindes med en gældsbyrde, selv om gældsudviklingen dog fortsat nød godt af den stærke konjunkturfremgang i euroområdets økonomi kombineret med meget gunstige finansieringsvilkår.

Diagram 1

Centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet



Kilde: ECB.

Anm.: Vurdering af den finansielle stabilitet pr. 29. november 2018.

Fremdriften på ejendomsmarkedene i hele euroområdet tiltog i løbet af 2018. Den stærke udvikling i boligpriserne bidrog fortsat til de første tegn på overvurdering på euroområdets boligmarkeder som helhed, dog med betydelige forskelle mellem landene. På markederne for erhvervsejendomme har prisstigninger klart overhalet stigningen i lejepriser i de senere år. Derfor har fortjenesten på de mest attraktive erhvervsejendomme vist en faldende tendens og har nået et nyt lavpunkt i den nuværende cyklus. Den observerede nedgang i fortjenesten kan være et tegn på en mulig overvurdering af priserne på markederne for erhvervsejendomme. Det skal dog samtidig bemærkes, at der også er spæde tegn på en mere moden fase i cyklussen.

Forringet bankformidlingskapacitet

Den tredje centrale risiko vedrørte de ringe udsigter for bankernes indtjening i euroområdet og muligvis en forringet bankformidlingskapacitet. Bankernes indtjening i euroområdet stabiliserede sig, og den samlede egenkapitalforrentning var 6,9 pct. i 3. kvartal 2018. Bankernes solvens var fortsat ret stabil, idet euroområdets signifikante bankers egentlige kernekapitalprocent var 14,2 pct. ved udgangen af 3. kvartal 2018 mod 14,3 pct. året før.

Aktiekurserne for euroområdets banker faldt med ca. 30 pct. i 2018, hvilket afspejlede større politisk usikkerhed og bekymringer om de eksterne udsigter. Faldet i aktiekurserne bidrog til lavere værdiansættelsesnøgletal, og det samlede forhold mellem aktiekurs og bogført værdi (price-to-book) for de største børsnoterede banker udgjorde således 0,6 ved udgangen af 2018.



Betydeligt fald i den samlede værdi af misligholdte lån

Bankerne i euroområdet fortsatte med at reducere deres beholdning af misligholdte lån. Værdien af misligholdte lån faldt således med 94 mia. euro i årets første tre kvartaler, og euroområdets signifikante bankers samlede beholdning af misligholdte

lån udgjorde 4,2 pct. i forhold til 5,2 pct. et år tidligere. Reduktionen af misligholdte lån enten accelererede eller fortsatte i samme tempo i hovedparten af landene med store beholdninger af disse lån. En granulær opdeling af ændringerne i beholdningerne af misligholdte lån i denne periode viser, at langt de fleste af reduktionerne var relateret til genetableringer, konkurser og afskrivninger. Samtidig bidrog salg på et mere aktivt sekundært marked for værdiforringede aktiver også betydeligt til reduktionen af beholdningerne. Italien og Spanien var de lande, der fortsat tegnede sig for den største afhændelse af disse lån. Uanset stigningen i salget var likviditeten på de sekundære markeder for misligholdte lån stadig påvirket af flere forskellige typer markedssvigt. Transaktionsplatforme for disse lån ville bidrage til at afhjælpe markedssvigt ved at give mulighed for større gennemsigtighed på markederne for misligholdte lån, hvilket ville tiltrække flere investorer, og samtidig løse problemer med koordinering.⁴¹

Likviditetsrisici i
investeringsfondsektoren

Den fjerde centrale risiko vedrørte mulige tilfælde af likviditetsknaphed i investeringsfondsektoren. I løbet af de sidste 10 år er de samlede aktiver i euroområdet investeringsfondsektor mere end fordoblet, fra 5,7 billioner euro ved slutningen af 2008 til 13,8 billioner euro i juni 2018. Investeringsfondsektoren udgør nu næsten 20 pct. af de samlede aktiver i den finansielle sektor i euroområdet. Investeringsfondenes beholdninger af risikobetonede aktiver fortsatte med at vokse i 2018. Samtidig svandt deres likviditetsreserver ind og gjorde dermed sektoren mere sårbar over for mulige stød på de globale finansielle markeder. Hvis investorerne vælger at foretage store indfrielse, vil fondene derfor muligvis være nødt til at realisere relativt store dele af deres porteføljer, hvilket kunne presse markedspriserne nedad. Selv om de eksisterende regler i EU skaber et solidt fundament for at håndtere investorbeskyttelse og sårbarheder i de enkelte fonde, er der stigende bekymring om de cykliske risici knyttet til voksende tolerance for likviditetsrisici og hele sektorens stadig større fodaftryk på markedet.

Samlet set er de fire risici tydeligvis nært forbundet og ville, hvis de materialiserede sig, potentielt kunne forstærke hinanden.

3.2

ECB's makroprudentielle politikfunktion

Makroprudentielle tiltag til
imødegåelse af systemiske risici

Nye systemiske risici, der måtte opstå i det finansielle system, håndteres via makroprudentielle tiltag, og ECB har fået tildelt en vigtig rolle og særlige beføjelser på dette område (se [SSM-forordningen](#)). ECB har først og fremmest fået til opgave at vurdere de makroprudentielle tiltag, der er fastsat i EU-lovgivningen og vedtaget af de nationale myndigheder i de lande, der er underlagt ECB Banktilsyn, og har også beføjelser til at indføre supplerende krav til sådanne nationale tiltag i banksektoren. Som reaktion på risikoforholdene i euroområdet i 2018 gennemførte de nationale myndigheder i samråd med ECB en række makroprudentielle tiltag med henblik på at

⁴¹ Se J. Fell, M. Grodzicki, D. Krušec, R. Martin og E. O'Brien, "[Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms](#)", *Financial Stability Review*, ECB, november 2017.

afbøde og opbygge modstandskraft mod systemiske risici samt sikre, at der fortsat effektivt blev leveret finansielle tjenesteydelser til realøkonomien.⁴²

Fortsat makroprudentiel indsats for at bevare den finansielle stabilitet

Vurdering af de makroprudentielle tiltags tilstrækkelighed

I 2018 fortsatte ECB sin store indsats inden for makroprudentiel politik og ydede et vigtigt bidrag til at bevare den finansielle stabilitet. Ud over en betydelig analytisk indsats indførte ECB en platform for regelmæssige fælles risikovurderinger og koordinering af makroprudentielle politiktiltag mellem ECB og de nationale myndigheder i euroområdet. ECB og de nationale myndigheder fortsatte også deres bredt funderede og åbne drøftelser om anvendelsen af makroprudentielle instrumenter og om udviklingen af metoder til at vurdere forskellige typer systemisk risiko. Disse bestræbelser medførte en yderligere forbedring af processen og metoderne til at vurdere systemiske risici og tilstrækkeligheden af makroprudentielle politiktiltag i euroområdet.

Forbedret kommunikation om makroprudentielle politikspørgsmål

ECB fortsatte desuden med at forbedre sin kommunikation om makroprudentielle politikspørgsmål og øgede oplysningsniveauet ved at skabe større gennemsigtighed i ECB's igangværende arbejde og overvejelser på dette område. Foruden taler, pressemeddelelser og andre publikationer såsom occasional papers fortsatte ECB med at offentliggøre sin halvårslige [Macroprudential Bulletin](#), der er et vigtigt kommunikationsværktøj til at forklare rammerne for ECB's makroprudentielle politik og beslutningsprocedurer samt analytiske fremskridt og vurderinger på området. ECB fortsatte også med at offentliggøre en [oversigt](#) over gældende makroprudentielle tiltag i lande, der er underlagt ECB Banktilsyn, på sit websted.

Beslutninger om makroprudentielle tiltag i 2018

ECB vurderede 103 beslutninger om makroprudentielle tiltag i 2018

I kraft af sit juridiske mandat vurderede ECB i 2018 underretninger fra de nationale myndigheder i euroområdet om 103 beslutninger om makroprudentielle tiltag vedrørende instrumenter, der var rettet mod cykliske og strukturelle systemiske risici samt andre instrumenter, jf. artikel 458 i [kapitalkravsforordningen](#) (CRR). De fleste underretninger vedrørte fastsættelse af den kontracykliske kapitalbuffer (CCyB) eller udpegelse af globale og andre systemisk vigtige institutioner (G-SII'er og O-SII'er) samt kalibrering af deres kapitalbuffer. ECB's styrelsesråd gjorde ikke indsigelse mod nogen af de beslutninger om makroprudentielle tiltag, som de nationale myndigheder underrettede ECB om i 2018.

⁴² Nationale myndigheder bevarer beføjelserne til at aktivere og gennemføre de makroprudentielle tiltag, der er fastlagt i EU-lovgivningen, men bør underrette ECB, før de træffer beslutning om sådanne tiltag. ECB vurderer de planlagte tiltag og kan gøre indsigelse mod den foreslåede beslutning og har desuden kompetence til om nødvendigt at anvende strengere foranstaltninger end dem, der er vedtaget nationalt, for at tage højde for risici for den finansielle stabilitet (artikel 5 i [SSM-forordningen](#) og artikel 13h i ECB's forretningsorden ([afgørelse ECB/2014/1](#))).

De vurderede beslutninger omfattede bl.a. fastsættelsen af den kontracykliske kapitalbuffer og tiltag rettet mod strukturelle systemiske risici

Alle 19 eurolande vurderer hvert kvartal de cykliske systemiske risici og fastsætter på baggrund af disse vurderinger niveauet for den kontracykliske kapitalbuffer. I løbet af 2018 forhøjede fire lande deres kapitalbuffersats. Národná banka Slovenska besluttede at forhøje kapitalbuffersatsen fra 0,5 pct. til 1,25 pct. med virkning fra 1. august 2018 og derefter at forhøje den yderligere til 1,5 pct. fra og med 1. august 2019 med den begrundelse, at Slovakiet var blandt de EU-lande, der havde den mest dynamiske kreditvækst, både i erhvervs- og husholdningssektoren. Tilsvarende besluttede Lietuvos bankas at forhøje kapitalbuffersatsen fra 0,5 pct. med virkning fra 31. december 2018 til 1 pct. fra og med 30. juni 2019. Denne forhøjelse var ikke motiveret af en meget høj cyklisk risiko, men var mere knyttet til en ændring i bankens vejledende principper for fastsættelsen af kapitalbufferen (satsen fastsættes nu på et positivt niveau under moderate risikoforhold). Central Bank of Ireland besluttede at aktivere kapitalbuffersatsen på 1 pct. pr. 1. juli 2019 med henblik på at opbygge en buffer tilstrækkeligt tidligt i cyklussen til effektivt at kunne forbedre robustheden og samtidig tage hensyn til det irske makrofinansielle miljøes følsomhed over for den eksterne udvikling. Endelig indførte den franske tilsynsmyndighed Haut Conseil de stabilité financière for første gang en positiv kapitalbuffersats, der blev fastsat til 0,25 pct. med virkning fra 1. juli 2019, for at forbedre bankens modstandskraft over for cykliske risici under henvisning til de gunstige makroøkonomiske forhold og den fortsatte hurtige udvikling i den finansielle cyklus.

Hvad angår makroprudentielle instrumenter rettet mod strukturelle systemiske risici, vurderede ECB de nationale myndigheders beslutninger om kapitalbuffere for 106 O-SII'er⁴³ samt tre beslutninger om systemiske risikobuffer. Hvad angår tiltag i medfør af artikel 458 i kapitalkravsforordningen, besluttede Haut Conseil de stabilité financière i Frankrig at stramme op på grænseværdierne for store eksponeringer, der gælder for højt forgældede, store indenlandske ikke-finansielle selskaber for at imødegå de risici, der er knyttet til den hurtige udvikling i den finansielle cyklus og den fortsatte opadrettede tendens i disse selskabers gæld. Desuden foreslog Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique et tostrengt tiltag målrettet mod risici på ejendomsmarkedet, der bestod af dels et generelt tillæg til risikovægtene på fem procentpoint for bankernes detailengagementer ved hjælp af den interne ratingmetode (IRB) med sikkerhed i fast ejendom, og dels et ekstra risikofølsomt element, der er rettet mod risikoprofilen for hver IRB-banks realkreditportefølje. Formålet med dette tiltag er at forbedre IRB-bankernes modstandsdygtighed over for makroprudentielle risici, der er knyttet til udviklingen på ejendomsmarkedet og voksende sårbarhed blandt låntagerne.

Samarbejde med ESRB

Fortsat samarbejde med og støtte til ESRB

ECB ydede fortsat analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte til sekretariatet for Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), der har ansvaret for at koordinere ESRB's daglige arbejde. ESRB er ansvarligt for makrotilsynet med det finansielle system i EU med det formål at forebygge og reducere systemiske risici.

⁴³ Se "ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)", [Macroprudential Bulletin](#), 3. udgave, ECB, juni 2017.

ECB bidrog jævnligt til ESRB's løbende identifikation og overvågning af potentielle systemiske risici og ydede generel bistand til ESRB's forskning. Eksempelvis samarbejdede ECB med ESRB's taskforce på højt plan om sikre aktiver, der var blevet oprettet med det formål at undersøge de praktiske hensyn vedrørende værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer (SBBS). Der blev udgivet en [rapport](#) i to bind med denne taskforces vigtigste undersøgelsesresultater samt den tekniske analyse, der dannede grundlag for resultaterne. Derudover bidrog ECB til en række udgivne working papers vedrørende SBBS.

Hvad angår EU's finansielle sektor ekskl. banksektoren, medvirkede ECB til udarbejdelsen af tredje udgave af [EU Shadow Banking Monitor](#), der giver et overblik over udviklingen i skyggebankssektoren med fokus på en vurdering af potentielle risici for finansiell stabilitet. På andre områder end banksektoren bidrog ECB til ESRB's rapport [Macprudential provisions, measures and instruments for insurance](#), der blev offentliggjort i november 2018. Rapporten har givet input til de igangværende Solvens II-drøftelser om en styrkelse af de retlige rammer for forsikringselskaber og genforsikringselskaber fra et makroprudentielt perspektiv.

ECB var en del af formandskabet for en ekspertgruppe, der havde fået til opgave at besvare EU-Rådets anmodning om, at ESRB skulle udvikle "makroprudentielle metoder til forebyggelse af systemiske problemer med misligholdte lån under behørig hensyntagen til procykliske effekter af tiltag til reduktion af beholdningen af disse lån og mulige indvirkninger på den finansielle stabilitet". Den offentliggjorte [rapport](#) afdækkede faktorerne bag de systemiske stigninger i beholdningerne af misligholdte lån og konkluderede, at der ikke syntes at være behov for grundlæggende ændringer i den eksisterende makroprudentielle værktøjskasse, men at visse tilretninger bør overvejes.

Derudover var ECB formand for den taskforce, der stod for udarbejdelsen af ESRB's stressscenarier til Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds EU-dækkende stresstest i 2018 og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordningers forsikringsstresstest i 2018, og ydede kritisk teknisk bistand og bistand til udvikling af modeller. ECB var desuden vært for den årlige workshop om stresstestning i december 2018.

Endelig fortsatte ECB med at bistå ESRB i det analytiske arbejde med det omfattende datasæt, som ESRB har til rådighed i henhold til forordningen om europæisk markedsinfrastruktur. Dette arbejde udmøntede sig i indførelse af daglig indsamling, behandling og analyse af dataene. Den analytiske indsats har gjort, at ESRB og dets rådgivende udvalg og deres understrukturer nu kan foretage en mere omfattende og rettidig overvågning af derivatmarkederne.

Læs mere om ESRB på dets [websted](#) og i dets [årsrapporter](#).

3.3 Mikroprudentielle aktiviteter med henblik på at sikre de enkelte bankers sundhed

I hele 2018 bidrog ECB Banktilsyn fortsat til en stabil banksektor i EU og lige vilkår for alle banker i euroområdet. Selv om bankerne i euroområdet har øget deres robusthed i de senere år, står de stadig over for betydelige udfordringer.

En af de mest presserende udfordringer for bankerne i euroområdet er manglende indtjening

En af de mest presserende udfordringer for bankerne i euroområdet er manglende indtjening. Selv om situationen generelt er forbedret, er de stadig under pres og er tvunget til at justere deres forretningsmodeller. De mangler fortsat at finde måder at bevare deres indtjeningsevne på under hele konjunkturforløbet. I 2018 færdiggjorde og udgav ECB Banktilsyn en [tematisk gennemgang](#) af indtjeningsevnen og forretningsmodellerne. Gennemgangen viste, at situationen varierer betydeligt mellem banker. Den viste desuden, at bankernes strategiske råderum er en vigtig faktor, der har indflydelse på bankernes indtjeningsevne. ECB Banktilsyn vil fortsat følge situationen og efterprøve bankernes forretningsmodeller.

Løsning af problemet med misligholdte lån prioriteres højt

Foruden indtjening udgør overtagne aktiver såsom misligholdte lån stadig et problem for euroområdets banksektor. Disse lån lægger en dæmper på bankernes indtjening, gør dem mindre robuste og forringer deres evne til at finansiere økonomien. Selv om det primært er de berørte bankers ansvar at løse problemet, er det også blevet en topprioritet for EU's myndigheder (som det fremgår af EU's handlingsplan til håndtering af misligholdte lån i Europa) og navnlig ECB Banktilsyn. Allerede i marts 2017 offentliggjorde ECB Banktilsyn [kvalitative retningslinjer](#) for banker med hensyn til misligholdte lån. Disse retningslinjer blev i marts 2018 suppleret af et [tillæg](#), der beskriver forventningerne med hensyn til hensættelser for nye misligholdte lån. I juli 2018 offentliggjorde ECB Banktilsyn [yderligere skridt](#) med henblik på at nedbringe beholdningen af misligholdte lån.

Forbedrede tilsynsværktøjer og -metoder

I løbet af året fortsatte ECB Banktilsyn med at forbedre sine værktøjer og metoder. Efter en række offentlige høringer (iværksat i marts 2018) offentliggjorde ECB Banktilsyn i november 2018 de [endelige vejledninger](#) til banker om deres interne kapital- og likviditetsstyring (proceduren til vurdering af den interne kapital eller ICAAP og proceduren til vurdering af den interne likviditet eller ILAAP). I forbindelse med den igangværende målrettede gennemgang af interne modeller offentliggjorde ECB Banktilsyn efter en offentlig høring også [første kapitel](#) af sin vejledning til interne modeller i november 2018. Derudover udsendte det [vejledninger](#) til bedømmelse af licensansøgninger, der også omfatter fintech-kreditinstitutter. En anden [vejledning](#) udgivet i september 2018 har fokus på inspektioner på stedet og kontrol af interne modeller. Formålet med den er at forklare, hvordan disse inspektioner udføres. ECB Banktilsyn bidrog også til [Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds stresstest](#) af europæiske banker (se boks 4).

I 2018 deltog ECB Banktilsyn også i håndteringen af en signifikant banks konkurs i euroområdet. Denne sag understregede behovet for en yderligere harmonisering af reglerne for håndtering af nødlidende banker. Selv om ECB ikke har beføjelser til bekæmpelse af hvidvask af penge, understregede sagen også behovet for en mere harmoniseret tilgang til dette spørgsmål på EU-plan.

Yderligere oplysninger om ECB Banktilsyn findes på dets [websted](#) og i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2018](#).

Boks 4

Den EU-dækkende bankstresstest i 2018

Generel udformning af stresstesten i 2018 og ECB's deltagelse

ECB deltog i både forberedelsen og gennemførelsen af den EU-dækkende stresstest i 2018, der blev koordineret af Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA). Formålet med stresstesten var at vurdere de finansielle institutioners robusthed ved at afdække de primære sårbarhedsområder i et basisscenarie og et stressscenarie. Samtidig indgår resultaterne af testen i tilsynskontrol- og vurderingsprocessen (SREP) for hver af bankerne i stresstesten, både fra et kvantitativt og et kvalitativt perspektiv. Som led i det forberedende arbejde medvirkede ECB i udformningen af basisscenariet og stressscenariet. Sidstnævnte scenarie blev udviklet sammen med ESRB og EBA og i tæt samarbejde med de nationale kompetente myndigheder. Desuden bidrog ECB aktivt til udarbejdelsen af EBA's metodologiske note til stresstesten i samarbejde med de nationale kompetente myndigheder. Den primære udfordring for metoden for 2018 var indførelsen af den nye internationale regnskabsstandard, IFRS 9, der havde betydning for flere risikoprofiler (kreditrisiko, markedsrisiko og nettorenteindtægter). Tilsvarende udarbejdede ECB på baggrund af et frugtbart samarbejde med eksperter fra EBA og de nationale kompetente myndigheder de officielle benchmarks for kreditrisiko til stresstesten. Det forventes, at bankerne vil anvende disse benchmarks for kreditrisiko for porteføljer, hvor passende kreditrisikomodeller ikke er tilgængelige.

Efter iværksættelsen af EU-stresstesten den 31. januar 2018 havde ECB ansvaret for kvalitetssikringsprocessen for bankerne under ECB's direkte tilsyn. På grund af indførelsen af IFRS 9 blev tidsplanen for stresstesten i 2018 forlænget i forhold til de foregående år for at give bankerne mere tid til at indsende dataene til stresstesten. Hovedformålet med kvalitetssikringen, der blev udført af ECB og de kompetente nationale myndigheder i fællesskab, var at sikre, at bankerne anvendte EBA's fælles metode korrekt. Processen involverede over 200 af ECB's medarbejdere. Fra ECB's mikroprudentielle tilsynsfunktion havde medlemmer af det fælles tilsynsteam ansvaret for en grundig analyse af bankernes indsendte fremskrivninger under hensyntagen til bankspecifikke forhold. De varetog også den direkte kontakt til bankerne. Horisontale bottom up-teams var ansvarlige for at vurdere bankernes overholdelse af de metodiske krav og efterprøve konsistensen og troværdigheden af de enkelte bankers resultater ved hjælp af en peergruppeanalyse. Top down-teamene fra ECB's makroprudentielle funktion efterprøvede bankernes indsendte oplysninger ved hjælp af deres top down-modeller. Arbejdet blev støttet af et dedikeret projektledelsesteam samt infrastrukturteams og landekoordinatorer, der bistod med kontakten til de nationale myndigheder.

Af de 48 banker, som indgik i den EBA-koordinerede stresstest, er 33 under ECB's direkte tilsyn. Disse 33 banker repræsenterer 70 pct. af alle bankaktiver i euroområdet. EBA offentliggjorde den 2. november 2018 de individuelle resultater for alle 48 banker sammen med detaljerede balance- og eksponeringsdata pr. ultimo 2017. Ud over de 33 banker under ECB's tilsyn, som indgik i EBA's stresstest, gennemførte ECB sideløbende hermed sin egen stresstest (SREP-stresstest) for 54 banker under dens direkte tilsyn, som ikke indgik i EBA's test⁴⁴. Denne test var baseret på samme

⁴⁴ Se pressemeddelelsen "[ECB 2018 stress test analysis shows improved capital basis of significant euro area banks](#)", ECB Banking Supervision, 1. februar 2019.

metode og scenarier som den EU-dækkende stresstest, men med mindre avancerede metoder og mindre strikse grænser for indberetningen for at sikre proportionalitet i behandlingen af mindre banker.

Tidligere på året testede ECB også de fire græske banker, som den fører direkte tilsyn med. Her blev der anvendt samme metode, scenarier og kvalitetssikringsprocedure som i den EU-dækkende stresstest, som EBA stod bag, men der blev anvendt en accelereret tidsplan, således at testen var gennemført, inden den europæiske stabilitetsmekanismes tredje finansielle støtteprogram for Grækenland ophørte.

Scenarierne

Udgangspunktet for det negative scenarie i 2018-stresstesten var en række konsistente makrofinansielle stød, der kunne materialisere sig under en krise. For euroområdet omfattede scenariet et kumulativt fald i BNP på 2,4 pct., et kumulativt fald i ejendomspriserne på 17 pct. og et øjeblikkeligt fald i aktiekurserne på 31 pct.

Scenariet afspejlede de største systemiske risici, der blev identificeret ved testens begyndelse. Disse omfattede: i) bratte, betydelige stigninger i risikopræmierne på de globale finansielle markeder, ii) bekymringer om holdbarheden af den private og offentlige sektors gæld, iii) negative feedback-effekter mellem bankernes lave indtjeningsevne og lav nominel vækst samt iv) likviditetsrisici i den del af den finansielle sektor, der ikke omfatter banksektoren, med mulige afsmitningseffekter på det finansielle system generelt.

For at kompensere for den lange forsinkelse mellem iværksættelsen af EBA's stresstest i begyndelsen af 2018 og offentliggørelsen af resultaterne, foretog ECB supplerende følsomhedsanalyser af de risici, der blev mest udtalt i løbet af året, herunder risikoen for en pludselig tilbagegang i de mest relevante vækstøkonomier for euroområdet banker og yderligere spændinger på statsgældsmarkederne. Disse analyser blev offentliggjort i Financial Stability Review (FSR) for november 2018.

Resultaterne af EBA's stresstest i 2018 og de primære faktorer

Anvendelsen af det negative scenarie gav en samlet forringelse af kernekapitalprocenten for de 33 banker under ECB's direkte tilsyn på 3,8 procentpoint ifølge den fuldt indfasede definition for kapitalinstrumenter og reducerede kernekapitalen fra 13,7 pct. ultimo 2017 til 9,9 pct. ultimo 2020. Dette omfattede en virkning på 0,3 procentpoint fra førstegangsanvendelsen af IFRS 9, der trådte i kraft 1. januar 2018. Den tilsvarende kapitalforringelse var 0,5 procentpoint højere end i 2016-stresstesten.

En primær faktor bag resultaterne i det negative makroøkonomiske scenarie var nedskrivninger på kreditter, der hovedsagelig afspejlede et mere alvorligt makroøkonomisk scenarie end i stresstesten i 2016 og indførelsen af IFRS 9 (navnlig modellen for hensættelser af tab på lån i levetiden). Beholdningerne af misligholdte lån spillede en mindre fremtrædende rolle i testen i 2018, end de gjorde i 2016, hvilket er udtryk for forbedringer af bankernes balancer. En anden primær faktor var et stød til kreditspænd, der påvirkede bankernes markedsrisiko, og som blev delvis opvejet af den positive effekt af højere lange renter. En tredje primær faktor var effekten af stød til markedspriser og likviditet på porteføljer til dagsværdi. Effekten af den fuldstændige revaluering af disse porteføljer var kraftigst for globalt systemisk vigtige banker (G-SIB'er). Disse banker kunne dog stort set kompensere for tabene via højere kundeindtægter. Stresseffekten på likviditets- og modelusikkerhed

påvirkede også G-SIB'er mere end andre banker. En yderligere primær faktor var en betydelig stresspåvirkning af nettoindtægterne fra gebyrer og provisioner,

Den højere kapitalforringelse blev også påvirket af en mere risikofølsom metode. Dette blev kun delvis opvejet af virkningerne af en forbedret aktivkvalitet, der navnlig skyldtes en vellykket reduktion af beholdningerne af misligholdte lån, og de fordele, der opstod som følge af en mere brat stigning i de lange renter i dette scenarie.

På trods af den højere kapitalforringelse var den samlede egentlige kernekapitalprocent i stressscenariet på 9,9 pct. højere end i 2016-stresstesten, hvor den var 8,8 pct. ifølge den fuldt indfasede definition for kapitalinstrumenter. Dette var et resultat af bankernes fortsatte bestræbelser på at håndtere overtage aktiver samt en støt opbygning af kapital i de senere år. Resultatet bekræftede, at bankerne i stresstesten bedre kunne modstå makroøkonomiske stød. Stresstesten afdækkede imidlertid også sårbarheder i de enkelte banker og gav vigtig ekstra indsigt i bankernes stresstest- og risikostyringsmetoder, som tilsynsmyndighederne er ved at følge op på.

Resultaterne af de supplerende følsomhedsanalyser, der blev offentliggjort i den seneste FSR, viste, at hvis de undersøgte yderligere risici materialiserede sig, ville det medføre en yderligere forværring af resultaterne med omkring 0,3 til 0,7 procentpoint af den egentlige kernekapital foruden kapitalforringelsen på 3,8 procentpoint.

3.4 ECB's bidrag til styrkelse af bankunionen og kapitalmarkedsunionen

Lovgivningsmæssige reformer efter krisen har medført en mere robust finansiel sektor, men der er behov for en yderligere indsats

Ti år efter den globale finanskrisens udbrud er de vigtigste lovgivningsmæssige reformer, der har bidraget til at opbygge en mere robust finansiel sektor, tæt på at være afsluttet. Selv om der er gjort betydelige fremskridt i det sidste årti, er der fortsat en række juridiske og institutionelle udfordringer, der skal overvindes, før de europæiske banker kan operere i en fuldstændigt integreret ramme, og brugerne af finansielle tjenesteydelser kan nyde godt af et mere integreret indre bankmarked. Der er også behov for en yderligere indsats for at udvikle kapitalmarkederne og samtidig styrke lovgivnings- og tilsynsrammerne for den finansielle sektor ekskl. banksektoren.

Færdiggørelsen af bankunionen og kapitalmarkedsunionen

I 2018 bidrog ECB fortsat til de igangværende drøftelser om færdiggørelsen af bankunionen og kapitalmarkedsunionen (CMU). Begge initiativer bidrager til at forbedre ØMU'ens funktion. Oprettelsen af en fælles bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond (SRF) og en europæisk indskudsgarantiordning (EDIS) vil bane vejen for en dybere finansiel integration og give bankunionen større troværdighed. Mere integrerede finansielle markeder vil gøre kreditgivningen mere effektiv, fremme privat risikodeling og skabe større variation i realøkonomiens finansieringskilder.

Yderligere fremskridt med bankunionen

I juni 2018 [vedtog](#) stats- og regeringscheferne fra de 27 EU-medlemslande et første sæt beslutninger om ØMU-reformen, herunder færdiggørelsen af bankunionen. De besluttede, at den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) ville sikre den fælles bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond. Mandatet for den fælles bagstopper blev efterfølgende vedtaget i december 2018. Det blev desuden besluttet, at arbejdet på en

køreplan for indledelsen af politiske forhandlinger om EDIS skulle sættes i gang. I december 2018 vedtog de derfor at oprette en arbejdsgruppe på højt plan, der skulle arbejde med de næste skridt af EDIS.

En fælles bagstopper for SRF

Som led i sit arbejde med at støtte EU's fora med oprettelsen af en fælles bagstopper for SRF præsenterede ECB sit syn på emnet i sin juridiske [udtalelse](#) om Europa-Kommissionens forslag til en forordning om oprettelse af Den Europæiske Valutafond. ECB fastslog, at bagstopperen burde støtte alle de foranstaltninger, Den Fælles Afviklingsinstans (SRB) gennemfører, herunder at yde både solvensstøtte og likviditetsstøtte til institutioner, der er under afvikling. Derudover burde beslutningsprocessen vedrørende udbetalinger fra bagstopperen være hurtig og ikke forsinke vedtagelsen og gennemførelsen af SRB's beslutninger om afvikling.

Den opnåede risikoreduktion kan gøre det nemmere at komme videre med den politiske debat om EDIS

ECB mener desuden, at den opnåede risikoreduktion kan gøre det nemmere at komme videre med den politiske debat om EDIS. I den forbindelse er det vigtigt, at [køreplanen fra juni 2016](#) følges så nøje som muligt. Hvad angår betingelserne for selve gennemførelsen af EDIS mener ECB, at de bør stå i et rimeligt forhold til graden af risikodeling i første fase af EDIS. ECB præciserede desuden, at det i overvejelserne omkring de forskellige mulige modeller for første fase af EDIS ville være at foretrække, at der blev oprettet en centraliseret fond, for at sikre, at systemet forsynes med tilstrækkelige finansielle midler, og at rammerne for den økonomiske styring giver mulighed for hurtig fælles beslutningstagning på europæisk plan.

ECB ydede også fortsat teknisk rådgivning om EDIS. Banken præsenterede i den forbindelse sin opdaterede kvantitative analyse om kapaciteten af EDIS⁴⁵ for ad hoc-arbejdsgruppen om styrkelsen af bankunionen. Denne analyse konkluderer, at en fuldt finansieret europæisk indskudsgarantiordning vil være tilstrækkeligt til at dække udbetalingerne i tilfælde af et meget alvorligt stød. Desuden vil der ikke forekomme urimelig systematisk krydssubsidiering inden for EDIS på den måde, at visse banksystemer systematisk bidrager med mindre, end de vil få udbetalt af fonden, selv under hensyntagen til landespecifikke stød.

ECB bidrog til debatten om tiltag til risikoreduktion

Endvidere har ECB nøje fulgt og bidraget til debatten om tiltag til risikoreduktion. I overensstemmelse med [Rådets konklusioner i juni 2016](#) kræver det yderligere skridt med henblik på at mindske og dele risiciene i den finansielle sektor. En fortsat risikoreduktion er i ECB's direkte interesse som centralbank og banktilsynsansvarlig for at styrke robustheden i banksystemet og bankunionen generelt. I 2018 bidrog ECB til den [fælles overvågningsrapport om risikoreduktion](#), der blev udarbejdet i samarbejde med Europa-Kommissionen og SRB og indeholdt en opdateret vurdering af udviklingen af risici i bankunionen. I sin tale på Det Europæiske Universitetsinstitut i maj 2018 [forklarede](#) ECB's formand, at opdelingen mellem risikoreduktion og risikodeling, der præger debatten, på mange måder er kunstig. Med de rette politiske rammer vil disse to mål forstærke hinanden gensidigt.

⁴⁵ For yderligere oplysninger henvises til J. Carmassi, S. Dobkowitz, J. Evrard, L. Parisi, A. Silva og M. Wedow, "Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidisation?", *Occasional Paper Series*, nr. 208, ECB, april 2018.

ECB er varm fortal for kapitalmarkedsunionen

ECB har fra starten været en varm fortal for kapitalmarkedsunionen. Som påpeget i ECB's [Financial Stability Review for november 2018](#) er der behov for at komme videre med kapitalmarkedsunionen, da en fuldt udbygget kapitalmarkedsunion potentielt set kan sætte skub i den økonomiske vækst og spille en afgørende rolle for styrkelsen af EU's finansielle arkitektur og tilsynsfunktion. I den forbindelse er det vigtigt, at Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed får en større rolle, da dette er en forudsætning for gennemførelsen af en fuldt udbygget kapitalmarkedsunion. Gennemførelsen af de forskellige lovgivningsinitiativer, der er beskrevet i Kommissionens handlingsplan for kapitalmarkedsunionen, har derfor afgørende betydning. Desuden beskrev ECB i sin rapport [May 2018 Financial integration in Europe](#) de forskellige muligheder, ECB's forskning havde afdækket, for at give kapitalmarkedsunionen endnu større gennemslagskraft i form af fordele ved risikodeling. Disse muligheder har fokus på værdien af pensionsreformer og institutionelle investeringer, værdien af at øge kendskabet til finansielle forhold og værdien af at gøre yderligere fremskridt med at styrke harmoniseringen af de europæiske insolvensrammer.

Behov for at udvikle værktøjer, der kan afbøde risici i den finansielle sektor ekskl. banksektoren

I tråd med Kommissionens handlingsplan for kapitalmarkedsunionen vil den finansielle sektor ekskl. banksektoren sandsynligvis spille en stadig større rolle for finansieringen af euroområdet økonomi. Denne udvikling giver mange muligheder for et mere diversificeret finansielt system, men efterhånden som finansiell formidling skifter fra banker til andre finansielle institutioner vil de eksisterende risici måske forsvinde, og nye risici opstå. ECB understregede derfor i 2018 vigtigheden af at udvikle værktøjer til at afbøde risici i den finansielle sektor ekskl. banksektoren. EU's lovgivere bør fx indføre makroprudentielle værktøjer, der er udviklet til at imødegå systemiske risici relateret til likviditetsmismatch og brugen af gearing i investeringsforeninger.

4 Velfungerende betalingsinfrastruktur og betalinger

Eurosystemet spiller en central rolle i udviklingen, driften og overvågningen af den betalingsinfrastruktur, der sikrer fri bevægelighed af betalinger, værdipapirer og sikkerhedsstillelse i Europa. Siden indførelsen af euroen i 1999 har Eurosystemet i høj grad bidraget til at modernisere og konsolidere infrastrukturen for store, tidskritiske transaktioner betalinger, for efterhandelsbehandling af finansielle instrumenter og senest for straksoverførsler af detailbetalinger. Eurosystemet overvåger endvidere udviklingen af den digitale transformationsproces for at sikre opretholdelsen af sikre og effektive betalingsinfrastrukturer.

4.1 Target Services

Eurosystemets Target Services består af tre elementer: Target2, der er et realtidsbruttoafviklingssystem for betalinger i euro, som benyttes i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer samt til transaktioner mellem bankerne og kommercielle transaktioner; Target2-Securities (T2S), der er en fælles europæisk platform for værdipapirafvikling; og Target Instant Payment Settlement (TIPS), der gør det muligt for leverandører af betalingstjenester at tilbyde deres kunder realtidsoverførsler døgnet rundt, året rundt. Afviklingen for alle tre tjenester sker i centralbankpenge, hvilket eliminerer kreditrisikoen ved afviklingen af transaktionerne.

Over 1.700 banker anvender Target2 til at initiere transaktioner i euro, enten på egne vegne eller på deres kunders vegne. Hvis filialer og datterselskaber medregnes, kan over 52.000 banker på verdensplan nås via Target2. I 2018 gennemførte Target2 i gennemsnit 346.834 betalinger om dagen med en gennemsnitlig daglig volumen på 1,7 billioner euro.

T2S' multicurrency-funktion blev for første gang taget i anvendelse i forbindelse med tilslutningen af danske kroner

Et år efter den endelige migreringsbølge til T2S var tilslutningen af danske kroner til afviklingsplatformen en vigtig milepæl. Den markerede nemlig, at det var første gang, en valuta uden for euroen blev tilgængelig for DvP-afvikling (delivery-versus-payment-afvikling) på T2S, hvilket betød, at platformens multicurrency-funktion blev taget i anvendelse. I 2018 behandlede T2S i gennemsnit 572.172 transaktioner om dagen med en gennemsnitlig daglig volumen på 925,69 mia. euro.



Betalinger i realtid i hele Europa døgnet rundt

I november 2018 lancerede Eurosystemet TIPS, der tilbyder endelig og uigenkaldelig afvikling af straksbetalinger i euro døgnet rundt, året rundt på under ti sekunder. TIPS blev udviklet for at fremme straksbetalinger på tværs af Europa. TIPS er baseret på SEPA Instant Credit Transfer (SCT Inst) – en ordning for fælleseuropæiske straksbetalinger, som mere end 2.000 leverandører af betalingstjenester i 16 lande allerede har taget i brug. TIPS blev desuden udviklet som en udvidelse af Target2,

som allerede har et omfattende netværk af deltagere over hele Europa, der kan udnyttes af TIPS.

Efter lanceringen af TIPS i november 2018 kan enkeltpersoner og virksomheder overføre penge til hinanden på under ti sekunder ved hjælp af straksbetalingstjenester

TIPS kan i sidste ende få stor udbredelse og stor skala og udnytte allerede etablerede netværk af Target2-deltagere og søgbare BIC-koder (forretningsidentifikationskoder). Der er fleksible muligheder for adgang til TIPS, så forskellige brugere kan tilgå platformen via forskellige funktioner.

4.2 Opretholdelse af sikre og effektive betalingsinfrastrukturer under den digitale transformationsproces

Samtidig med at markedsintegrationen i Europa har været i fuld gang, har betalingsinfrastrukturer og betalinger i den finansielle sektor og samfundet generelt gennemgået en omfattende digital transformationsproces. Eurosystemet har taget den dobbelte udfordring op ved at fremme integration og innovation i sin rolle som katalysator. Desuden fremmer Eurosystemet sikre og effektive betalingsinfrastrukturer og betalinger i henhold til sit overvågningsmandat.

Eurosystemet har hele tiden forsøgt at fremme integration og innovation inden for betalingsområdet. En vurdering af migreringen til SEPA (Single Euro Payments Area) viser, at standardiseringen af konto til konto-overførsler og direkte debitering i euro er lykkedes, og at den har en positiv indvirkning på betalingerne. Dog er "IBAN-diskriminering", dvs. at kreditorer nægter at acceptere udenlandske betalingskonti til direkte debitering, endnu ikke helt afskaffet. Det er også nødvendigt med en yderligere indsats for at udvikle elektroniske fuldmagtsløsninger til direkte debitering i SEPA, ligesom SEPA til kortbetalinger endnu ikke er afsluttet. ECB opfordrer europæiske kortordninger til at fremme interoperabilitet og fuld udbredelse i Europa, så alle kort kan benyttes i alle terminaler.

I regi af Euro Retail Payments Board (ERPB) – et forum på højt plan under ledelse af ECB, der skal fremme udviklingen af et integreret, innovativt og konkurrencedygtigt marked for detailbetalinger i euro i EU – fortsatte arbejdet med at standardisere kort samt med at fremme nye detailbetalingsløsninger inden for straksbetalinger og mobilbetalinger mellem privatpersoner og sikre bedre adgang til detailbetalingstjenester.

Hvad angår betalingsinitieringstjenester, dvs. onlinetjenester, der tilgår en brugers betalingskonto for at initiere en overførsel på brugerens vegne og med brugerens samtykke og autentifikation, vedtog ERPB en række fælles tekniske, operationelle og forretningsmæssige krav til effektiv og fælleseuropæisk levering af betalingsinitieringstjenester. Hvad angår e-fakturering, fokuserede ERPB på vedtagelsen af en ISO 20022-baseret betalingsanmodningsmeddelelse og på yderligere harmonisering blandt EIPP-serviceudbydere (udbydere af løsninger til elektroniske fakturaer).

Hvad angår værdipapirer, har Eurosystemet fortsat sin indsats for at fremme [T2S og efterhandelsharmoniseringen](#) ved at tilpasse rammerne for monitorering af

efterhandelsharmoniseringen, så det tager højde for afslutningen af migreringen til T2S. 85 pct. af T2S-markederne overholder T2S-harmoniseringsstandarderne, men det er nødvendigt med en yderligere indsats på markedsniveau for at forbedre overholdelsen af T2S-standarderne for periodiske betalinger.

Hvad angår sikkerhedsstillelse, har ECB, i samarbejde med vigtige interessenter på det europæiske finansmarked, leveret de første harmoniserede procedurer og arbejdsgange baseret på ISO 20022-meddelelser. Mere specifikt blev der offentliggjort en [harmoniseringsrapport om trepartsforvaltning af sikkerhedsstillelse](#) og en [harmoniseringsrapport om periodiske betalinger](#) i 2018, og ECB regner med markedsdeltagernes støtte i forbindelse med implementeringen af rapporternes harmoniseringsforslag, især hvad angår støtte til udviklingen af Eurosystemets nye [system til forvaltning af sikkerhedsstillelse, Eurosystem Collateral Management System \(ECMS\)](#).

Ny forskning om mulig anvendelse af DLT i forbindelse med betalingsinfrastrukturer

Hvad angår fintech, blev forskningen i distributed ledger-teknologi (DLT) og dens betydning for Europas betalingsinfrastruktur udvidet og gik et spadestik dybere. I 2018 fortsatte ECB's og Bank of Japans fælles forskningsprogram med at vurdere den mulige anvendelse af DLT i forbindelse med betalingsinfrastrukturer med afslutningen af [fase 2 af Project Stella](#). Der blev foretaget en analyse af en helt ny tilgang til interoperabilitet, som ikke kræver en forbindelse eller institutionelle ordninger mellem databaser.

For at fremme sikre og effektive betalingsinfrastrukturer og betalinger beskriver Eurosystemet overvågningsmål i specifikke overvågningsforordninger, standarder, retningslinjer og anbefalinger og udfører sine overvågningsopgaver ved at indsamle relevante oplysninger, vurdere oplysningerne i forhold til overvågningsmålene og, om nødvendigt, give incitament til forandringer. I 2018 styrkede Eurosystemet sin overvågning yderligere gennem forbedret indberetning af større hændelser fra leverandører af betalingstjenester⁴⁶ og betalingssystemer.

På baggrund af sin løbende overvågning af kortsvindel offentliggjorde Eurosystemet sin [femte rapport om kortsvindel](#) i 2018. Rapporten viste, at kurven var knækket med et lille fald i svindlen med kort udstedt i SEPA og et stort fald i kortsvindel i forbindelse med pengeautomater. Onlinesvindlen fortsætter imidlertid med at stige (selv om stigningstakten er lavere end antallet af transaktioner uden kort) og tegner sig for næsten tre fjerdele af den samlede kortsvindel.

Med hensyn til overvågningen af værdipapirafviklingssystemer deltager ECB i sin egenskab af centralbank for udstedelse af euro, sammen med andre centralbanker i euroområdet, i udstedelsen af tilladelser til og løbende gennemgang og overvågning af værdipapircentralerne (CSD'erne) i henhold til [CSD-forordningen](#). I 2018 kom Eurosystemet med en udtalelse om udstedelsen af tilladelser til fem værdipapircentraler og en udtalelse om udstedelsen af tilladelse til en værdipapircentral til at levere bankmæssige clearingydelser.

⁴⁶ Baseret på EBA's retningslinjer for indberetning af større hændelser i henhold til direktiv (EU) 2015/2366 (PSD2) ([EBA/GL/2017/10](#)).

Vedtagelse af reviderede
tilsynsrammer for centrale
modparter er fortsat af kritisk
vigtighed og haster

I 2018 blev den første fulde vurdering af T2S i drift i forhold til [CPMI-IOSCO's principper for finansielle markedsinfrastrukturer](#) påbegyndt. Vurderingen foretages af Eurosystemet i samråd med T2S Cooperative Arrangement, der består af overvågere og tilsynsmyndigheder for værdipapircentraler, der anvender T2S-tjenester, centralbanker, som udsteder de valutaer, der afvikles i T2S, og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA).

I relation til centrale modparter har Eurosystemet fortsat med at bidrage til aktiviteterne i de kollegier af myndigheder, der er oprettet i henhold til [forordningen om europæisk markedsinfrastruktur](#) (EMIR). De centrale modparterers voksende rolle styrker det finansielle systems robusthed, men betyder også, at likvidetsrisikoen koncentrerer, og det kan påvirke pengemarkedet og betalingssystemernes smidige funktion og gøre det nødvendigt at stille centralbanklikviditet til rådighed, især under ekstraordinære omstændigheder. Eurosystemet bør have passende rammer til at overvåge, vurdere og, om nødvendigt, håndtere disse risici, både i EU og i tredjelande. Det er særlig vigtigt set i lyset af, at en betydelig andel af euro-clearing-aktiviteterne foregår i Storbritannien. Vedtagelse af reviderede tilsynsrammer for centrale modparter er fortsat af kritisk vigtighed og haster.

5 Indsatsen for at understøtte markedets funktion og finansielle serviceydelser til andre institutioner

Efter stigende bekymring over Eonia-rentens (euro overnight index average) levedygtighed begyndte ECB i 2017 at udvikle en ny referencerente for korte eurorenter, €STR (euro short-term rate), der udelukkende er baseret på data fra pengemarkedsstatistikken (MMSR). €STR-metoden blev offentliggjort i juni 2018 efter at have fået bred opbakning i to offentlige høringer, og den blev efterfølgende anbefalet som afløser for Eonia af arbejdsgruppen for risikofrie eurorenter. Derfor forventes €STR at blive en af de vigtigste referencerenter på euroområdet.

ECB er ansvarlig for administrationen af forskellige finansielle transaktioner på EU's vegne. ECB har også den overordnede koordinerende rolle i relation til Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver (ERMS).

Med sigte på at fremme valutamarkedets integritet og effektive funktion er der udarbejdet et sæt principper for god praksis (se boks 5 i slutningen af dette kapitel).

5.1 €STR, den nye dag til dag-referencerente for euroområdet

På grund af usikkerhed vil ECB producere sin egen dag til dag-rente, €STR

De finansielle markeder i euroområdet har siden starten benyttet sig af referencerenter som fx Eonia⁴⁷. Eonia anvendes i vidt omfang som underliggende referencerente i en række derivataftaler, fx renteswaps, eller til at fastsætte fremtidige betalinger for en række åbne kontrakter. Eonia anvendes også i vidt omfang til værdiansættelse af finansielle produkter (til tilbagediskontering af fremtidige pengestrømme), og det betyder, at Eonia har stor betydning for markedernes funktion. Benchmarks som Eonia er også vigtige for centralbankerne, eftersom de er indikatorer for, hvordan centralbankens pengepolitik påvirker forskellige markedssegmenter og overføres til resten af økonomien.

Det vil ikke være tilladt at anvende Eonia i fremtiden – det haster med at finde en afløser

I fremtiden vil det ikke være tilladt at anvende Eonia i den nuværende form, eftersom indekset ikke opfylder kravene i [benchmarkforordningen](#) (BMR). I samråd med panelbankerne [meddelte](#) European Money Markets Institute (EMMI), administratoren for Eonia, i februar 2018, at metoden, der anvendes til Eonia, ikke ville blive ændret. Det betyder, at det haster med at finde en afløser for Eonia for at sikre, at alle markeder, der afhænger af robuste dag til dag-renter, fortsat kan fungere effektivt.

⁴⁷ Eonia er et indeks, der afspejler den gennemsnitlige rente, hvortil et panel af frivillige banker tilbyder andre banker dag til dag-lån i euro på det usikrede interbankmarked. Det beregnes dagligt på baggrund af bidrag fra bankerne i panelet og administreres af EMMI.

På grund af usikkerheden omkring Eonia [meddelte](#) ECB i september 2017, at banken ville producere sin egen dag til dag-rente, [den korte eurorente €STR \(euro short-term rate\)](#), som udelukkende skulle baseres på data, der er tilgængelige for Eurosystemet gennem den daglige [pengemarkedsstatistik](#). Indsamlingen af data, der skal understøtte Eurosystemets gennemførelse af pengepolitikken, begyndte i juli 2016 på baggrund af [ECB's forordning om pengemarkedsstatistik](#). 50 af de største banker i euroområdet, målt på balancen, indberetter til pengemarkedsstatistikken. Alle forretningsdage senest kl. 07.00 CET indberetter de alle deres transaktioner fra den foregående forretningsdag på både det usikrede og det sikrede pengemarked, valutaswapmarkedet og dag til dag-indeksswap (OIS)-markedet.

€STR vil have alle de elementer, markedsdeltagerne behøver

ECB påbegyndte udviklingen af €STR med den klare intention, at €STR skulle have alle de elementer, markedsdeltagerne behøver. ECB tilstræber derfor at følge bedste praksis for udarbejdelse af benchmarks, som fremgår af [IOSCO-principperne](#), og vil søge at skabe størst mulig gennemsigtighed i renten, der har draget fordel af input fra to offentlige høringer. Den [første offentlige høring](#), der blev indledt i november 2017, drejede sig om €STR's anvendelsesområde og dens "underliggende rente", mens den [anden offentlige høring](#), der blev indledt i marts 2018, omhandlede de præcise retningslinjer for beregningen af renten. Den endelige [metodik](#) for €STR blev offentliggjort i juni 2018.

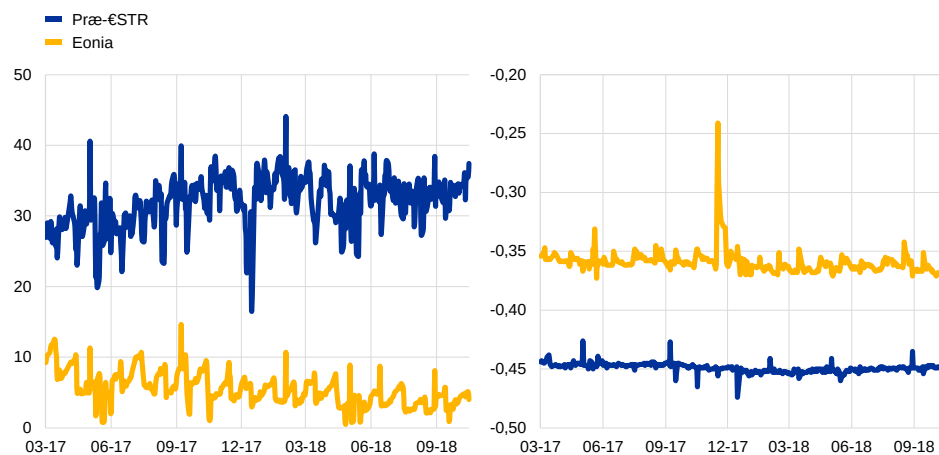
€STR vil sætte ind over for manglerne ved den nuværende Eonia-metodik

I udformningen af €STR er målet at sætte ind over for nogle af manglerne ved den nuværende metodik for Eonia, mens €STR stadig skal være rimeligt enkel og ligge tæt på det, som markedsdeltagerne er vant til. €STR er, ligesom Eonia, en usikret rente, og det betyder, at dens værdi afspejler de rene finansieringsomkostninger og ikke påvirkes af andre hensyn som fx sikkerhedsstillelse. €STR er også, ligesom Eonia, en dag til dag-rente, der afspejler løbetiden for en stor del af aktiviteten på det usikrede marked. Der er imidlertid også betydelige forskelle mellem Eonia og €STR. Mens Eonia er en interbankudlånsrente, fanger €STR udlånsaktiviteten hos MMSR-rapporteringsenhederne – ikke kun andre banker, men også andre finansielle selskaber som fx pensionskasser, forsikringsselskaber og formueforvaltere – og derved tages der højde for, at betydningen af aktiviteten på det rene interbankmarked er faldet på det usikrede engrospengemarked for euro. Hvor Eonia er baseret på frivillige bidrag fra et panel af banker, der med tiden er faldet i antal, er €STR desuden baseret på data fra statistisk indberetning fra en meget bredere og mere stabil gruppe af rapporteringsenheder. Derfor er den underliggende volumen højere end den volumen, der understøtter Eonia. €STR's gennemsnitlige daglige volumen ligger på 32 mia. euro og svinger i intervallet fra 16,5 mia. euro til 44,1 mia. euro, og i gennemsnit indberetter omkring 32 banker data hver dag. Desuden er volatiliteten i €STR lavere end Eonias, så €STR er mindre tilbøjelig til at reagere usystematisk (se figur 22).

Figur 22

Præ-€STR og Eonia – underliggende volumen og rente

(venstre panel: Milliarder euro; højre panel: pct.; 15. marts 2017-18. september 2018)



Kilder: EMMI og ECB.

Anm.: Præ-€STR henviser til en dataserie, som ECB opdaterer en gang i hver reservekravsperiode, og som beregnes ved hjælp af €STR-metoden på de tilgængelige MMSR-data.

Der er to væsentlige forskelle mellem Eonia og €STR, som markedsdeltagerne bør tage i betragtning og forberede sig på. For det første er der – på grund af de forskellige anvendelsesområder for Eonia og €STR, især fordi €STR er en indlånsrente, mens Eonia er en udlånsrente set fra den rapporterende enheds side – aktuelt et spænd på omkring ni basispoint mellem Eonia og €STR. For det andet kan €STR – på grund af MMSR-indberetningscyklen, der slutter kl. 7.00 den følgende forretningsdag – først offentliggøres en forretningsdag efter handelsdagen for de relevante transaktioner, mens Eonia offentliggøres samme forretningsdag. Det betyder, at alle brugere, der i øjeblikket er afhængige af et dag til dag-benchmark, som er tilgængeligt samme dag, bør forberede de nødvendige tekniske og proceduremæssige ændringer for at tilpasse sig offentliggørelsestidspunktet for €STR.

€STR vil blive tilgængelig i oktober 2019

€STR vil blive tilgængelig i oktober 2019 efter grundige interne test af systemer og procedurer på Eurosystemniveau. I mellemtiden opdaterer ECB [præ-€STR-dataserien](#) en gang i hver reservekravsperiode. Formålet med serien er at give offentligheden en ide om, hvordan €STR ville se ud og opføre sig, hvis renten allerede blev produceret. Serien omfatter daglige beregninger siden marts 2017, der vil gøre det lettere at bruge €STR, når den bliver produceret.

I september 2018 anbefalede en [arbejdsgruppe for risikofrie eurorenter](#) fra den private sektor, etableret med støtte fra ECB, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), det belgiske finanstilsyn (FSMA) og Europa-Kommissionen, €STR som afløser for Eonia og også som en rente, der kan anvendes som "fallback"-rente i kontrakter, som i dag benytter Euribor (euro interbank offered rate). Anbefalingen kom efter en [offentlig høring](#) om mulige kandidater, herunder både sikrede og usikrede renter. Der var god respons på høringen, og den resulterede både i en i) bekræftelse af analysens kvalitet og ii) en klar anvisning om den foretrukne risikofrie rente. €STR blev betragtet som den mest passende fremtidige risikofrie eurorente, primært fordi €STR er en usikret rente og på grund af

udarbejdelsesmetoden og den lave volatilitet, samt at den vil blive administreret af ECB, der er en EU-institution.

Anbefalingen af €STR som en risikofri eurorente er første skridt i den komplicerede proces med at finde en afløser for Eonia. I december 2018 udsendte arbejdsgruppen en rapport om overgangsmulighederne fra Eonia. De mulige overgangsløsninger er baseret på svaret på fire centrale spørgsmål: i) Vil Eonia og €STR blive offentliggjort sideløbende, eller vil €STR afløse Eonia efter benchmarkforordningens overgangsdato? ii) Vil Eonia og €STR være uafhængige renter, eller vil Eonia-metoden blive udviklet, så den afhænger af €STR efter benchmarkforordningens overgangsdato? iii) Kan et Eonia-€STR-spænd lette overgangen? iv) Kan diskonteringskurven for Eonia OIS og for €STR OIS eksistere side om side? Rapporten anbefaler, at EMMI, som administrator af Eonia, skal udvikle den nuværende Eonia-metode, så Eonia ikke stilles af bankerne i panelet, men beregnes som et fast spænd i forhold til €STR i en begrænset periode, indtil Eonia afskaffes. Det vil give en stabil platform for en progressiv og gnidningsløs overgang til €STR.

Det er vigtigt, at alle brugere af Eonia går i gang med at planlægge overgangen til €STR

Som de næste skridt er det afgørende, at alle brugere af Eonia går i gang med at planlægge overgangen til €STR. Der er meget, der allerede kan gøres, før €STR lanceres, fx: i) øge den interne bevidsthed om risiciene ved og eksponeringen mod produkter, der er knyttet til Eonia, ii) påbegynde forberedelserne ved at gennemgå kontraktporteføljen og evaluere indvirkningen af overgangen fra Eonia, iii) budgettere med mulige ændringer i interne systemer og værdiansættelsesmodeller, især hvad angår clearingcentraler, og iv) kommunikere aktivt og direkte med kunderne, deltage i relevante fora som fx arbejdsgrupper og rundbordsdiskussioner i branchen og deltage i offentlige høringer. En vellykket overgang afhænger af, hvor velforberedte de enkelte parter er, så derfor er det vigtigt, at alle brugere bevidstgøres, og at der er bred og aktiv deltagelse i diskussioner og høringer.

5.2 Administration af låne- og udlånstransaktioner

ECB administrerer alle transaktioner indgået under MTFA og EFSM

ECB er ansvarlig for administrationen af EU's låne- og udlånstransaktioner indgået under mekanismen for mellemfristet finansiel støtte (MTFA)⁴⁸ og den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM)⁴⁹. ECB gennemførte i 2018 rentebetalinger i forbindelse med lånene inden for MTFA. Det samlede udestående beløb under faciliteten pr. 31. december 2018 udgjorde 1,7 mia. euro. I 2018 gennemførte ECB desuden diverse betalinger og rentebetalinger i forbindelse med lånene under EFSM. Det samlede udestående beløb under denne mekanisme pr. 31. december 2018 udgjorde 46,8 mia. euro.

⁴⁸ I overensstemmelse med artikel 141, stk.2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, artikel 17, 21.2, 43.1 og 46,1 i ESCB-statutten og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002.

⁴⁹ I overensstemmelse med artikel 122, stk.2, og 132, stk.1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, artikel 17 og 21 i ESCB-statutten og artikel 8 i Rådets forordning (EU) nr.407/2010 af 11. maj 2010.

ECB gennemførte betalinger med relation til lån under EFSF og ESM samt betalinger i forbindelse med lånefaciliteter

Tilsvarende har ECB ansvaret for administration af visse betalinger i forbindelse med transaktioner under [den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet](#) (EFSF)⁵⁰ og [den europæiske stabilitetsmekanisme](#) (ESM)⁵¹. ECB gennemførte i 2018 diverse rente- og gebyrbetalinger med relation til lån under EFSF. ECB formidlede desuden medlemsbidrag til ESM samt diverse rente- og gebyrbetalinger i forbindelse med lånene under denne mekanisme.

Endelig har ECB ansvaret for at behandle alle betalinger i forbindelse med lånefaciliteten for Grækenland.⁵² Det samlede udestående beløb under denne facilitet pr. 31. december 2018 udgjorde 52,9 mia. euro.

5.3 Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver

Eurosystemet leverer tjenesteydelser inden for rammerne af Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver (ERMS)

En række finansielle tjenesteydelser blev fortsat udbudt i 2018 inden for rammerne af Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver (ERMS), der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af kundernes valutareserver i euro. En række nationale centralbanker i Eurosystemet ("leverandører af Eurosystemets tjenesteydelser") tilbyder – i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder – samtlige disse tjenesteydelser på harmoniserede vilkår til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet og til internationale organisationer. ECB har den overordnede koordinerende rolle, som skal understøtte, at rammerne fungerer gnidningsløst, og forestår rapportering til Styrelsesrådet.

Ultimo 2018 havde 277 kunder en ERMS-forretningsaftale med Eurosystemet i forhold til 278 ultimo 2017. Med hensyn til selve valutareserveforvaltningen steg de samlede aggregerede beholdninger (som omfatter kontante aktiver og værdibeholdninger), der forvaltes inden for ERMS, med ca. 10 pct. i samme periode.

De retlige rammer for ERMS blev ændret i 2018, hvor der blev foretaget flere operationelle ændringer, nogle aspekter blev præciseret, og nogle forslag fra ERMS-kundetilfredshedsundersøgelsen fra 2017 blev taget op. For at undgå endnu en ændringsretsakt er alle ændringerne i de retlige rammer for ERMS blevet konsolideret i ECB's nye retningslinje om Eurosystemets levering af tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i euro til centralbanker og lande uden for euroområdet og internationale organisationer ([retningslinje ECB/2018/14](#) (omarbejdning)).

⁵⁰ I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk.5, i rammeaftalen for EFSF).

⁵¹ I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 5.12.1 i ESM's generelle betingelser for facilitetsaftaler om finansiell støtte).

⁵² I forbindelse med låneaftalen mellem medlemslande, der har indført euroen som valuta (bortset fra Grækenland og Tyskland), og Kreditanstalt für Wiederaufbau (der handler i offentlighedens interesse efter instruks og under garanti fra Forbundsrepublikken Tyskland) som långivere og Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntageren og ifølge artikel 17 og 21.2 i ESCB-statutten og artikel 2 i ECB's [afgørelse ECB/2010/4](#) af 10. maj 2010.

Boks 5

FX Global Code

FX Global Code ("kodekset") er et sæt principper for god praksis, der skal fremme valutamarkedets integritet og effektive virke. Kodekset blev offentliggjort i maj 2017 for at rette op på tilliden til valutamarkedet efter en række skandaler. Skandalerne drejede sig især om manipulation af valutabenchmarks som fx WMR London 4 p.m. fixing. Kodekset er resultatet af en enestående fælles indsats fra centralbankerne (herunder ECB) og markedsdeltagere fra store valutahandelscentre over hele kloden i regi af Den Internationale Betalingsbank (BIS). Kodekets formål er at fremme et robust, fair, likvidt, åbent og passende gennemsigtigt valutamarked over hele verden gennem en række principper i stedet for regler. De 55 principper i kodekset fokuserer på gennemsigtighed, fairness og risikoreduktion inden for seks nøgleområder: etik, governance (styring), gennemførelse, informationsdeling, risikostyring og compliance samt bekræftelse og afvikling.

Kodekset adskiller sig fra tidligere branchekodekser på forskellige måder med hensyn til rammerne for efterlevelse og styring samt med hensyn til kodekets periodiske gennemgang. For det første er der tale om det første kodeks, der er udviklet i fællesskab af hele valutabranschen (centralbanker, enheder på både købs- og salgssiden, andre likviditetsudbydere end banker, operatører af e-handelsplatforme og andre enheder, der leverer mægler-, udførelses- og afviklingstjenester). Det er dermed bevis på et stærkt engagement blandt en række vigtige valutamarkedsdeltagere. For det andet gælder kodekset – til forskel fra tidligere kodekser fra forskellige markedssammenslutninger eller lokale valutaudvalg – globalt for alle valutamarkedsdeltagere. De omfatter institutioner på salgssiden (dvs. banker), visse markedsinfrastrukturudbydere og institutioner på købsiden (formueforvaltere, virksomheder osv.). For det tredje inkorporerer kodekset proportionalitetsprincippet for at finde en balance mellem at respektere mangfoldighed på tværs af jurisdiktioner, både hvad angår markedsstruktur og lovgivningsmæssig behandling, og at sikre konsistens i det, der er et globalt initiativ. For det fjerde foreligger der en hensigtserklæring for efterlevelse af FX Global Code, så institutionerne offentligt kan erklære, at de har til hensigt at efterleve kodekset. Tidligere var der ikke noget krav om, at institutionerne skulle offentliggøre deres hensigt om at efterleve kodekser. For at sikre gennemsigtighed er markedsdeltagernes hensigtserklæringer offentligt tilgængelige via et globalt indeks (Global Index of Public Registers). Endelig er kodekset kollektivt ejet og vedligeholdes af komiteen Global Foreign Exchange Committee (GFXC), et forum, der samler valutaudvalgene fra de store valutahandelscentre. GFXC vurderer løbende, om nye oplysninger om markedsudviklingen giver anledning til opdateringer af eller tilføjelser til kodekset. I december 2017 opdaterede GFXC eksempelvis kodekset for at præcisere handlen i det såkaldte "last look"-vindue, en praksis i elektronisk handel, hvor en markedsdeltager, der modtager en handelsforespørgsel, har en endelig mulighed for at acceptere eller afvise forespørgslen mod den noterede kurs. GFXC vil også føre tilsyn med en mere omfattende gennemgang af kodekset med større mellemrum.

Centralbankerne i Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) har støttet op om kodekset i deres respektive jurisdiktioner, der sammen spiller en vigtig rolle på det globale valutamarked. Mere specifikt forventer ESCB-centralbankerne, at deres faste valutamodparter efterlever kodekset og underskriver hensigtserklæringen. Størstedelen af ECB's valutamodparter har underskrevet hensigtserklæringen. Det er også et krav, at markedsdeltagere underskriver hensigtserklæringen, hvis de ønsker at blive medlem af ECB's FX Contact Group, et diskussionsforum for ECB og markedsdeltagere på tværs af branchen, som er involveret i valutamarkedet.

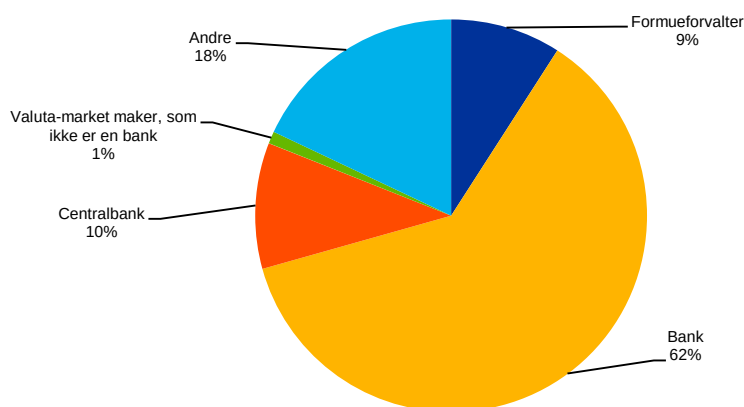
Ud over at opfordre markedsdeltagerne til at tiltræde kodekset er ESCB-centralbankerne selv gået forrest ved at tiltræde kodekset. ESCB-centralbankerne har gennemgået deres interne praksis, foretaget gap-analyser for at vurdere deres interne valutaaktiviteter i forhold til kodekets principper, justeret deres interne procedurer, hvor det har været nødvendigt, og har indført faste uddannelsesforløb for deres medarbejdere. ECB har foretaget sin egen vurdering og offentliggjorde sin hensigtserklæring den 29. november 2017. Samme dag offentliggjorde 14 andre ESCB-centralbanker samtidigt hensigtserklæringer om at efterleve kodekset. De øvrige ESCB-centralbanker fulgte efter i løbet af 2018. Velfungerende finansielle markeder er en vigtig forudsætning for, at centralbankerne kan sikre en smidig pengepolitisk transmission til realøkonomien, hvilket i sidste ende er til gavn for alle.

Et stort antal markedsdeltagere over hele verden har offentligt vist, at de efterlever kodekset. I oktober 2018 havde mere end 400 institutioner underskrevet hensigtserklæringer for efterlevelse af kodekset. Mere end halvdelen af disse er banker, ca. 10 pct. er centralbanker, og knap 10 pct. er markedsdeltagere på købsiden (se figur A). ESCB-centralbankerne vil fortsætte med at række ud til forskellige markedsdeltagere og deres sammenslutninger for på en koordineret måde at øge bevidstheden om kodekset, opfordre til udbredt efterlevelse og fremme sunde valutamarkeder. Derfor står ECB i spidsen for arbejdsgruppen GFXC buy-side outreach working group, som arbejder på at finde måder, der gør det lettere for virksomheder på købsiden at engagere sig i og efterleve kodekets principper.

Figur A

Fordeling af hensigtserklæringer på markedsdeltagere

(I pct., oktober 2018)



Kilder: GFXC og ECB's beregninger.

6 Flere eurosedler, færre forfalskninger

ECB og de nationale centralbanker i euroområdet er ansvarlige for udstedelsen af eurosedler i euroområdet og for at opretholde tilliden til valutaen. Antallet og værdien af eurosedler i cirkulation er steget, siden de blev indført i 2002, og i de senere år har stigningen overgået væksten i økonomien. En række faktorer, herunder forbedrede sikkerhedselementer på den nye Europa-serie, samarbejde med retshåndhævende myndigheder og en kommunikations- og uddannelsesindsats på europæisk og nationalt plan, har betydet, at antallet af forfalskninger er faldet yderligere og nu ligger på et meget lavt niveau. Når de nye 100- og 200-eurosedler med nye, innovative sikkerhedselementer sættes i omløb den 28. maj 2019, er Europa-serien komplet.

6.1 En støt stigning i antallet af eurosedler i cirkulation

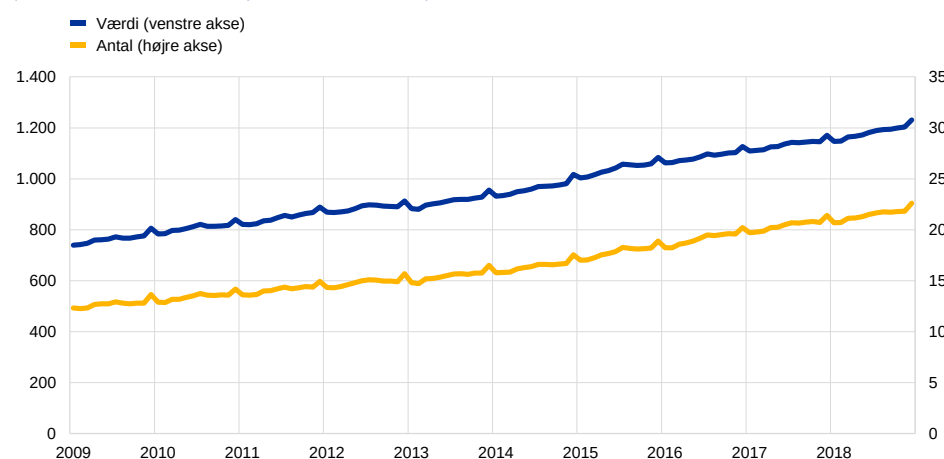
Antallet og værdien af eurosedler i cirkulation er steget støt

I 2018 steg antallet og værdien af eurosedler i cirkulation med henholdsvis ca. 5,6 pct. og 5,2 pct. Ultimo året var der 22,6 mia. eurosedler i cirkulation med en samlet værdi på 1.231 mia. euro (se figur 23 og 24). 100-eurosedlen udviste den højeste årsvækst med 6,9 pct. i 2018. Den samlede værdi af de cirkulerende 100-eurosedler ultimo 2018 var 280 mia. euro, svarende til den samlede værdi af alle cirkulerende eurosedler i maj 2002. Væksten i 50-eurosedlen var med 6,3 pct. fortsat dynamisk.

Figur 23

Antal og værdi af eurosedler i cirkulation

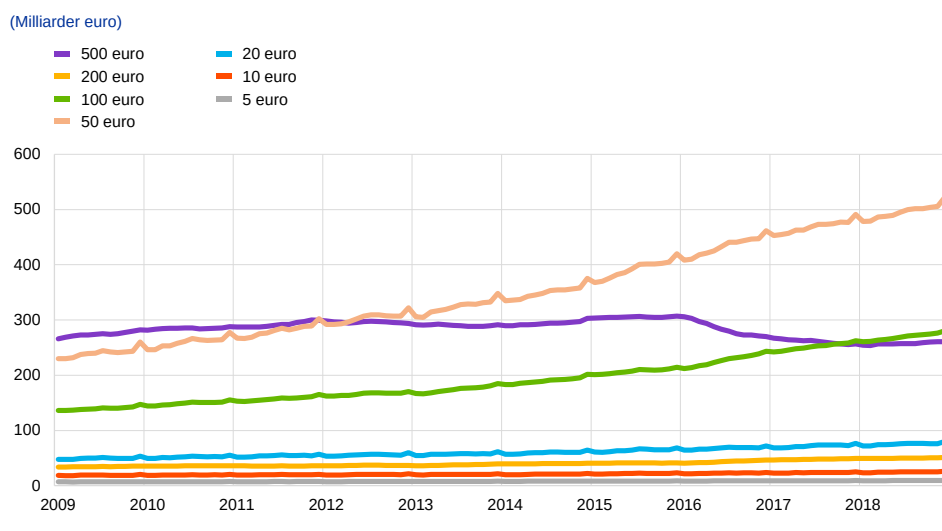
(Venstre akse: milliarder euro; højre akse: milliarder sedler)



Kilde: ECB.

Figur 24

Værdi af eurosedler i cirkulation efter seddelværdi



Kilde: ECB.

En tredjedel af eurosedlerne (målt i værdi) befinder sig uden for euroområdet

Det anslås, at ca. en tredjedel af de cirkulerende eurosedler (målt i værdi) befinder sig uden for euroområdet. Disse sedler befinder sig primært i de omkringliggende lande og består især af de højere seddelværdier. De anvendes til værdilagring og til afvikling af transaktioner på de internationale markeder.

Produktionen af eurosedlerne er fordelt mellem euroområdets nationale centralbanker, der samlet set fik tildelt produktionen af ca. 4 mia. eurosedler i 2018.

I 2018 steg det samlede antal euromønter i cirkulation med 3,7 pct. til 130,7 mia. i slutningen af året. Ultimo 2018 var værdien af de cirkulerende mønter 29,0 mia. euro, hvilket var 3,6 pct. højere end ultimo 2017.

I 2018 kontrollerede euroområdets nationale centralbanker ca. 31 mia. eurosedlers ægthed og stand og tog ca. 5 mia. af dem ud af cirkulation. Eurosystemet bistod fortsat fabrikanten af udstyr til håndtering af pengesedler for at sikre, at deres maskiner opfylder ECB's standarder for kontrol af eurosedlers ægthed og stand inden recirkulation. I 2018 kontrollerede kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder omkring 37 mia. eurosedlers ægthed og stand ved hjælp af sådanne maskiner. Eurosystemets undersøgelse af de kontanttjenester, kreditinstitutterne tilbyder, og detailhandlens modtagelse af kontantbetalinger er beskrevet i boks 6 nedenfor.

Boks 6

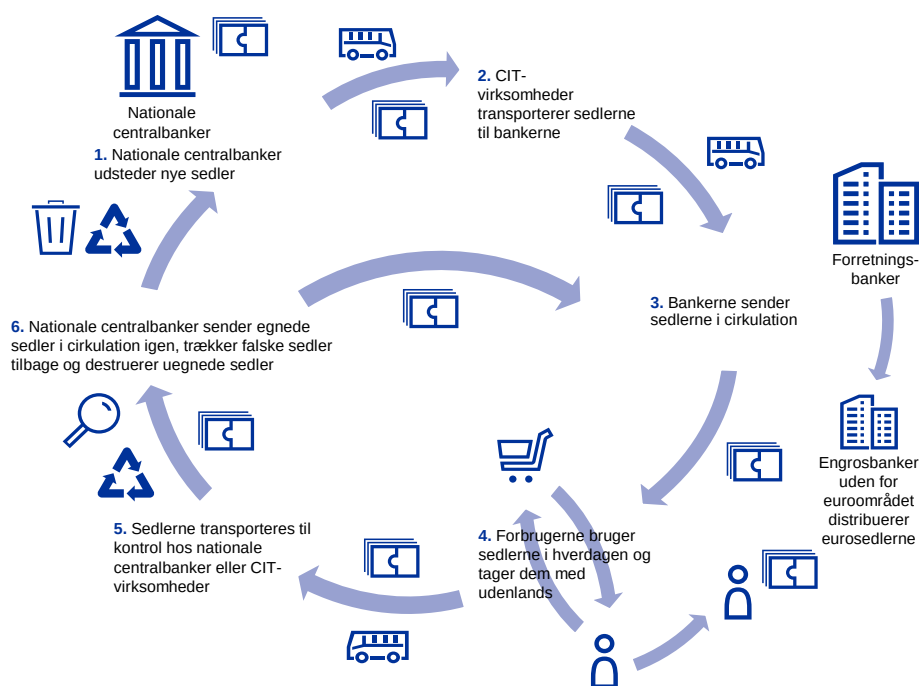
Eurosystemets undersøgelse af de kontanttjenester, kreditinstitutterne tilbyder, og detailhandlens modtagelse af kontantbetalinger

Selv om elektroniske betalinger vinder mere og mere indpas, fortsatte efterspørgslen efter kontanter med at stige i 2018. I drøftelser af kontanternes rolle fremhæves det ofte, at kontanter er dyre, og at kreditinstitutterne reducerer deres kontanttjenester. Som opfølgning på ECB's [analyse af euroområdets forbrugeres brug af kontanter](#) fra 2016 udførte ECB og 19 nationale centralbanker i

euroområdet i 2018 en undersøgelse af 87 kreditinstitutter, 55 kontanthåndterende virksomheder (eller pengetransportfirmaer, også kaldet CIT-virksomheder) og 157 virksomheder (fx forretninger, detailhandlere, restauranter) med henblik på at finde ud af, hvordan de forskellige interessenter i kontantkredsløbet opfatter kontanter (se diagram A), og hvordan effektiviteten af kontantinfrastrukturen kan forbedres. Dataene blev indsamlet ved at udspørge interessenterne. Resultaterne er derfor kvalitative, og tallene nedenfor skal tages med et forbehold.

Diagram A

Kontantkredsløbet i euroområdet



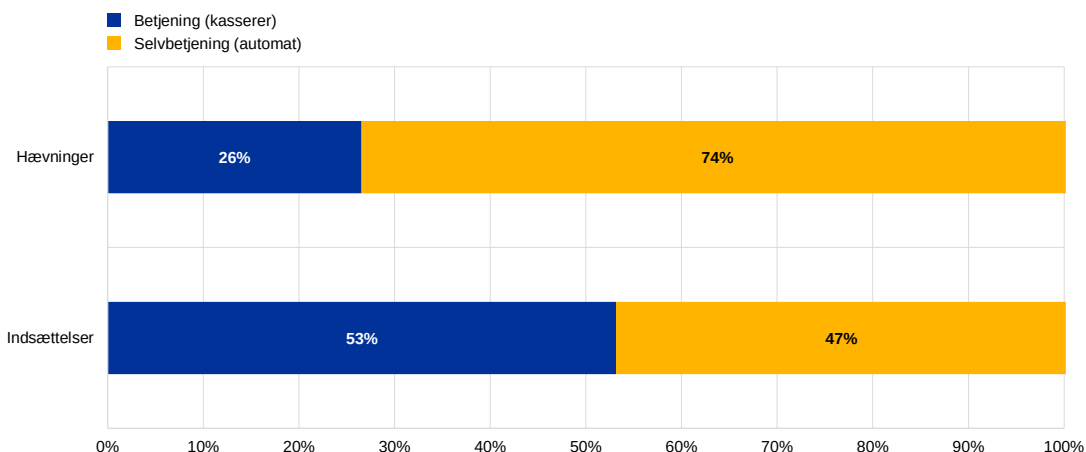
Kilde: ECB.

Kreditinstitutternes kontanttjenester

Mens alle kreditinstitutterne beskrev deres kontanttjenester over for kunder som ressourcekrævende og omkostningstunge, anså 75 pct. disse tjenester for vigtige eller meget vigtige, 20 pct. var neutrale, og kun 5 pct. anså dem for ikke vigtige. Omkostningspres på bankerne bidrager stadig til automatisering af kontanthåndteringen og indførelse af flere selvbetjeningsløsninger. Den gradvise udskiftning af de traditionelle kontantautomater (til udbetaling) med automater med flere funktioner, herunder indsættelse og dermed recirkulation af kontanter, vil fortsætte i de kommende år, understøttet af den teknologiske udvikling i branchen. Ifølge undersøgelsen anslås det, at ca. 75 pct. af alle eurosedler, som kunderne hæver, hæves via selvbetjeningsløsninger, mens indsættelse af kontanter er ligeligt fordelt mellem betjente transaktioner (ved kassen) og selvbetjening (via en automat) (se figur A).

Figur A**Automatisering af kreditinstitutternes seddeltjenester**

(I pct.)

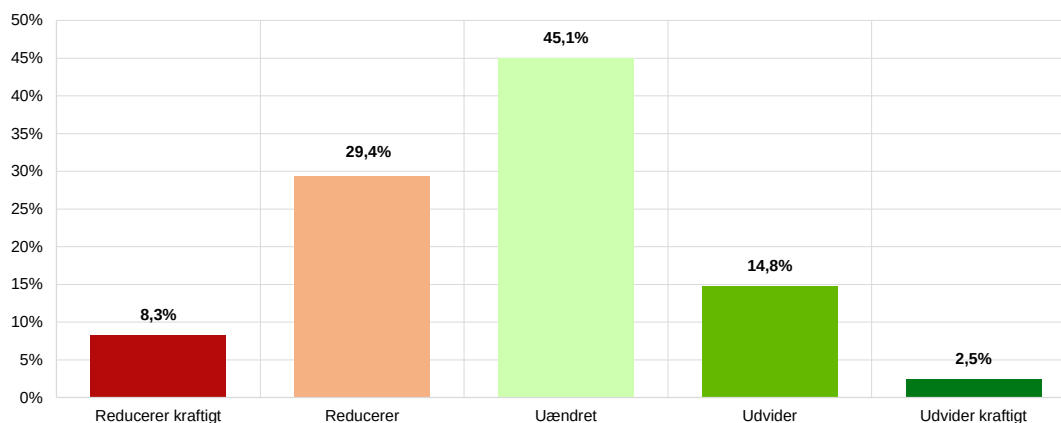


Kilde: Eurosystemets nationale centralbankers undersøgelse af kreditinstitutter i 2018.

Af hensyn til omkostningseffektiviteten analyserer kreditinstitutterne økonomien i, hvor kontantautomaterne er placeret, og automater, der bruges for lidt, flyttes eller tages ud af brug. Andre faktorer, der kan reducere antallet af kontantautomater, er bl.a. bankfusioner og samarbejde mellem banker, så kunderne gratis kan bruge andre institutters automater. En sådan tendens til, at der kommer færre kontantautomater, ses p.t. i Holland, Frankrig og Portugal. På den anden side vokser antallet af kontantautomater i Italien, Grækenland og Cypern. I figur B vises en oversigt over bankernes planer for udviklingen i antallet af kontantautomater på mellemlangt sigt. Det ser ud til, at de modsatrettede tendenser vil fortsætte i de kommende år. En effektiv løsning, hvis borgerne skal hæve mindre beløb i konanter, er at give dem mulighed for at hæve over beløbet ved kortbetaling for varer og tjenester i detailhandlen. Sådanne ordninger findes aktuelt i 11 eurolande, om end kun i meget begrænset omfang i nogle af dem, og betragtes som en ekstra service over for kunderne fra butikkernes side.

Figur B**Euroområdetets bankers planlagte udvikling i antal kontantautomater**

(I pct. af bankerne)



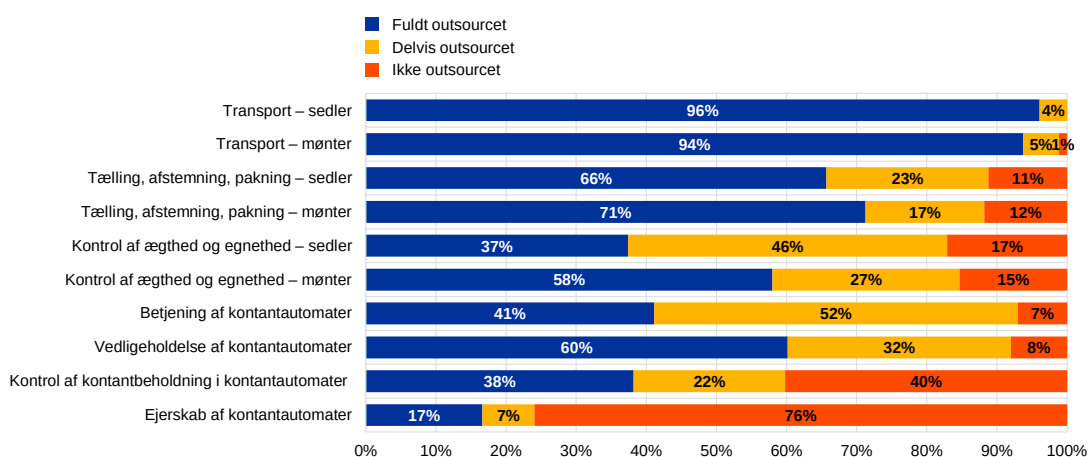
Kilde: Eurosystemets nationale centralbankers undersøgelse af kreditinstitutter i 2018.

Anm.: Figuren viser svarene fra 81 kreditinstitutter i 17 eurolande (eksklusive Finland og Østrig) på spørgsmålet: "Hvilke planer har I aktuelt for jeres netværk af kontantautomater i de næste 5-7 år?".

Transporten af kontanter mellem detailhandel, kontantdepoter og nationale centralbanker samt den interne kontanthåndtering er i vid udstrækning udliciteret til professionelle kontanthåndterende virksomheder, navnlig for mønternes vedkommende. I figur C vises en oversigt over udliciteringen af de primære kontanthåndteringsopgaver. Der forventes ingen større ændringer i de kommende år, hvilket tyder på, at bankerne allerede har effektive procedurer på området.

Figur C**Outsourcing af bankernes kontanthåndtering**

(I pct.)



Kilde: Eurosystemets nationale centralbankers undersøgelse af kreditinstitutter i 2018.

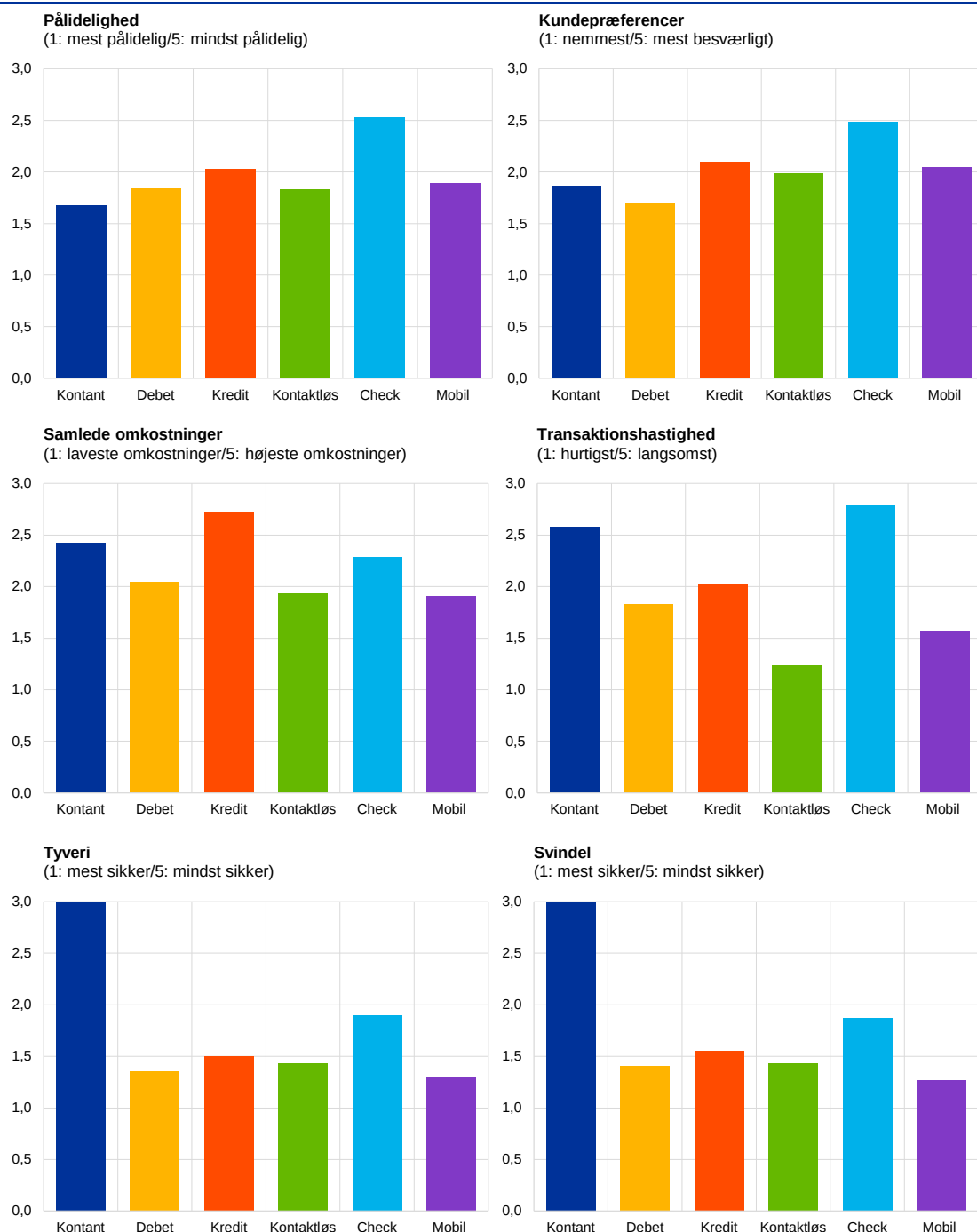
Anm.: Baseret på svar fra 85 kreditinstitutter i 18 eurolande (eksklusive Østrig).

Der er mulighed for at effektivisere håndteringen af mønter, da logistikken her blev betragtet som arbejdskrævende, og maskiner til mønthåndtering blev vurderet til at fungere mindre tilfredsstillende end maskiner til seddelhåndtering. Ifølge kreditinstitutterne kan kontanthåndteringen bl.a. effektiviseres ved at gøre den påkrævede kontrol af mønter mere fleksibel og ved at afskaffe 1- og 2-centmønterne. Desuden nævnte kreditinstitutterne, at møntforsyningen kan forbedres, hvis de

nationale centralbanker og udstedelsesmyndigheder tilpasser deres engrosaktiviteter og tilbyder flere kontanttjenester tættere på de detailhandlere, der skal bruge dem.

Detailhandlens modtagelse af kontanter

Den store spændvidde inden for detailhandlen gør det svært at drage repræsentative kvalitative konklusioner ud fra undersøgelsen. Alligevel giver den en god indikation af detailhandlens syn på kontanter i euroområdet, da virksomheder af forskellige størrelser og fra forskellige sektorer deltog. Overordnet set anså detailhandlerne pålidelighed og kundepræferencer som de mest relevante kriterier ved vurdering af de forskellige betalingstyper. Derefter kom transaktionshastigheden og de samlede omkostninger ved betalingerne, efterfulgt af sikkerhedsaspekter. Målt på disse kriterier lå kontanter højt, navnlig blandt de mindre detailhandlere, hvis interne omkostninger til kontanthåndtering generelt er lavere end gebyrerne for elektroniske betalinger, og i lande, hvor bankerne opkræver lave eller ingen gebyrer for kontanttjenester (se figur D).

Figur D**Detailhandlens kriterier for at modtage forskellige typer betaling**

Kilde: Eurosystemets nationale centralbankers undersøgelse af detailhandlen i 2018.
Anm.: Figuren viser den gennemsnitlige score på en skala fra 1 (bedst) til 5 (dårligst).

Detailhandlerne kom med flere forslag til, hvordan kontantkredsløbet kunne effektiviseres, herunder ved at nedsætte bankgebyrerne for indsættelse af kontanter, bogføre indsatte kontanter på kontoen hurtigere (straks) og lade kontantautomater udbetale flere 5-eurosedler, så behovet for byttepenge blev mindre. Desuden gav detailhandlerne udtryk for et ønske om mere konkurrence på kontanthåndteringsområdet. I nogle medlemslande opfordrede detailhandlerne også til, at de

nationale centralbanker blev mere involveret i møntforsyningen, fx ved at tilbyde direkte adgang til de nationale centralbankers mønttjenester. Endelig blev afskaffelsen af 1- og 2-centmønterne (samt regler for afrunding til nærmeste 5 cent) af mange foreslået som et tiltag, der kunne reducere omkostningerne.

Resultaterne af undersøgelsen viser, at langt størstedelen af kreditinstitutterne regner med fortsat at tilbyde en passende palet af kontanttjenester, men med øget brug af selvbetjening. Ikke desto mindre planlægger over en tredjedel af de kreditinstitutter, der deltog i undersøgelsen, at reducere antallet af kontantautomater, og ECB og Eurosystemets nationale centralbanker vil fremover i højere grad overvåge kontantkredsløbet og bankernes kontanttjenester. Selv om undersøgelsesresultaterne ikke giver anledning til bekymring om detailhandlens villighed til at modtage kontanter, er det i en tid med hastig udvikling på betalingsområdet vigtigt, at kontanter ikke tilsidesættes, at de fortsat er bredt anvendelige ved betalinger, og at deres rolle som lovligt betalingsmiddel ikke undermineres.

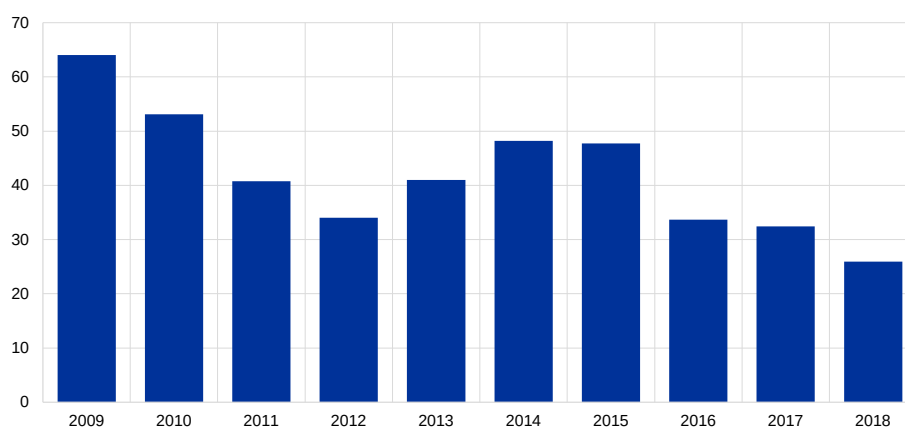
6.2 Forfalskning af eurosedler lå fortsat på et lavt niveau og faldt yderligere

Det samlede antal falske eurosedler faldt yderligere i 2018, hvor omkring 563.000 falske sedler blev taget ud af cirkulation. Udviklingen skyldes en række faktorer, herunder forbedrede sikkerhedselementer på den nye Europa-serie, samarbejde med retshåndhævende myndigheder og en kommunikations- og uddannelsesindsats på europæisk og nationalt plan. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger faldet yderligere og ligger meget lavt. Den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der tages ud af cirkulation, er vist i figur 25. Det er primært 20- og 50-eurosedlen, der forfalskes, og disse to sedler udgjorde i 2018 mere end 80 pct. af det samlede antal fundne falske sedler. Andelen af falske 20-eurosedler faldt yderligere i 2018.

Figur 25

Antal falske eurosedler pr. million ægte eurosedler i cirkulation

(Antal pr. million)



Kilde: ECB.

ECB råder offentligheden til fortsat at være på vagt og huske "føl-se-vip"-testen

Selv om de falske eurosedler, der tages ud af cirkulation, er blevet mindre vellignende, råder ECB stadig offentligheden til at være på vagt over for forfalskninger og huske "føl-se-vip"-testen. Det er ikke nok blot at kontrollere ét sikkerhedselement. Desuden tilbydes kontanthåndterende virksomheder både i og uden for Europa løbende uddannelse, ligesom der stilles opdateret informationsmateriale, som kan støtte Eurosystemets kamp mod forfalskning, til rådighed. ECB arbejder også sammen med Europol, Interpol og Europa-Kommissionen om at nå dette mål.

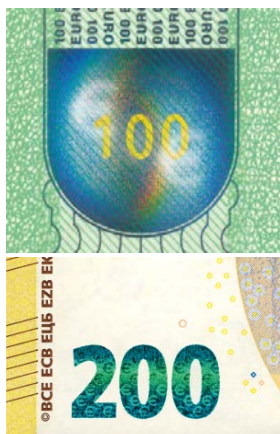
6.3 Præsentation af 100- og 200-eurosedler med forbedrede sikkerhedselementer

De nye 100- og 200-eurosedler med forbedrede sikkerhedselementer blev præsenteret den 17. september 2018. Efter 5-, 10-, 20- og 50-eurosedlerne er 100- og 200-eurosedlerne de sidste to værdier i Europa-serien, og de sættes i omløb den 28. maj 2019. Dermed er flere års forberedelse og samarbejde inden for Eurosystemet afsluttet.

Den anden serie eurosedler er komplet



ECB's styrelsesråd besluttede at tage 500-eurosedlen ud af Europa-serien, bl.a. som følge af bekymring om, at denne seddel kunne indgå i ulovlige aktiviteter. I betragtning af euroens internationale rolle og den udbredte tillid til eurosedler vil 500-eurosedlen dog fortsat være gyldig og vil derfor også fortsat kunne anvendes til betalinger og til værdilagring. Eurosedler bevarer altid deres værdi, da alle eurosedler i en ubegrænset periode vil kunne veksles i de nationale centralbanker i euroområdet.



Satelliithologrammet og det forbedrede smaragdgrønne tal er to nye sikkerhedselementer på de nye 100- og 200-eurosedler.

ECB og de nationale centralbanker i euroområdet har gennemført en kampagne for at informere offentligheden og kontanthåndterende virksomheder om de nye 100- og 200-eurosedler. Ligesom de andre seddelværdier kan de nye eurosedler let kontrolleres ved hjælp af "føl-se-vip"-testen, men de to nye høje seddelværdier har også nye, innovative sikkerhedselementer. Værdimæssigt er 100-eurosedlen den næstmest brugte seddel (efter 50-eurosedlen), og antalsmæssigt er den nummer tre (efter 50- og 20-eurosedlen og foran 5- og 10-eurosedlen). Eurosystemet bistår producenter og ejere af seddelhåndteringsmaskiner og kontroludstyr med at forberede sig på indførelsen af de nye eurosedler. Det sker bl.a. i form af hjælp til at afprøve udstyr, mulighed for at låne sedler i Europa-serien, der endnu ikke er sat i omløb, fra de nationale centralbanker samt offentliggørelse af en oversigt over udstyr, der har vist sig at være i stand til at håndtere de nye sedler i Europa-serien.

Med hjælp fra de nationale centralbanker og – for SSM-relaterede opgaver – de nationale kompetente myndigheder udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, der er nødvendige for at understøtte pengepolitikken i euroområdet, ECB's tilsynsfunktioner, den finansielle stabilitet og forskellige andre ESCB-opgaver og ESRB-opgaver. Statistikkerne bruges også af offentlige myndigheder, finansielle markedsdeltagere, medierne og offentligheden og bidrager dermed til at opfylde ECB's mål om gennemsigtighed. ESCB udbyggede sit samarbejde med det europæiske statistiske system, navnlig i forbindelse med overvejelserne og initiativerne vedrørende måling af globaliseringen og multinationale selskabers aktiviteter. ESCB udsendte også i 2018 regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser statistik for euroområdet. Desuden gjorde ESCB en stor indsats for at opfylde nye krav om mere granulære statistikker af høj kvalitet på lande-, sektor- og instrumentniveau.

7.1

Nye og forbedrede statistikker for euroområdet

Klar tendens mod granulære data med henblik på hurtige og fleksible analyser

ESCB's og ESCB's statistikkomites strategi for indsamling af data fra bankerne sigter mod så vidt muligt at standardisere og integrere ESCB's eksisterende statistiske rammer på tværs af domæner og lande. Denne strategi afhænger af klare og harmoniserede koncepter, definitioner og krav samt øget datastandardisering, da det vil bidrage til at automatisere databehandlingen og forbedre datakvaliteten. Et andet vigtigt element i strategien er skiftet mod mere granulær dataindsamling, der gør det muligt at opfylde nye datakrav på en mere fleksibel og rettidig måde og dermed mindsker behovet for ad hoc-anmodninger. Strategiens primære målsætninger er at gøre rapporteringen mere effektiv og reducere bankernes byrde.

Et af strategiens elementer – ESCB's integrerede rapporteringsramme (IReF) – sigter mod at samle bankernes statistiske rapporteringskrav i et fælles indsamlingslag, der opfylder alle ESCB's databehov og -krav. IReF vil også omfatte de nødvendige transformationsregler for udarbejdelsen af de nødvendige monetære og finansielle aggregater, der opfylder bestemte krav, med udgangspunkt i det integrerede indsamlingslag. Et andet element – bankernes fælles, integrerede rapporteringsordbog (Banks' Integrated Reporting Dictionary) – er et input-lag, der hjælper rapporteringsenhederne med effektivt at holde styr på oplysningerne i deres interne systemer. Det vil blive suppleret med transformationsregler, som bankerne skal anvende for at opfylde deres rapporteringskrav. Når IReF er på plads, kan bankerne bruge de samme transformationsregler på tværs af alle eurolande. ESCB's statistiske samarbejde med banksektoren er beskrevet i nærmere i boks 7.

Boks 7

En samarbejdsbaseret tilgang til ESCB-statistik

Beslutningstagerne i ESCB har brug for statistik af høj kvalitet i forbindelse med pengepolitik og tilsyn på makro- og mikroplan. En stor del af disse statistikker leveres af banksektoren. Det er derfor vigtigt, at bankerne er fuldstændigt klar over, hvad deres rapporteringspligt indebærer, for at sikre, at de data, de indsender til ESCB, er af høj kvalitet.

Datakvaliteten bliver også bedre, hvis rapporteringskravene harmoniseres, og overlappende forespørgsler undgås. Derfor besluttede ESCB's statistikkomite at indlede en dialog med banksektoren for at udveksle synspunkter om nye og igangværende initiativer inden for ESCB's statistik. Møderne i forummet Banking Industry Dialogue om ESCB-statistik afholdes typisk en gang om året hos ECB. Det første møde blev afholdt den 16. marts 2018. I overensstemmelse med retningslinjerne om gennemsigtighed offentliggøres dagsordenen, mødereferatet og præsentationerne på [ECB's websted](#).

På mødet udvekslede deltagerne først synspunkter om de mellemlange udsigter for harmoniseringen af indberetningskravene gennem den integrerede rapporteringsramme (IReF). Repræsentanter fra banksektoren viste deres støtte til IReF og ytrede ønske om at harmonisere rapporteringskravene for både ESCB-statistik og for de oplysninger, der indsamles i forbindelse med tilsyn eller specifikke nationale krav eller andre særlige krav. Banksektoren udtrykte også støtte til [bankernes fælles, integrerede rapporteringsordbog \(BIRD\)](#), der beskriver, hvilke data der skal udtrækkes fra bankernes interne it-systemer for at udarbejde de nødvendige rapporter, der kræves af ESCB og de tilsynsmæssige rapporteringskrav. Dette bidrager til at forbedre kvaliteten af de rapporterede oplysninger. ESCB opfordrede flere kommercielle banker til at deltage i BIRD-initiativet for at sikre stabile fremskridt. ECB offentliggør desuden "Bankernes Hjørne" på webstedet "[Vores statistik](#)" for at give bankverdenen adgang til statistik i et format, der let kan downloades.

Siden mødet har banksektoren og ESCB fortsat deres dialog. Den løbende udveksling af synspunkter har udmøntet sig i, at Den Europæiske Banksammenslutning for nylig har udgivet sine [principper for integreret rapportering](#), hvori den på ny udtrykte sin støtte til IReF og BIRD.

Som led i gennemførelsen af denne strategi udarbejdede ECB's Generaldirektorat for Statistik i 2018 omfattende granulære datasæt for at skabe mulighed for fleksible og dybtgående analyser baseret på flere kriterier. Et godt eksempel er indsamlingen af granulære data om kreditter og kreditrisiko inden for rammerne af AnaCredit, der blev indført i 2018. AnaCredit er et initiativ, som går ud på at indsamle detaljerede, rettidige og harmoniserede oplysninger om individuelle lån, der ydes af kreditinstitutter til virksomheder og andre juridiske personer, og gøre dem tilgængelige for brugere i overensstemmelse med gældende bestemmelser om fortrolighed. Datamodellen understøtter hurtige udtræk af utallige kombinationer af granulære data og giver dermed større fleksibilitet og forbedret værdi af de analyser, brugerne udarbejder inden for de forskellige områder af centralbankvirksomhed og banktilsyn. Desuden giver den mulighed for sammenligninger med aggregeret statistik som led i den daglige kvalitetssikring. Når alle eurolandenes centralbanker er begyndt at foretage fuld indberetning til AnaCredit, forventes det at indsamle data om ca. 50 millioner instrumenter om måneden.

SHS-gruppen (Securities Holdings Statistics) gjorde også store fremskridt i arbejdet med statistik over beholdninger af værdipapirer. SHS-datasættet er meget granulært, hvilket betyder, at data kan opdeles helt ned til de enkelte bankkoncerner på en begrænset liste (investorer) og det enkelte værdipapir (beholdninger). Det gør det bl.a. muligt at identificere risici og afsmitninger på de finansielle markeder korrekt og fleksibelt. Indsamlingen af data om individuelle værdipapirer hos individuelle bankkoncerner blev udvidet til at omfatte flere bankkoncerner og flere variable. Fra og med 3. kvartal 2018 omfattede den forbedrede rapportering nu alle bankkoncerner, der er under ECB's direkte tilsyn. De nye variable rapporteres desuden i overensstemmelse med AnaCredits koncepter, således at oplysninger om lån og værdipapirer kan kombineres og analyseres samlet på en harmoniseret måde. Både AnaCredit og de granulære SHS-datasæt er baseret på et system af registre, der indeholder fuldstændige, nøjagtige og opdaterede oplysninger om institutionelle enheder (Register of Institutions and Affiliates Data – RIAD) og finansielle instrumenter (Centralised Securities Data – CSDB). Begge registre gennemgik en væsentlig forbedring i 2018.

Tilsvarende er kapaciteten af ESCB's RIAD-database, der er et fælles datasæt af referencedata om juridiske og andre statistiske institutionelle enheder, som planlagt blevet udvidet i løbet af det seneste år, så den mere effektivt kan understøtte forretningsprocesser i hele Eurosystemet og udførelsen af ESCB's og SSM's opgaver. Derudover offentliggjorde ECB i juni 2018 RIAD-retningslinjen ([retningslinje ECB/2018/16](#)), der forbedrede koordineringen af de nationale centralbankers opgaver i forbindelse med rapporteringen af referencedata til RIAD. I 2018 iværksatte ECB også en ændring af forordningen om pengemarkedsstatistik ([forordning ECB/2014/48](#)). Den ændrede forordning skal sikre, at transaktioner med alle finansielle modparter er omfattet, fremme brugen af den retlige enhedsidentifikator (Legal Entity Identifier) og stramme op på rapporteringsenhedernes forpligtelser til at overholde høje standarder, der skal sikre oplysningernes integritet. Efter to offentlige høringer offentliggjorde ECB metoden til beregning af den korte eurorente (€STR) den 28. juni 2018 (se afsnit 5.1). €STR vil blive taget i anvendelse i oktober 2019. Indtil da er ECB begyndt at offentliggøre tal (kaldet præ-€STR), der giver markedsdeltagerne mulighed for at afprøve og vurdere den nye rente, inden den træder i kraft, og justere deres processer og procedurer for at sikre en smidig overgang. Præ-€STR omfatter daglige historiske tidsseriedata fra 15. marts 2017 og frem.

Makrostatistikkerne bliver løbende udviklet, så de er tidssvarende

ECB's makrostatistikker bliver også løbende videreudviklet, så de fortsat er tidssvarende og opfylder brugernes behov. En ny ECB-forordning om statistiske rapporteringskrav for pensionskasser ([forordning ECB/2018/2](#)) trådte i kraft den 17. februar 2018. Formålet var at skabe øget gennemsigtighed og forbedret sammenlignelighed af data i denne hurtigt voksende finansielle sektor. Forordningen råder bod på manglerne ved de hidtidige ikke-harmoniserede og ufuldstændige kvartalsvise statistikker for pensionskasser, der har været offentliggjort siden juni 2011, især for så vidt angår den begrænsede formidling af transaktionsdata på grund af utilstrækkelig datakvalitet.

ECB's retningslinje om monetær og finansiell statistik blev ændret i 2018 ([retningslinje ECB/2018/17](#)). Ifølge denne retningslinje skal de nationale centralbanker indsende

yderligere oplysninger til ECB i det omfang, de foreligger. Disse oplysninger omfatter månedlige data om justering af monetære finansielle institutioners (MFI'ers) udlån for at tage højde for aktiviteter vedrørende salg af lån og securitisering, fiktiv cash pooling, MFI'ernes positioner over for Den Fælles Afviklingsinstans, en opdeling af MFI'ernes kapital og reserver i underkategorier samt data, der identificerer institutter for kollektiv investering i værdipapirer i statistik over investeringsforeninger.

ECB's retningslinje om eksterne statistikker blev også ændret ([retningslinje ECB/2018/19](#)) for at imødekomme nye analytiske krav inden for pengepolitik og finansiell stabilitet, herunder for at lette en yderligere integrering mellem den kvartalsvise statistik over betalingsbalancen og kapitalbalancen over for udlandet samt nationalregnskaber (herunder sektorregnskaber). De vigtigste ændringer giver nu flere detaljer om sektorspecifikke og geografiske data. Disse data vil blive rapporteret fra marts 2021 og frem.

De nyudviklede granulære databaser kan gavne de makroøkonomiske statistikker på flere forskellige måder. En sammenkobling mellem makrodata og granulære data kan forbedre den statistiske kvalitet, give nye statistiske output og forbedre analysernes fleksibilitet. I den forbindelse arbejdede ECB videre med sit projekt, der skal sammenkoble mikrodata (undersøgelsen af husholdningernes økonomi og forbrug) med makrodata (sektorregnskaber) om husholdningernes aktiver og passiver. Formålet er at udvikle makroøkonomiske data om fordelingen af formue og gæld i husholdningssektoren for at opnå nye og værdifulde oplysninger til økonomiske analyser.

En samlet analyse af mikrodata i nærtid på tværs af markedssegmenterne åbner mulighed for at analysere mere komplekse, uforudsete markedstendenser, der hurtigt udvikler sig, i nærtid. Med henblik herpå har ECB styrket sit engagement og lederskab inden for det globale datastandardiseringsarbejde, fx med det netop indførte retlige enhedsidentifikationssystem, der bør udvides til fuld dækning, og udviklingen af ISO-standarder. Endelig vil det igangværende arbejde med en standardisering af data på markederne forbedre kvaliteten af den indsamlede datamængde og samtidig nedbringe både driftsomkostninger og risici for alle.

7.2 Forbedret gennemsigtighed og kommunikation

ECB fortsatte i 2018 bestræbelserne på at forbedre sin egen gennemsigtighed ved at gøre sine statistikker mere tilgængelige, brugervenlige og interaktive for både eksterne professionelle brugere og offentligheden. I tråd med ECB's initiativ om at være "mobil først" er alle statistiske pressemeddelelser blevet forbedret i et webformat, der giver bedre adgang til statistikker og mulighed for deling af statistikker på de sociale medier. ECB's statistikker er tilgængelige via bankens forbedrede statistiske flagskib, [Statistical Data Warehouse](#), mens nye statistiske fortællinger og visualiseringer af statistik for euroområdet og sammenlignelige nationale statistikker er offentliggjort på webstedet "[Vores statistik](#)". Professionelle brugere som fx journalister kan genbruge visualiseringerne i deres egne newsfeeds eller på deres websteder på deres foretrukne EU-sprog.

ECB er desuden begyndt at udarbejde statistikker over banktilsyn som svar på ændringerne på markedet og de lovgivningsmæssige rammer samt for at imødekomme forespørgsler og feedback fra brugerne. ECB indsamler og offentliggør kvartalsvise banktilsynsstatistikker om institutioner, der er under ECB's direkte tilsyn. Statistikkerne indeholder bl.a. oplysninger om balancens sammensætning, indtjening, kapitalgrundlag, gearing, finansiering og likviditet. I 3. kvartal 2018 blev de udvidet til også at omfatte eksponering mod den offentlige sektor, opdelinger af dagsværdihierarkiet for aktiver og interne ratingbaserede kreditrisikoparametre. Derudover offentliggjorde ECB i 2018 for første gang individuelle søjle III-oplysninger om risikovægtede aktiver efter risikotype og beregningsmetode for globale systemisk vigtige institutioner (G-SII'er) og andre systemisk vigtige institutioner (O-SII'er) under ECB's tilsyn (75 institutioner) i tillæg til de tre solvens- og gearingsnøgletal for 118 signifikante institutioner. Denne nye grad af gennemsigtighed giver interessenterne mulighed for at foretage meningsfulde sammenligninger af tilsynsmæssige parametre. I 2018 forbedrede ECB kommunikationen med banksektoren om proceduren for kvalitetskontrol af tilsynsdata. Repræsentanter fra banksektoren blev inviteret til at drøfte udarbejdelsen af yderligere kvalitetskontroller for SSM-data. Af hensyn til gennemsigtigheden er den første liste over disse kontroller blevet offentliggjort på ECB's og de nationale kompetente myndigheders websteder.

ECB var også medarrangør af den halvårlige konference "[Conference of European Statistics Stakeholders 2018](#)" i Bamberg, Tyskland, der gav mulighed for at netværke og diskutere statistiske metoder blandt brugere af europæiske statistikker fra den videnskabelige og akademiske verden, statistikproducenter og en række samfundsgrupper. ECB fejrede desuden de første 20 år med ESCB-statistikker med en konference med titlen "[Ninth ECB Statistics Conference – 20 years of ESCB statistics: What's next?](#)" (se boks 8).

Boks 8

20 år med ESCB-statistik: Hvad nu?

ESCB's statistikfunktion har udviklet sig betydeligt i løbet af de sidste 20 år. [Statistikkens tidslinje](#) viser de vigtigste milepæle, fx udvidelsen af ECB's funktioner og opgaver med oprettelsen af ESRB i 2010 og SSM i 2013. Af andre vigtige milepæle kan nævnes en række udvidelser af euroområdet, skiftet fra udarbejdelse af aggregater til udarbejdelse af fordelingsmæssige oplysninger, alsidige og granulære datasamlinger og en hurtigt voksende statistisk basisinfrastruktur (referencedatabaser og standarder), der giver mulighed for dataintegration.

De tre hovedprincipper har dog ikke ændret sig gennem årene og vil også have afgørende betydning i fremtiden.

For det første skal data være af høj kvalitet. Der træffes politiske beslutninger på et statistisk grundlag, og ECB har fortsat forpligtet sig til at sikre en høj datakvalitet med henblik på at opretholde offentlighedens tillid til statistikkerne, institutionerne og de politiske beslutninger, der tages på grundlag af dokumenteret statistik.

For det andet er samarbejde et af hovedelementerne i den statistiske udvikling og vil også være det fremover. Samarbejde, både internt i Eurosystemet og SSM og eksternt med banksektoren, med det europæiske statistiske system og på internationalt plan er en vigtig forudsætning for at nå vores mål.

For det tredje skal ESCB's statistik være relevant. ESCB har hidtil været nødt til at holde trit med udviklingen og vil også være nødt til at være det i fremtiden i en verden, der er i stadig hurtigere forandring. Nye teknologier vil give mulighed for at udvide og uddybe brugen af den betydelige datamængde, der indsamles. Mængden af indsamlede data vil blive stadigt større, og statistikverdenen vil kunne drage fordel af nye fremskridt inden for datavidenskab, maskinlæring og kunstig intelligens.

Det strategiske mål for fremtiden er at integrere flere forskellige datakilder for at få et omfattende og helstøbt billede af det finansielle system. Det vil kræve en standardiseringsindsats på både europæisk og globalt plan, som ECB fortsat vil støtte i de kommende år. I den forbindelse er ECB for nylig blevet medlem af INEXDA-netværket (International Network for Exchanging Experience on Statistical Handling of Granular Data), der giver mulighed for at udveksle bedste praksis med andre centralbanker og internationale organisationer og hjælper med at tackle de nye udfordringer i håndteringen af mikrodata.

Endelig vil kommunikation med offentligheden få større og større betydning, i takt med at finansielle statistikker bliver stadig mere komplekse (se afsnit 7.2).

ECB markerede de første 20 år med ESCB-statistikker med konferencen "[Ninth ECB Statistics Conference – 20 years of ESCB statistics: What's next?](#)" i Frankfurt den 11. juli 2018. På konferencen drøftede statistikere, beslutningstagere og akademikere, hvordan arbejdets omfang er blevet udvidet gennem årene, og udtrykte deres synspunkter om fremtiden for ESCB's statistik.

8 ECB's forskningsprioriteter

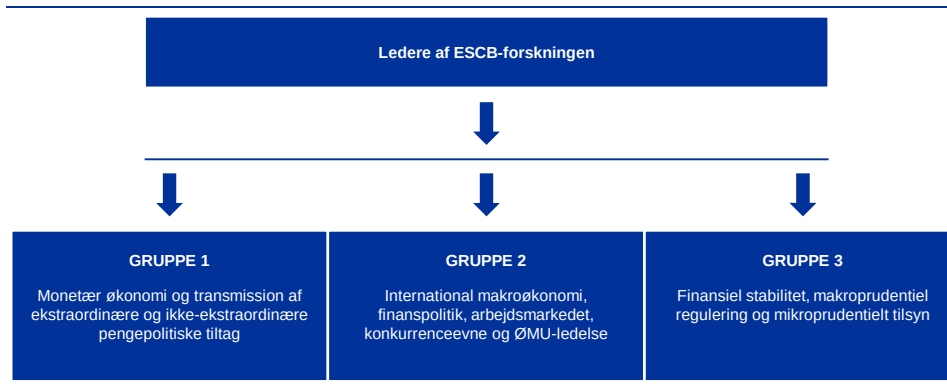
ECB's forskningsprioriteter gennemgås jævnligt og justeres for at sikre, at der er et solidt analytisk grundlag til at håndtere udfordringerne for ECB's beslutningstagere. De igangværende aktiviteter i tre forskningsgrupper og to forskningsnetværk fremmer samarbejdet i hele ESCB. I en situation, der er præget af negative pengepolitiske renter, var transmissionen af ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger og samspillet mellem pengepolitik, finansiel stabilitet og realøkonomien fortsat centrale i forskningsprioriteterne i 2018. Flere undersøgelser vurderede effekten af ekstraordinære tiltag som modvægt til de økonomiske konsekvenser af finansielle stød ved at mindske usikkerheden på markederne og forbedre adgangen til bankfinansiering for små og mellemstore virksomheder. Da rammerne for den makroprudentielle politik var på plads, blev der etableret en ny forskningstaskforce, der skulle undersøge samspillet mellem pengepolitik og makroprudentiel politik og den optimale koordinering af de to politikker. Andre prioriteter var finansielle faktoreres rolle i virksomheders og husholdningers adfærd i euroområdet, pris- og løndynamik og udformningen af institutionelle og politiske ordninger, der kan styrke ØMU'en. Den rolle, som finansiell friktion spiller i forplantningen af pengepolitik og økonomiske stød, er central i den nye udgave af ECB's model for analyser for hele euroområdet og i videreudviklingen af modeller til prognoser og pengepolitiske analyser på tværs af lande.⁵³

8.1 Arbejdet i ESCB's forskningsgrupper og PRISMA-projektet

For yderligere at styrke samarbejdet mellem ESCB's forskere besluttede lederne af ESCB-forskningen i 2016 at oprette tre forskningsgrupper. Formålet med grupperne er at koordinere forskningsarbejdet inden for forskningsområder med høj prioritet via regelmæssige workshops og fælles forskningsprojekter (se diagram 2).

⁵³ Yderligere oplysninger om ECB's forskningsaktiviteter, herunder oplysninger om forskningsarrangementer, -publikationer og -netværk, findes på [ECB's websted](#).

Diagram 2
ESCB's forskningsgrupper



Kilde: ECB.
Anm.: Strukturen af ESCB's forskningsgrupper som vedtaget af lederne af ESCB-forskningen i 2016.

Koordinering af forskningen blev fremmet af det igangværende arbejde i tre ESCB-forskningsgrupper

I 2018 arrangerede forskningsgrupperne en række workshops, hvor forskningsteam behandlede emner som fx den optimale udformning af pengepolitikken i perioder med usikkerhed, svagheder på det finansielle marked og international afsmitning. Hvad angår finansiell stabilitet, drøftede deltagerne i en workshop, hvordan kapital- og likviditetskrav for bankerne kan påvirke bankernes adfærd og pengemarkederne. En anden forskningsaktionslinje fokuserede på de mikroøkonomiske faktorer, der bestemmer produktivitetsvæksten, især finansiell friktion, misallokering af kredit og produktionstilrettelæggelse. De foreløbige resultater understregede, at det er vigtigt at tage de små virksomheders rolle i betragtning for at forstå mønstrene i den samlede produktivitetsvækst.

HFCN fortsatte arbejdet med tredje omgang af sin undersøgelse

Blandt Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk fortsatte [Netværket om husholdningernes økonomi og forbrug](#) (HFCN) sit arbejde med den tredje omgang af undersøgelsen af husholdningernes økonomi og forbrug, der efter planen skal udgives i 2019. Netværkets forskning har bl.a. undersøgt betydningen af husholdningernes heterogenitet for transmissionen af pengepolitikken. Netværkets forskere har fx kvantificeret, hvordan pengepolitikken påvirker husholdningernes forbrug afhængigt af deres beskæftigelsesstatus og porteføljestruktur. Konklusionen om, at pengepolitikken har en uforholdsmæssig indvirkning på den nedre del af indkomstfordelingen, indikerer, at den lempelige pengepolitik i euroområdet har ført til en reduktion af uligheden i indkomst og forbrug. Netværkets forskning gjorde også fremskridt inden for områder som fx virkningen af usikkerhed på husholdningernes beslutninger, husholdningernes økonomiske skrøbelighed og målingen af den øvre del af formuedistributionen. Undersøgelsen er også blevet flittigt brugt af eksterne forskere.

Et nyt forskningsnetværk skal undersøge prissætningen i detailsektoren ved hjælp af mikrodata

Et nyt ESCB-forskningsnetværk, PRISMA (prissætningsanalyse ved hjælp af mikrodata), der blev etableret i 2018 med mandat fra Styrelsesrådet, skal undersøge prissætningsadfærden blandt detailvirksomhederne ved hjælp af mikroprisdatabaser. Forskningen skal undersøge forholdet mellem prissætningen og den samlede inflationsdynamik. Der vil være særligt fokus på at undersøge, om prissætningsadfærden har ændret sig i perioden med lav inflation og påvirkes af den pengepolitiske linje, konjunkturerne og den type stød, der samlet påvirker økonomien.

Da de makroprudentielle rammer var på plads, blev der etableret en ny forskningstaskforce, der skal undersøge interaktionen mellem pengepolitik og makroprudentiel politik. Et af taskforcens fokusområder er de forskellige former for afsmitning mellem de to politikker, herunder pengepolitikens indvirkning på den finansielle stabilitet og den makroprudentielle politiks påvirkning af realøkonomien. På grund af afsmitningen er et andet fokusområde den optimale koordinering mellem de to politikker.

8.2 Konferencer og publikationer

ECB's centralbankforum i Sintra og ECB's anden årlige forskningskonference bidrog til en fortsættelse af dialogen med den akademiske verden og andre politiske institutioner

For at fortsætte sin dialog med økonomer inden for den akademiske verden og andre politiske institutioner afholdt ECB i 2018 flere forskningsarrangementer på højt niveau, herunder ECB's centralbankforum i Sintra og ECB's anden årlige forskningskonference. Forummet havde fokus på årsagerne til og konsekvenserne af den lave inflation, der karakteriserede genopretningen efter krisen i mange af de avancerede økonomier, herunder pris- og løndannelsen og inflationsforventningernes rolle. Forskningskonferencen præsenterede i 2018 nyskabende forskning inden for emner som aktivmarkedernes rolle, når det drejer sig om pengepolitiske signaler, realkreditmarkeder, konkurrenceevneudviklingen i de finansielle markeder og varemarkederne samt globalisering. Andre vigtige konferencer havde fokus på strukturreformer i euroområdet, verdenshandlen, arbejdsmarkeder og digitalisering samt penge- og makroprudentiel politik.⁵⁴

Mange af ECB's forskningsaktiviteter udmøntede sig også i udgivelse af publikationer i videnskabelige tidsskrifter og working papers.

Mange af ECB's forskningsaktiviteter udmøntede sig også i udgivelsen af publikationer i videnskabelige tidsskrifter og working papers. Der blev således udgivet 98 working papers udarbejdet af ECB-medarbejdere i ECB's Working Paper Series i 2018. Herudover blev der offentliggjort en række mere politikorienterede analyser i ECB's Occasional Paper-serie, Statistics Paper-serie og Discussion Paper-serie. Disse forskningspublikationer af høj kvalitet dannede grundlag for en mere effektiv formidling af ECB's forskningsresultater til et bredere publikum, og der blev fx udgivet 12 artikler i ECB's Research Bulletin i 2018.⁵⁵

⁵⁴ Alle publikationer, drøftelser og taler fra forummet i Sintra findes i [e-book](#), mens videooptagelser af alle sessioner kan ses på ECB's [YouTube-kanal](#).

⁵⁵ ECB's Research Bulletin er en webbaseret platform til formidling af vigtige forskningsresultater til et bredere publikum. Denne publikation findes på [ECB's websted](#).

9 Juridiske aktiviteter og forpligtelser

Dette kapitel omhandler Den Europæiske Unions Domstols kompetence i forbindelse med ECB, rapporter om ECB's udtalelser og tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB om forslag til lovgivning inden for ECB's kompetenceområder samt overvåge, at forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang overholdes.

9.1 Den Europæiske Unions Domstols kompetence i forbindelse med ECB

Den Europæiske Unions Ret afviste erstatningssagen mod ECB vedrørende omstruktureringen af Grækenlands gæld i 2012

I marts 2018 afviste Den Europæiske Unions Ret ("Retten") erstatningssagen anlagt af et privatretligt pensionsfællesskab (ESTAMEDE) mod ECB i sag T-124/17. Medlemmerne af ESTAMEDE er berettiget til pension fra den græske pensionskasse for ingeniører og entreprenører i den offentlige byggesektor. Erstatningen, som ESTAMEDE krævede, vedrørte det "haircut", der blev anvendt for visse græske statsobligationer i forbindelse med den delvise omstrukturering af Grækenlands statsgæld i 2012, og det påståede tab, som pensionskassen og de personer, der var berettiget til pension fra pensionskassen og ikke selve pensionsfællesskabet, havde lidt. I stævningen forsøgte ESTAMEDE at tilskrive ECB forskellige overtrædelser af EU-lovgivning og -principper, herunder grundlæggende rettigheder, der er beskyttet af EU's charter om grundlæggende rettigheder, fx ejendomsret. Med sin kendelse afviste Retten sagen, da den fandt, at den var åbenbart uantagelig uden at foretage en realitetsbehandling og afviste dermed alt ansvar for ECB's vedkommende for den krævede erstatning. Retten statuerede, at sagsøgeren ikke havde søgsmålskompetence ved Retten, og at stævningen ikke opfyldte formkravene.

Den Europæiske Unions Ret afviste erstatningssagen mod ECB vedrørende afviklingsforanstaltninger i 2013 på Cypern

I juli 2018 afviste Retten også erstatningssagen anlagt mod ECB m.fl. af nogle indskydere, aktionærer og obligationsindehavere i de cypriotiske banker, der var blevet underlagt afviklingsforanstaltninger i 2013 (sag T-680/13 og sag T-786/14). Dommene følger afgørelserne fra 2016 fra Den Europæiske Unions Domstol ("EU-Domstolen") i to appelsager (henholdsvis *Mallis*⁵⁶ og *Ledra*⁵⁷), der vedrørte lignende søgsmål. Sagsøgerne gjorde gældende, at de pågældende afviklingsforanstaltninger var pålagt af ECB og andre sagsøgte bl.a. på baggrund af deres deltagelse i Eurogruppens møder og deres rolle i forhandlingerne om og vedtagelsen af det cypriotiske aftalememorandum samt beslutninger truffet af ECB's styrelsesråd om ydelse af ekstraordinær likviditetsstøtte. Retten fandt, at ECB og de øvrige sagsøgte ikke havde krænket ejendomsretten, princippet om berettigede forventninger eller ligebehandlingsprincippet. De to domme er anket til EU-Domstolen.

⁵⁶ Forenede sager C-105/15 P til C-109/15 P.

⁵⁷ Forenede sager C-8/15 P til C-10/15 P.

EU-Domstolen fastslog, at gennemgangen af spørgsmålene til præjudiciel afgørelse intet havde frembragt, der kunne rejse tvivl om gyldigheden af PSPP-programmet

I december 2018 fastslog EU-Domstolen, at gennemgangen af spørgsmålene til præjudiciel afgørelse, som den tyske forbundsdomstol i forvaltningsretlige sager havde anmodet om i sag C-493/17 (Weiss), intet havde frembragt, der kunne rejse tvivl om gyldigheden af ECB's program til opkøb af den offentlige sektors aktiver på det sekundære marked (PSPP-programmet). For det første henhører PSPP-programmet under pengepolitikken og overholder proportionalitetsprincippet. PSPP-programmets konkrete mål kan knyttes til hovedformålet med Unionens pengepolitik, der kan konkretiseres på det kvantitative plan som fastholdelse af en inflationsrate på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, og forekommer ikke at være behæftet med et åbenbart urigtigt skøn eller at overskride den ramme, der er fastsat ved traktaterne. Desuden afvejede ECB de forskellige foreliggende hensyn, således at det faktisk kunne undgås, at iværksættelsen af PSPP-programmet kunne skabe ulemper, som åbenbart ikke står i et rimeligt forhold til de mål, der forfølges hermed. I betragtning af de risici, som det væsentlige omfang af opkøb af aktiver, der gennemføres i forbindelse med PSPP-programmet, i givet fald kunne udsætte de nationale centralbanker for, besluttede ECB ikke at fastsætte en almindelig tabsfordelingsregel. For det andet er PSPP-programmet foreneligt med forbuddet mod monetær finansiering. Den omstændighed, at PSPP-programmet på et makroøkonomisk niveau gør det muligt at forudsige et opkøb af en betydelig mængde obligationer på de sekundære markeder, kan ikke hos en given privat aktør skabe en vished, der giver den pågældende mulighed for de facto at handle som mellemmand for Eurosystemet med henblik på at erhverve obligationer direkte fra medlemsstaternes offentlige myndigheder og organer. Desuden mindsker den makroøkonomiske forudsigelighed ikke medlemsstaternes tilskyndelse til at føre en sund budgetpolitik på grund af programmets midlertidige og betingede karakter, og fordi det indeholder en række garantier med henblik på at begrænse PSPP-programmets virkninger på incitamentet til at føre en sund budgetpolitik. EU-Domstolen anførte også, at forbuddet mod monetær finansiering ikke forhindrer, at obligationer holdes til deres udløb, og heller ikke, at obligationer opkøbes med negativ effektiv rente. På baggrund af denne præjudicielle afgørelse vil den tyske forfatningsdomstol tage stilling til de forfatningsmæssige klager, der indirekte udfordrer PSPP-programmet.

9.2 ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse

Ifølge traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, artikel 127, stk.4, og 282, stk.5, skal ECB høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder. Alle ECB's udtalelser er tilgængelige på [ECB's websted](#). ECB's udtalelser om forslag til EU-lovgivning offentliggøres desuden i Den Europæiske Unions Tidende.

I 2018 vedtog ECB 16 udtalelser om forslag til EU-retsakter og 42 udtalelser om national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.

ECB vedtog udtalelser om forslag til EU-lovgivning

På EU-niveau vedtog ECB udtalelser om forslag til lovgivning vedrørende makro- og mikroprudentielt tilsyn, herunder reformen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici⁵⁸, Den Europæiske Banktilsynsmyndighed⁵⁹ og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed⁶⁰, kapitalbehandlingen af misligholdte eksponeringer og særligt dækkede obligationer⁶¹, den tilsynsmæssige behandling af investeringsselskaber⁶² samt styrkelse af Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds rolle i forebyggelse af, at det finansielle system anvendes til hvidvask af penge eller finansiering af terrorisme⁶³. ECB vedtog desuden udtalelser om andre forslag til EU-lovgivning, der påvirker de finansielle markeder, herunder reformen af markedet for særligt dækkede obligationer⁶⁴, lovgivning om kredit servicevirksomheder, kreditkøbere og realisering af sikkerhedsstillelse⁶⁵, gebyrer for grænseoverskridende betalinger i Unionen og vekselgebyrer⁶⁶, og hvilken lovgivning der finder anvendelse med hensyn til virkningerne for tredjepart af overdragelse af fordringer⁶⁷. ECB afgav også udtalelser om rammerne for ØMU'en, herunder styrkelse af den finanspolitiske ansvarlighed og den mellemfristede budgetmæssige udvikling i medlemsstaterne⁶⁸ og forslaget om oprettelse af en europæisk investeringsstabiliseringsfunktion⁶⁹ og Den Europæiske Monetære Fond⁷⁰. ECB udtalte sig også om europæisk erhvervsstatistik⁷¹ og EU's "Pericles IV"-program for uddannelse med henblik på beskyttelse af euroen mod falskmøntneri⁷².

ECB vedtog en række udtalelser om nationale centralbanker

ECB vedtog en række udtalelser om national lovgivning om nationale centralbanker, herunder Central Bank of Cyprus' ledelsesmæssige og finansielle uafhængighed⁷³, Българска народна банка (Bulgariens Nationalbanks) institutionelle uafhængighed⁷⁴, Statsrevisionen af Hrvatska narodna banka⁷⁵, ansvarsordningen for ledelsesmedlemmer og medarbejdere i Banca Națională a României⁷⁶, reservekravet for Magyar Nemzeti Bank⁷⁷ og overdragelse af en række opgaver til nationale centralbanker vedrørende fx tilsyn med overholdelse vedrørende interbankgebyrer for kortbaserede betalingstransaktioner⁷⁸, sikkerheden og beskyttelsen af kritiske

⁵⁸ Se [CON/2018/12](#).
⁵⁹ Se [CON/2018/19](#).
⁶⁰ Se [CON/2018/26](#).
⁶¹ Se [CON/2018/32](#) og [CON/2018/37](#).
⁶² Se [CON/2018/36](#).
⁶³ Se [CON/2018/55](#).
⁶⁴ Se [CON/2018/37](#).
⁶⁵ Se [CON/2018/54](#).
⁶⁶ Se [CON/2018/38](#).
⁶⁷ Se [CON/2018/33](#).
⁶⁸ Se [CON/2018/25](#).
⁶⁹ Se [CON/2018/51](#).
⁷⁰ Se [CON/2018/20](#).
⁷¹ Se [CON/2018/1](#).
⁷² Se [CON/2018/35](#).
⁷³ Se [CON/2018/23](#).
⁷⁴ Se [CON/2018/53](#).
⁷⁵ Se [CON/2018/17](#) og [CON/2018/45](#).
⁷⁶ Se [CON/2018/56](#).
⁷⁷ Se [CON/2018/48](#).
⁷⁸ Se [CON/2018/10](#) og [CON/2018/11](#).

infrastrukturer⁷⁹, sikkerheden af generelle net- og informationssystemer i den finansielle sektor⁸⁰, rammer for securitisering⁸¹, udstedelse af særligt dækkede obligationer⁸², procedurer for konvertering af lån i schweizerfranc til lån i euro⁸³, kreditinstitutters aktiviteter i forbindelse med markeder for finansielle instrumenter⁸⁴, kreditinstitutters dokumenter med central information om sammensatte og forsikringsbaserede investeringsprodukter til detailinvestorer⁸⁵, beføjelser til at foretage undersøgelser og iværksætte tvangsfuldbyrdsforanstaltninger i forbindelse med indgivelse af falske eller vildledende oplysninger fra kreditinstitutter og finansielle institutioner⁸⁶, opgaver i forbindelse med regulering af visse opsparingskonti⁸⁷, samarbejde med de kompetente myndigheder i forbindelse med tilbagelevering af økonomiske midler fra udpegede skattely⁸⁸, vedligeholdelse af et centralt register for bankkonti og finansielle transaktioner⁸⁹ og etablering af en national database over forsikringskrav⁹⁰. Et tilbagevendende tema i flere af disse udtalelser var vurderingen af overdragelse af nye opgaver til nationale centralbanker i forhold til forbuddet om monetær finansiering i henhold til i traktatens artikel 123 set i lyset af centralbankfinansiering af udførelsen af statslige opgaver.

ECB afgav også udtalelser om forslag til national lovgivning om makro- og mikroprudentielt tilsyn med kreditinstitutter og finansielle institutioner, herunder etablering af et tæt samarbejde mellem ECB og Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)⁹¹, reformen af de italienske popolaribanker og andelsbanker⁹², makroprudentielle værktøjer i Spanien⁹³, centralbankens makroprudentielle mandat og forvaltningen af kreditinstitutter i Bulgarien⁹⁴, makroprudentielle værktøjer til opretning af ubalancer i boligejendomssektoren og gensidig gennemførelse af makroprudentielle værktøjer i Luxembourg⁹⁵, indførelse af en interbank funding ratio i Ungarn⁹⁶, krav til amortisering af realkreditlån i Sverige⁹⁷, fast aflønning af bestyrelsesmedlemmer i systemisk relevante kreditinstitutter i Holland⁹⁸, overførsel af tilsynsmæssige data til statistiske formål i Tyskland⁹⁹,

⁷⁹ Se [CON/2018/15](#).

⁸⁰ Se [CON/2018/27](#).

⁸¹ Se [CON/2018/16](#).

⁸² Se [CON/2018/18](#).

⁸³ Se [CON/2018/21](#).

⁸⁴ Se [CON/2018/2](#) og [CON/2018/3](#).

⁸⁵ Se [CON/2018/5](#).

⁸⁶ Se [CON/2018/24](#).

⁸⁷ Se [CON/2018/28](#).

⁸⁸ Se [CON/2018/8](#).

⁸⁹ Se [CON/2018/4](#) og [CON/2018/57](#).

⁹⁰ Se [CON/2018/43](#).

⁹¹ Se [CON/2018/49](#).

⁹² Se [CON/2018/42](#).

⁹³ Se [CON/2018/58](#).

⁹⁴ Se [CON/2018/52](#).

⁹⁵ Se [CON/2018/9](#) og [CON/2018/34](#).

⁹⁶ Se [CON/2018/7](#).

⁹⁷ Se [CON/2018/30](#).

⁹⁸ Se [CON/2018/44](#).

⁹⁹ Se [CON/2018/40](#).

reorganisering af finanstilsynet i Polen¹⁰⁰ og finansieringskilderne for og ledelsen af Malta Financial Services Authority¹⁰¹.

ECB vedtog udtalelser om andre forslag til national lovgivning, der påvirkede kreditinstitutter og finansielle institutioner, herunder rammerne for realkreditlansrestancer og reguleringen af virksomhed i forbindelse med ejerskab af kreditaftaler i Irland¹⁰², de retlige rammer for særligt dækkede obligationer i Den Tjekkiske Republik og Slovakiet¹⁰³, rammerne for securitisering på Cypern¹⁰⁴, konvertering af lån i schweizerfranc til lån i euro i Slovenien¹⁰⁵, renteformlen for visse franske regulerede opsparingskonti¹⁰⁶, og beredskabspligten, som finder anvendelse på den finansielle sektor i Finland i en nødsituation¹⁰⁷.

ECB's udtalelser om virkningen af national lovgivning vedrørende information og cybersikkerhed for kritiske markedsinfrastrukturer og tilsyn

Som følge af den stigende betydning af cybersikkerhedsspørgsmål afgav ECB udtalelser til en række medlemsstater om virkningen af national lovgivning vedrørende information om og cybersikkerhed for kritiske markedsinfrastrukturer og tilsynet med kreditinstitutter¹⁰⁸. ECB udtalte sig også om nye afrundingsregler for betalinger foretaget i euro i Belgien¹⁰⁹.

Åbenbare, væsentlige og gentagne tilfælde af manglende høring med hensyn til EU-lovgivning

Der blev registreret et tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB om forslag til EU-lovgivning. ECB blev ikke hørt om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om, hvilken lovgivning der finder anvendelse med hensyn til virkningerne for tredjepart af overdragelse af fordringer. ECB afgav på eget initiativ en udtalelse og bemærkede i den forbindelse manglerne ved det foreslåede lovvalg for virkningerne for tredjepart af overdragelse af fordringer¹¹⁰. Dette tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB anses for at være et "åbenbart og væsentligt" tilfælde af manglende overholdelse af pligten. De to tilfælde af manglende overholdelse i 2017 anses, sammen med tilfældet af manglende overholdelse i 2018, for at være "åbenbare og gentagne".

Tilfælde af manglende høring vedrørende national lovgivning

I 2018 blev der konstateret et horisontalt problem med national lovgivning i forbindelse med gennemførelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2016/1148 af 6. juli 2016 om foranstaltninger, der skal sikre et højt fælles sikkerhedsniveau for net- og informationssystemer i hele Unionen. Som følge af valgmulighederne med hensyn til gennemførelsen af dette direktiv, som visse medlemsstater benyttede sig af, er ECB i gang med at vurdere, i hvilket omfang ECB's rådgivende funktion inden for ECB's kompetenceområder er væsentligt påvirket for så vidt angår de nationale centralbanker, betalings- og afviklingssystemer og/eller ECB's opgaver vedrørende tilsynet med kreditinstitutter. ECB har indtil nu sendt et brev om manglende høring til

¹⁰⁰ Se [CON/2018/50](#).

¹⁰¹ Se [CON/2018/6](#).

¹⁰² Se [CON/2018/31](#).

¹⁰³ Se [CON/2018/18](#) og [CON/2018/39](#).

¹⁰⁴ Se [CON/2018/16](#).

¹⁰⁵ Se [CON/2018/21](#).

¹⁰⁶ Se [CON/2018/28](#).

¹⁰⁷ Se [CON/2018/46](#).

¹⁰⁸ Se [CON/2018/15](#), [CON/2018/22](#), [CON/2018/27](#) og [CON/2018/39](#).

¹⁰⁹ Se [CON/2018/41](#).

¹¹⁰ Se [CON/2018/33](#).

en national myndighed med hensyn til denne sag (Cypern). Desuden blev ECB ikke hørt af de rumænske myndigheder vedrørende regeringens nøddekret om at indføre skat på bankaktiver.

9.3 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang

Ifølge artikel 271, litra d, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde er det ECB's opgave at overvåge, at alle nationale centralbanker i EU og ECB overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 123 og 124 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 123 forbydes ECB og de nationale centralbanker at give regeringer og EU-institutioner eller -organer mulighed for at foretage overtræk eller yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe deres gældsinstrumenter på det primære marked. Ved artikel 124 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer eller EU-institutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med Styrelsesrådet overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

ECB overvåger også EU-centralbankernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre medlemslande og af EU-institutioner og -organer. I henhold til betragtningerne til Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 må køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 123. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

Overvågningen i 2018 bekræftede, at bestemmelserne i traktatens artikel 123 og 124 med tilhørende rådsforordninger generelt blev respekteret.

Overvågningen afslørede, at de fleste nationale centralbanker i EU i 2018 havde en politik for forrentning af statslige indskud, som i fuldt omfang overholder lofterne for forrentning. Nogle få nationale centralbanker skal dog sikre, at forrentningen af statslige indskud ikke overskrider loftet.

Ifølge ECB's Årsberetning 2016 var Magyar Nemzeti Banks etablering og finansiering af porteføljeforvaltningsselskabet MARK Zrt. en overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering, der skulle korrigeres. Efter at Magyar Nemzeti Bank har fuldført de nødvendige korrigerende foranstaltninger, er sagen afsluttet.

Som opfølgning på de bekymringer, der fremgik af ECB's Årsberetninger fra og med 2014, har ECB fortsat overvåget en række programmer, som Magyar Nemzeti Bank iværksatte i 2014 og 2015. I 2018 fortsatte Magyar Nemzeti Bank med at indføre foranstaltninger for at imødegå ECB's bekymringer og afsluttede et opkøbsprogram for ungarske kunstværker og kulturejendomme. Set i lyset af disse operationers store antal, omfang og størrelse vil ECB dog fortsat overvåge deres overholdelse af forbuddet om monetær finansiering og privilegeret adgang. Derudover vil ECB fortsat

overvåge Magyar Nemzeti Banks engagement i fondsbørsen i Budapest, da bankens køb af aktiemajoriteten i fondsbørsen i november 2015 fortsat kan opfattes som en kilde til bekymring vedrørende monetær finansiering.

Central Bank of Irelands reduktion af IBRC-relaterede aktiver i løbet af 2018 via salg af langfristede gældsbeviser med variabel rente er et betydeligt skridt på vejen mod den nødvendige afhændelse af alle disse aktiver. En mere ambitiøs plan for afhændelsen ville yderligere mindske de vedvarende alvorlige bekymringer om monetær finansiering.

10 Centrale spørgsmål på den europæiske og internationale dagsorden

I 2018 opretholdt ECB sin tætte dialog med de forskellige europæiske institutioner og fora, herunder Det Europæiske Råd, Ecofin-Rådet, Eurogruppen, Europa-Parlamentet og Europa-Kommissionen. De økonomiske udsigter, udbygning af ØMU'en og spørgsmål vedrørende EU's rammer for den økonomiske og finanspolitiske styring var nogle af de emner, der blev drøftet på de møder i Det Europæiske Råd, Eurogruppen og Ecofin-Rådet, som ECB's formand og andre medlemmer af Direktionen deltog i.

10.1 Udbygning af ØMU'en

I 2018 deltog ECB i drøftelser om en styrkelse af ØMU'en og ydede teknisk bistand inden for sine kompetence- og ekspertiseområder. Drøftelserne i EU's fora havde fokus på tre hovedområder: fuldførelse af bankunionen, en reform af [den europæiske stabilitetsmekanisme](#) (ESM) og udformning af et instrument til makroøkonomisk stabilisering i euroområdet. De vigtigste input til denne debat var bl.a. et [oplæg](#) fra Europa-Kommissionen i maj 2017 med en række relaterede forslag og den fransk-tyske aftale, der blev indgået i Meseberg i juni 2018.

Bankunionen bliver gradvis fuldført

For det første blev der i forbindelse med bankunionen¹¹¹ lagt sidste hånd på en lovpakke bestående af direktiver og forordninger, der indfører en gearingsgrad for at forhindre bankerne i at øge deres gearing for meget, en styrkelse af risikofølsomme kapitalkrav for banker, der handler med værdipapirer og derivater, og øget tabsabsorberende rekapitaliseringskapacitet i globale systemisk vigtige banker. Endvidere blev der aftalt nye krav vedrørende minimumsdækning af tab på nye misligholdte eksponeringer på bankernes balance. På eurotopmøderne i [juni](#) og [december](#) blev det desuden besluttet at lade ESM være bagstopper for den fælles afviklingsfond (SRF) for banker, der er under afvikling. Hvad angår en europæisk indskudsgarantiordning (EDIS), mener EU's ledere, at der er behov for yderligere teknisk arbejde, og der er derfor blevet oprettet en arbejdsgruppe på højt niveau, som vil rapportere tilbage i juni 2019. Arbejdet med en køreplan for indledning af politiske forhandlinger om EDIS blev sat i gang under iagttagelse af alle elementerne i køreplanen fra 2016 i passende rækkefølge. Samtidig fortsatte euroområdet banker, med støtte fra det europæiske banktilsyn, arbejdet med at styrke deres balancer, reducere deres gearing og mindske beholdningen af misligholdte lån yderligere. Endelig blev der fortsat gjort fremskridt med en europæisk kapitalmarkedsunion i overensstemmelse med [handlingsplanen for etablering af en kapitalmarkedsunion fra 2015](#).

¹¹¹ En mere detaljeret gennemgang af fremskridtet med bankunionen og kapitalmarkedsunionen samt ECB's synspunkter findes i denne årsberetnings afsnit 3.4.

For det andet vedtog ECB i lyset af drøftelserne om en reform af ESM en udtalelse, hvori banken tilsluttede sig, at ESM blev omfattet af EU's retlige rammer, at instrumenterne til forebyggende finansiel støtte blev forbedret, samtidig med at der blev sikret tilstrækkelig konditionalitet, og at ESM's forvaltning blev gennemgået for at sikre en hurtig og troværdig beslutningstagning baseret på uafhængig ekspertbistand af høj kvalitet.

For det tredje fortsatte det tekniske arbejde med udformningen af et finanspolitisk stabiliseringsinstrument og en tidsplan herfor samt andre mulige budgetinstrumenter for euroområdet. I forlængelse af [de fem formænds rapport](#) fra 2015 hilste ECB dette arbejde velkommen og understregede, at et finanspolitisk instrument altid bør understøtte den samlede efterspørgsel, især under recessioner i hele euroområdet, og samtidig undgå at underminere incitamenter til sunde nationale økonomiske politikker og finanspolitikker. ECB vedtog også en [udtalelse](#) om Europa-Kommissionens forslag til en europæisk investeringsstabiliseringsfunktion (EISF). På eurotopmødet i december fik Eurogruppen mandat til at arbejde på et budgetinstrument for konvergens og konkurrencedygtighed i forbindelse med den flerårige finansielle ramme og på frivillig basis for euroområdet og de medlemslande, der deltager i ERM II. Af andre drøftelser i EU's fora kan nævnes Kommissionens [forslag](#) til en forordning om værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer (SBBS).

Reform af ESM og en stabiliseringsfunktion var vigtige punkter i drøftelserne

Hvad angår strukturelle økonomiske spørgsmål fremsatte Europa-Kommissionen forslag til et [reformstøtteprogram](#) for at støtte gennemførelsen af strukturreformer som en del af den kommende flerårige finansielle ramme (2021-2027). EU besluttede også at hæve finansieringsrammen for sit eksisterende støtteprogram for strukturreformer, så det samlede budget blev på 222,8 mio. euro for perioden 2017-2020.

Som led i debatten om en udbygning af ØMU'en understregede ECB gang på gang, at en fuldstændig anvendelse af budgetreglerne og en mere effektiv koordinering af de økonomiske politikker fortsat var forudsætninger for at styrke euroområdets robusthed og opnå den nødvendige tillid blandt medlemslandene til at tage de næste skridt mod yderligere integration. På dette område har fremskridtene ikke været tilfredsstillende.

10.2 Udøvelse af ansvarlighed

Med ECB's uafhængighed følger et krav om ansvarlighed. ECB er en uafhængig institution, der har beføjelser til at bruge sine instrumenter i det omfang, den finder det nødvendigt for at udføre sine opgaver og opfylde sit mandat. Denne uafhængighed blev besluttet demokratisk i forbindelse med ratificeringen af EU-traktaterne, der også gav ECB et klart mandat, som banken over for offentligheden skal stå til ansvar for. Ansvarlighed, kombineret med retlig prøvelse ved Den Europæiske Unions Domstol, sikrer, at uafhængigheden ikke fører til vilkårlige beslutninger, og at ECB handler i overensstemmelse med sit mandat.

ECB er ansvarlig over for Europa-Parlamentet

Traktaterne tildeler Europa-Parlamentet – som det organ, der består af demokratisk valgte repræsentanter for borgerne i EU – en central rolle i forhold til at stille ECB til ansvar. I 2018 deltog ECB's formand i fire regelmæssige høringer i

Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg.¹¹² Formanden deltog også i debatten om ECB's Årsberetning i Europa-Parlamentets plenarforsamling, og ECB offentliggjorde sin [feedback](#) på input givet som en del af Europa-Parlamentets beslutning om ECB's årsberetning for 2016.¹¹³ ECB opfylder også sin ansvarlighedsforpligtelse gennem regelmæssig rapportering til og besvarelse af skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet. I 2018 modtog ECB's formand 36 breve med sådanne spørgsmål, og svarene på dem er offentliggjort på ECB's websted.¹¹⁴ De fleste af spørgsmålene fra medlemmer af Europa-Parlamentet handlede om gennemførelsen af ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag, økonomiske og finansielle forhold og emner vedrørende ECB og EU-institutionerne. Endelig stilles ECB også til ansvar for sine banktilsynsmæssige aktiviteter af både Europa-Parlamentet og Rådet.¹¹⁵

ECB deltog aktivt i debatten om centralbankers uafhængighed og ansvarlighed

ECB deltog derudover aktivt i den debat om centralbankernes uafhængighed og ansvarlighed, der har været ført i de senere år. I 2018 holdt direktionsmedlemmer flere taler om disse spørgsmål¹¹⁶, og i en artikel i *Economic Bulletin* undersøgte man udviklingen i ECB's praksis med hensyn til ansvarlighed.¹¹⁷ Artiklen fremlagde bl.a. nye kvantitative og kvalitative beviser på, hvordan ECB's relationer med Europa-Parlamentet var blevet styrket og havde udviklet sig under krisen, både hvad angår hyppighed, format og indhold.



Støtten til euroen er den højeste nogensinde

Ifølge en [Eurobarometer-undersøgelse](#)¹¹⁸ i 2018 støttede 75 pct. af euroområdet 340 millioner indbyggere den fælles valuta, og dermed nåede euroens popularitet op på et rekordhøjt niveau. Det er den største tilslutning til euroen, der er registreret i undersøgelsen siden valutaens indførelse.

10.3

Konsekvenserne af brexit

FSR i november indeholdt en bredere vurdering af de brexit-relaterede risici for den finansielle stabilitet

ECB har ikke deltaget i forhandlingerne, men har fortsat overvåget og vurderet brexit-relaterede forhold som led i sit mandat. ECB's ECB Financial Stability Review (FSR) fra [november 2018](#) indeholdt en undersøgelse af de mulige konsekvenser af brexit for den finansielle stabilitet i euroområdet. Analysens konklusion var, at brexit alt

¹¹² De indledende bemærkninger findes på [ECB's websted](#).

¹¹³ Feedback på input givet som en del af Europa-Parlamentets beslutning om ECB's Årsberetning for 2017 bliver offentliggjort samme dag som denne Årsberetning.

¹¹⁴ Alle svar fra ECB's formand på spørgsmål fra Europa-Parlamentets medlemmer er offentliggjort i et særskilt afsnit af [ECB's websted](#).

¹¹⁵ Yderligere oplysninger findes i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2018](#).

¹¹⁶ Navnlig talen af ECB's formand, Mario Draghi, med titlen "[Central bank independence](#)" hos Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique den 26. oktober 2018 og talen af direktionsmedlem Benoît Cœurés med titlen "[Central banking in times of complexity](#)" hos Sveriges Riksbank den 25. maj 2018. Disse taler lå i forlængelse af en række indlæg, der bl.a. omfattede direktionsmedlems Yves Mersch's tale "[Aligning accountability with sovereignty in the European Union: the ECB's experience](#)" ved ECB's juridiske konference den 4. september 2017 og Benoît Cœurés tale "[Independence and accountability in a changing world](#)" ved Transparency International EU's arrangement "Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank" den 28. marts 2017.

¹¹⁷ Se artiklen "[The evolution of the ECB's accountability practices during the crisis](#)", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2018.

¹¹⁸ Se spørgsmål QA15.1, Standard Eurobarometer 90, wave 90.3, Europa-Kommissionen, december 2018.

i alt medfører begrænsede risici for den finansielle stabilitet i euroområdet. Det skyldes primært, at den private sektor har en lang række muligheder for at afbøde potentielle risici. Overgangen til en ny ligevægt efter brexit vil indebære engangsomkostninger til justering og kan medføre risiko for gnidninger i nogle markedssegmenter i mangel af tilstrækkelig forberedelse til overgangen. Der synes dog at være en begrænset risiko for, at euroområdets realøkonomi vil miste adgangen til finansielle tjenesteydelser efter Storbritanniens udtræden af EU. Tilsvarende indikerer analysen, at risiciene for banksektorens kapitalposition i euroområdet samlet set er begrænsede. Hvis brexit ender uden en aftale, kan det dog medføre en bredere og mere alvorlig kursjustering på markederne end i 2018 og desuden medføre en brat stigning i risikopræmier og volatilitet.

I april 2018 nedsatte ECB og Bank of England en [fælles teknisk arbejdsgruppe](#), som har til opgave at fokusere på risikostyring i perioden omkring den 30. marts 2019 inden for finansielle tjenesteydelser. Arbejdsgruppen orienterede Europa-Kommissionen og det britiske finansministerium om sine resultater i oktober 2018.

Ved [høringen i februar 2018](#) i Europa-Parlamentet understregede ECB's formand, hvor vigtigt det er at komme videre med central EU-lovgivning på det finansielle område – fx EMIR II – i god tid før brexit for at være forberedt på alle scenarier, herunder en "hård" brexit uden aftale.

For så vidt angår banktilsyn i Europa, har ECB og de nationale tilsynsmyndigheder fokuseret på formidling og implementering af tilsynsmæssige forventninger vedrørende brexit-forhold samt på vurdering af brexit-planerne og licensansøgningerne for internationale banker, der flytter deres aktiviteter fra Storbritannien til euroområdet samt brexit-planerne for banker i euroområdet med væsentlige aktiviteter i Storbritannien. Yderligere oplysninger findes i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed i 2018](#).

Ved denne årsberetnings skæringsdato var der ikke indgået nogen udtrædelsesaftale.

10.4 Internationale relationer

G20

Centrale emner er bl.a. handel, finansielle forhold og den fremtidige udformning af det globale finansielle system

På baggrund af fortsat økonomisk vækst, men også øgede nedadrettede risici for de globale udsigter drøftede G20-landenes finansministre og centralbankchefer konsekvenserne af handelsspændinger for den globale økonomi i 2018, idet de understregede, at der er behov for at øge dialogen og tiltagene til at afbøde risici. G20-landene kiggede også nærmere på konsekvenserne af strammere globale finansielle forhold, navnlig for vækstøkonomierne. G20 fortsatte sin overvågningsindsats for at fremme en stærk, vedvarende, inklusiv og afbalanceret global vækst og undersøgte, hvilke fremskridt der var gjort på vej mod den fælles vækstambition på 2 pct. senest i 2018. De tiltag, der er gennemført i denne henseende, har forberedt den globale økonomi på en vækst på over 2 pct., som dog

bliver realiseret senere end oprindeligt forventet. Finansministrene og centralbankcheferne bekræftede deres tidligere forpligtelser til stabile valutakurser og til at gennemføre reformer af den finansielle sektor. Under Argentinas G20-formandskab var fremme af infrastrukturfinansiering og fremtidens arbejde blandt prioriteterne. G20 fortsatte også indsatsen med hensyn til internationale skatteforhold og overvejede fordele og ulemper samt potentielle risici ved teknologisk innovation som fx kryptoaktiver. G20 bekræftede igen sin forpligtelse til at styrke det globale finansielle sikkerhedsnet med et stærkt, kvotebaseret IMF med tilstrækkelige ressourcer som omdrejningspunkt, samt til at styrke den globale finansielle arkitektur. I den sammenhæng offentliggjorde G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance sin rapport "[Making the Global Financial System Work for All](#)".

Politikspørgsmål vedrørende IMF og den internationale finansielle arkitektur

ECB spillede fortsat en aktiv rolle i drøftelser om det internationale monetære og finansielle system hos IMF og i andre fora og var fortalere for en fælles europæisk holdning ud fra et centralbankperspektiv.¹¹⁹ IMF drøftede eller iværksatte vigtige tiltag til gennemgang af sine politikker som led i overvågnings- og lånerammerne. I februar 2018 afklarede IMF sin politik på vigtige områder i forbindelse med programmets udformning i valutaunioner. En foreløbig gennemgang af IMF's overvågning blev afsluttet i april 2018, og IMF's uafhængige evalueringskontor (IEO) udsendte henstillinger om IMF's finansielle overvågning i december 2018. IMF iværksatte også en gennemgang af betingelserne for og udformningen af IMF-finansierede programmer samt en gennemgang af rammerne for gældens holdbarhed for lande med markedsadgang. Desuden fortsatte arbejdet med den 15. kvotegennemgang i 2018.

Det første FSAP for euroområdet blev gennemført i 2018

I juli 2018 afsluttede IMF sit første program til vurdering af den finansielle sektor (FSAP) for euroområdet – et vidtrækkende program, som omfatter en række europæiske institutioner, herunder ECB (både centralbank- og tilsynsdelen). IMF understregede, at banktilsynet i euroområdet er blevet betydeligt forbedret siden oprettelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM). Desuden er der stadig en række sårbarheder vedrørende kredit- og markedsrisici, selv om de store banker i euroområdet er blevet mere robuste. Dette FSAP for euroområdet vil også bidrage til samt fremme gennemførelsen af FSAP for de enkelte eurolande. Ifølge IMF's konsultation om euroområdets politikker, som også blev afsluttet i juli 2018, er opsvinget i euroområdet fortsat robust, selv om tempoet er lidt langsommere. Endvidere er det stadig afgørende, at nogle eurolande opbygger tilstrækkelige stødpuder ved deres politiktiltag og gennemfører strukturreformer. På årsmøderne på Bali i oktober 2018 lancerede IMF "Bali Fintech Agenda", en dagsorden på

¹¹⁹ ECB udgav to occasional papers udarbejdet af IRC Task Force on IMF Issues om IMF-relaterede emner i 2018. Se IRC Task Force on IMF Issues, "[Strengthening the Global Financial Safety Net – Moving relations between the IMF and Regional Financing Arrangements forward](#)", *Occasional Paper Series*, nr. 207, ECB, marts 2018, og IRC Task Force on IMF Issues, "[A quantitative analysis of the size of IMF resources](#)", *Occasional Paper Series*, nr. 213, ECB, oktober 2018.

fintech-området, som omfatter drøftelse af fintech-udviklingens muligheder og risici og fokuserer på denne udviklings konsekvenser for den finansielle sektor.

Internationalt centralbanksamarbejde

ECB er åben for at udveksle erfaringer over hele verden

Under hensyntagen til de begrænsede ressourcer fortsatte ECB med at imødekomme den stærke interesse fra centralbanker uden for EU i at udveksle erfaringer i kraft af ECB's vigtige rolle i den globale økonomi og som europæisk institution.

ECB udvidede sit samarbejde geografisk ved at indgå et aftalememorandum med South African Reserve Bank. Desuden blev relationerne med vigtige centralbanker i Asien og Latinamerika udvidet på grundlag af eksisterende bilaterale aftalememoranda. ECB styrkede også sit samarbejde med regionale organisationer som led i sine outreach-aktiviteter. Endvidere fortsatte drøftelserne på Eurosystemniveau på et møde mellem højtstående repræsentanter for Eurosystemet og tilsvarende latinamerikanske deltagere.

ECB udfylder fortsat sin rolle som EU-institution gennem målrettede drøftelser med centralbanker i lande, der på et tidspunkt kan blive medlem af EU. Den vigtigste platform for dette er en række regionale workshops, og drøftelserne arrangeres i tæt samarbejde med de nationale centralbanker i EU, hvor dette er muligt. ECB bidrager også til målrettet samarbejde under ledelse af nationale centralbanker i EU til gavn for sådanne centralbanker i tredjelande.

11 Forbedret kommunikation



Forbedret kontakt med offentligheden: "Vi har pligt til at tage kontakt, forklare og lytte. Det er op til os at virke overbevisende." – Benoît Cœuré

I de senere år er centralbankernes kommunikation i stadig højere grad blevet en central del af pengepolitikken. Den er endda blevet et pengepolitisk redskab i sig selv. ECB har ved at sende klare signaler om intentioner og kommunikationspolitik, til navnlig målgrupper på de finansielle markeder og eksperter haft held til at gøre sin politik mere effektiv. I det seneste år har ECB yderligere styrket bestræbelserne på at nå længere ud end til de traditionelle målgrupper. Målet er at komme i kontakt med civilsamfundet i bredere forstand og at tale med og lytte til den bredere offentlighed ved hjælp af nye platforme og formater. Til forskel fra kommunikationen med markeder og eksperter beskæftiger denne form for kontakt sig ofte med grundlæggende spørgsmål om, hvad ECB laver og hvorfor, og hvordan dette er relevant for den enkelte og det samfund, han eller hun lever i. Ved at henvende sig til en bredere målgruppe og indgå i en reel tovejskommunikation søger ECB at fremme forståelsen for sin rolle og politik samt at opbygge tillid til ECB som institution.

Fokus er rettet mod de unge

Det er især vigtigt for ECB at henvende sig til unge mennesker i Europa. Derfor iværksatte ECB et "Back2School"-program, hvor ansatte i ECB opfordres til at besøge skoler, navnlig deres egen tidligere skole, og til at deltage i samtaler med studerende om Europa og euroen, reagere på deres bekymringer og give et personligt indblik i, hvad det indebærer at arbejde i en EU-institution. I 2018 deltog 77 medarbejdere i initiativet, hvilket viser den store entusiasme, som de ansatte i ECB har, når det gælder om at argumentere for euroen, være med til at bringe EU tættere på borgerne og betale lidt tilbage til det lokalsamfund, de kommer fra.



ECB besvarer spørgsmål fra unge i forbindelse med sine Youth Dialogues

ECB udvidede desuden sin dialog med ungdommen i 2018 gennem de såkaldte "Youth Dialogues". Det er innovative platforme, som giver studerende og unge, der lige er kommet på arbejdsmarkedet, mulighed for at indgå i en ægte dialog med ECB's ledende beslutningstagere. I januar slog ECB sig fx sammen med Debating Europe, om at afholde en Youth Dialogue med ECB's formand Mario Draghi. Via hashtagget #AskDraghi kunne unge europæere stille spørgsmål direkte til ECB inden for en række emner, som fx ungdomsarbejdsløshed og kryptovalutaer. ECB modtog mere end 280 spørgsmål fra hele Europa. Mario Draghi besvarede de fem oftest stillede spørgsmål i et interview, der blev offentliggjort på ECB's websted. Interviewet opnåede også mediernes bredere bevågenhed.

Mange aspekter af centralbankernes politik er komplekse og ofte svære at forstå for folk, der ikke er eksperter på området. ECB er dog fast besluttet på at gøre kommunikationen mere tilgængelig og interessant og har taget nye og innovative skridt i denne retning. Et eksempel var bestræbelsen på at nå længere ud på [ECB Forum on Central Banking in Sintra](#) og at gøre de vigtige og lærerige drøftelser, der fandt sted der, interessante og tilgængelige for unge mennesker. ECB inviterede YouTuber Simon Clark, der for nylig afsluttede sin ph.d.-grad, til at dække mødet for unge økonomer på de sociale medier. Ved hjælp af eksklusive billeder taget bag kulisserne og åbenhjertige interview med økonomerne, tilførte han centralbankforummet et frisk pust og gjorde indholdet lettere at forstå og mere vedkommende for unge mennesker. [YouTube-videoen](#) er allerede blevet set mere end 30.000 gange.

ECB udvider sin digitale tilstedeværelse

Det digitale rum er vigtigt for ECB's bestræbelser på at være til stede der, hvor folk – og især unge – får deres nyheder og information. I november 2018 fik ECB sin egen Instagram-konto, der mest bygger på billedmateriale og skal forsøge at vise den menneskelige side af ECB ved at præsentere medarbejdere og vise

hverdagssituationer fra ECB. Idéen bag Instagram-kontoen er også, at den skal have et uddannelsesmæssigt formål, og at den skal sprede et visuelt attraktivt indhold på de sociale medier. Desuden havde ECB 457.000 følgere på Twitter. Hertil kommer, at ECB yderligere har udvidet sin tilstedeværelse online, og ECB's websteder har nu mere end 160.000 sider, hvoraf mange findes på 23 sprog. I samarbejde med de øvrige EU-institutioner blev der oprettet en særlig indgangsside ([#EUROat20](#)) til onlinefejringen af den fælles valutas 20-årsfødselsdag.

Som led i ECB's bestræbelser på at nå længere ud end til eksperter og på at deltage i samtaler om, hvordan ECB's politik påvirker lokalområder og virksomheder i hele euroområdet, var direktionsmedlem Benoît Cœuré på besøg i den lille franske by Cloyes, hvor han mødte politikere, fabriksarbejdere og studerende med det formål at forklare ECB's seneste pengepolitiske beslutninger, lytte til folks bekymringer og svare på kritik.

[Et eksempel på, hvordan ECB forsøger at nå ud til lokale virksomheder og deres medarbejdere for at drøfte ECB's politik – Benoît Cœurés besøg på Vorwerk/Semcos fabrik i den franske by Cloyes, 3. oktober 2018](#)



Endelig havde ECB's besøgscenter 20.743 besøgende det første år, efter at det blev åbnet. Besøgscentret har til huse i ECB's hovedbygning i Frankfurt. Her har borgerne mulighed for at få mere at vide om ECB's opgaver, historie og målsætning samt få en snak med en repræsentant for ECB.

12 God virksomhedsledelse, optimal organisation, modstandskraft og miljøresultater

To af ECB's strategiske prioriteter er at styrke institutionens omdømme som verdensklasseinstitution og at inspirere, udvikle og engagere sine medarbejdere. I 2018 fungerede disse prioriteter som rettesnor for ECB i bestræbelserne på: i) at opnå en optimal organisation (gennem en mere forskelligartet og inklusiv kultur og øget integritet, gennemsigtighed og ansvarlighed i forhold til EU's borgere), ii) at opbygge modstandskraft over for teknologiske trusler (gennem en forbedret evne til at forsvare ECB og det finansielle økosystem mod cyberangreb) og iii) at sikre gode miljøresultater (gennem en stadig reduktion af ECB's økologiske fodaftryk).

12.1 Udnyttelse af ekspertise gennem diversitet og inklusion

ECB er af den opfattelse, at diversitet og inklusion kan være medvirkende til at udnytte ekspertise. I team, der består af forskellige deltagere, er der en bredere vifte af meninger, som fører til bedre beslutningstagning og mere robuste resultater. At skabe sådanne team og en inklusiv adfærd er afgørende for, at ECB kan sikre, at der opnås de bedste resultater for medarbejderne og for EU. Derfor er diversitet, respekt, en etisk kultur og medarbejdernes trivsel strategiske målsætninger for ECB.

Diversitet og inklusion er drivkræfterne bag en forbedret organisatorisk præstation

I 2018 fortsatte ECB bestræbelserne på at skabe diversitet og inklusion og gøre disse faktorer til vigtige drivkræfter bag en forbedret organisatorisk præstation. Kernen i disse bestræbelser er respekt, retfærdighed, rummelighed og lige muligheder for medarbejderne, uanset – bl.a. – køn, nationalitet, religion, seksuel orientering, etnisk oprindelse, alder, kulturel baggrund eller handicap. ECB har en række [diversitetsnetværk](#), som er i hyppig kontakt med Personaleafdelingen, og som sigter mod at tilgodese alle aspekter af diversitet. På ESCB/SSM-niveau udveksler ECB bedste praksis med de nationale centralbanker og de kompetente nationale myndigheder. Det skete eksempelvis på det tredje årlige møde i ESCB/SSM Diversity Network, der blev afholdt i Rom i oktober 2018.

I 2018 bestod ECB's omfattende aktivitetsprogram bl.a. hejsning af regnbueflaget i anledning af den internationale dag mod homofobi, transfobi og bifobi, afholdelsen af workshops i "inklusiv ledelse" for ECB's ledere, fejring af den internationale dag for afskaffelse af racediskrimination og arrangementer med taler om LGBT+ og ligestilling mellem kønnene.

ECB arbejder fortsat på at øge antallet af kvinder i ledende stillinger. For at opnå en større balance mellem kønnene har ECB's direktion opstillet mål for 2019 og suppleret disse med en lang række foranstaltninger, der skal sikre, at målene nås. Foranstaltningerne omfatter et særligt program til uddannelse af kvindelige ledere,

vide muligheder for fleksible arbejdstider, fokus på inklusiv ledelse blandt lederne og mangfoldighedsambassadører i de enkelte forretningsområder for at forbedre balancen mellem kønnene lokalt.

Ved udgangen af 2018 var 29 pct. af de ledende stillinger besat med kvinder (målet ved udgangen af 2019 er 35 pct.). På det øverste ledelsesniveau var andelen 22 pct. set i forhold til målet på 28 pct. for 2019 (se tabel 2). Den samlede andel af kvindelige medarbejdere i ECB på alle niveauer er 44 pct.

Tabel 2

Mål for kønsfordelingen og andelen af kvindelige ansatte i ECB

	Andelen af kvindelige ansatte ved udgangen af 2018	Mål for kønsfordelingen ved udgangen af 2019
Den øverste ledelse	22 pct.	28 pct.
Alle ledere	29 pct.	35 pct.

Kilde: ECB.

Anm.: Den samlede kønsfordeling i ECB afspejler medarbejdere i både tidsbegrænsede og permanente stillinger. Data pr. 1. januar 2019.

Det er ECB's hensigt at tiltrække flere kvindelige ansøgere

I lyset af de fortsatte udfordringer vedtog ECB's direktion i 2018 yderligere foranstaltninger til at forbedre kønsfordelingen. Det blev besluttet, at mindst ét medlem af den øverste ledelse og mindst en tredjedel af ledelsen i bredere forstand inden for de enkelte forretningsområder skulle være kvinder. Hertil kommer, at ECB's ansættelsesprocedurer er blevet justeret for at tiltrække flere kvindelige ansøgere. Dette omfatter fx en større involvering af rekrutteringsbureauer, som har fået til opgave at søge efter mulige kvindelige kandidater. Endvidere kan en ansættelsesprocedure, der ikke tiltrækker et tilstrækkeligt antal kvindelige ansøgere, stilles i bero og efterfølgende genoptages. Flere kvinder i ECB vil desuden deltage i ansættelsespaneler for at imødegå en potentiel skævvridning og sikre, at beslutninger tages på basis af en bedre balance mellem kønnene.

12.2 Højere standarder for integritet og ledelse

ECB stræber med støtte fra [Den Etske Komité](#) og [Revisionsudvalget](#) mod at nå de højest mulige standarder for integritet og ledelse.

Med den fælles adfærdskodeks indføres en omfattende, avanceret etisk ramme

Efter råd fra Revisionsudvalget bad Styrelsesrådet Den Etske Komité, om at udarbejde en fælles adfærdskodeks for beslutningstagere og højtstående medarbejdere i ECB. Den nye kodeks indfører en omfattende, avanceret etisk ramme for medlemmer af Styrelsesrådet, Direktionen og Tilsynsrådet. Desuden udvider den udtrykkeligt [retningslinjerne](#) for kontakten til tredjeparter til at omfatte medlemmerne af Styrelsesrådet og Tilsynsrådet. Medlemmerne af Det Generelle Råd og andre ECB-organer på højt niveau, som fx Revisionsudvalget, Den Etske Komité og Det Administrative Klagenævn, forpligter sig til at overholde de vigtigste almindelige principper. Den fælles kodeks afspejler ECB's standarder og værdier, samtidig med at der tages hensyn til ECB's særlige stilling som centralbank, banktilsyn og EU-institution. Den er samtidig et svar på forslag stillet af ECB's interessenter med hensyn til integritetsstandarder, ansvarlighed og gennemsigtighed.

For så vidt angår medarbejderne, blev den årlige kontrol af private finansielle transaktioner, der omfatter en tilfældigt udvalgt gruppe af medarbejderne, efter henstilling fra ECB's eksterne revisor suppleret af en ad hoc-kontrol med fokus på en særlig medarbejdergruppe eller på særlige transaktionstyper.

I løbet af 2018 foretog ECB's revisionsudvalg en vurdering af centrale aspekter af ECB's corporate governance i både centralbankdelen og banktilsynsdelen samt i Eurosystemet. Revisionsudvalgets fokus var især på den korrekte funktion af Eurosystemets finansielle risikostyringsrammer, fremskridt i retning af koordinerede handlingsplaner til at imødegå cyberrisici og organisatoriske initiativer til at øge SSM's effektivitet.

På grund af den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed, er det besluttet at oprette [et offentligt dokumentregister](#). Dette register vil gradvis blive forbedret og suppleret, således at den brede offentlighed og markederne får en brugervenlig adgang til dokumenter om ECB's politikker, aktiviteter og beslutninger i en struktureret og let tilgængelig form.

12.3 Cyberrobusthed

Det er nødvendigt at udveksle oplysninger, for at det finansielle økosystem, herunder centralbanker og også ECB, kan fungere efter hensigten. Det er derfor yderst vigtigt at beskytte dataenes integritet og fortrolighed og at sikre, at IT-systemerne er tilgængelige. Den voksende forbundethed og kompleksitet i IT-landskabet og den stigende mængde data på digitale platforme og på tværs af netværk er blevet ledsaget af en stigende eksponering over for cyberangreb og potentielle cyberhændelser.¹²⁰ Cyberangreb på finansielle enheder og deres serviceleverandører udgør en alvorlig trussel, fordi de påvirker forbrugere og virksomheder negativt og kan medføre systemiske risici, påvirke den finansielle stabilitet og endda hæmme den økonomiske vækst.

ECB har forbedret sin egen forsvarsevne ved at udarbejde ledelsesrammer, styrke sikkerhedskontrollerne ved hjælp af teknologi (herunder udformning, udvikling og drift), processer, uddannelse og test. I samarbejde med partnerne inden for det finansielle økosystem fremmer ECB endvidere robustheden i hele systemet. Cyberrobusthed er evnen til at forudse og tilpasse sig cybertrusler og andre relevante ændringer i miljøet samt til at modstå, inddæmme og hurtigt overvinde en cyberhændelse,



ECB's forsvar styrkes

ECB har udarbejdet styringsmæssige rammer for digital sikkerhed og cyberrobusthed, som beskriver styringsmæssige og organisatoriske ordninger i forbindelse med ECB's egen digitale sikkerhed og cyberrobusthed, herunder en nærmere beskrivelse af roller og ansvarsområder. Cyberrisici er operationelle risici og indgår derfor i de overordnede rammer for den operationelle risikostyring. Rammerne for digital sikkerhed og cyberrobusthed supplerer rammerne for ECB's tilgang til den

¹²⁰ En definition af "cyberhændelse" og andre udtryk findes i Financial Stability Board's [Cyber Lexicon](#).

ikke-finansielle risikostyring og øger forståelsen for og bevidstheden om digital sikkerhed, cyberrisiko og cyberrobusthed. ECB's reaktions- og genopretningsevne i tilfælde af et cyberangreb på ECB's egen organisation vil blive yderligere styrket i 2019 gennem forbedringer af kontinuitetsplanerne og test af eksisterende ordninger for håndtering af driftsforstyrrelser og for krisestyring.

Sikkerhed indebærer, at der skal indsamles viden om trusler. Den skal analyseres, der skal iværksættes forsvarstiltag, og kapaciteten til at opdage og imødegå truslerne skal øges. Indberetning af hændelser, samarbejde og videndeling er afgørende for en effektiv beskyttelse. Internt i ECB fremmer det nye styringsudvalg for cybersikkerhed (Cyber Security Steering Committee – CSSC) videndeling, koordinering af politik og samarbejde på arbejdsniveau med henblik på at fremme cyberrobustheden i ECB og den europæiske finansielle sektor. ECB fremmer videndeling inden for Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) og støtter Operational Security Situational Awareness (OSSA)-netværket til videndeling, som har 33 medlemsinstitutioner på verdensplan.

Da cyberangrebene hele tiden forandrer sig, skal medarbejderne konstant holdes informeret om nye sikkerhedstrusler og mulige modforanstaltninger. Det er afgørende for ECB, at der opnås en høj grad af bevidsthed om IT-sikkerhed blandt medarbejderne, således at det sikres, at både brugere og informationsaktiver er beskyttede. Medarbejderne uddannes, så de opnår større viden og kompetence med hensyn til IT-sikkerhed. Et obligatorisk onlinekursus iværksættes i 2019, og der gennemføres regelmæssigt test af adfærd og test af IT-systemer og -processer.

Robustheden skal fremmes i hele systemet

Som led i sine overvejelser om den operationelle risiko for betalingsinfrastrukturer sætter ECB fokus på cyberrobusthed, set ud fra et lovgivningsmæssigt perspektiv. ECB bestræber sig på at sikre, at de relevante standarder gennemføres i euroområdet, og at harmoniseringen på internationalt plan fremmes. I tråd med denne tilgang har Eurosystemet indført en strategi for betalingsinfrastrukturernes cyberrobusthed, som indebærer en række foranstaltninger, der adresserer de enkelte betalingsinfrastrukturers robusthed, robustheden inden for sektoren og den strategiske inddragelse af lovgivere og branchen.

For at sikre, at CPMI-IOSCO's "[Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#)" følges konsekvent, har Eurosystemet udarbejdet "[Cyber resilience oversight expectations for financial market infrastructures](#)" (CROE). CROE har primært tre formål:

- De indeholder detaljerede skridt, som betalingsinfrastrukturernes kan tage for at gøre vejledningen operationel og sikre, at de kan skabe forbedringer og øge deres cyberrobusthed i en længere periode
- De giver de ansvarlige for overvågningen klare forventninger, der kan danne udgangspunkt for deres vurdering af de betalingsinfrastrukturer, som de er ansvarlige for
- De danner grundlag for en meningsfyldt drøftelse mellem betalingsinfrastrukturen og dens respektive overvågende myndighed

I maj 2018 introducerede ECB de europæiske rammer for samarbejde mellem etiske red teams baseret på trusselsefterretninger ([TIBER-EU](#)), der var udarbejdet af Eurosystemet som et redskab for operatører af betalingsinfrastrukturer til at øge deres cyberrobusthed. På europæisk plan er TIBER-EU de første fælles rammer, der gør det muligt at gennemføre en kontrolleret, skræddersyet, efterretningsbestemt "red team test" af kritiske produktionssystemer i driftsmiljøet på baggrund af de taktikker, teknikker og procedurer, som ægte cyberangribere anvender. De har til formål at sikre en standardisering og gensidig anerkendelse af cybertest i hele EU og at forhindre, at betalingsinfrastrukturer skal gennemgå særskilte test i de enkelte EU-lande.

Som led i bestræbelserne på at forbedre den finansielle sektors operationelle robusthed arrangerer Eurosystemet markedsomfattende krisekommunikationsøvelser i henhold til sit overvågningsmandat. I 2018 arrangerede Eurosystemet UNITAS' skrivebordsøvelse vedrørende krisekommunikation. Deltagerne, der omfattede vigtige betalingssystemer i euroområdet, værdipapircentraler, centrale modparter, serviceleverandører, markedsinfrastrukturer og centralbanker med ansvar for overvågning blev stillet over for et scenarie, der indebar et cyberangreb på betalingsinfrastrukturer, som kompromitterede integriteten af deres data. Øvelsen blev gennemført som en faciliteret diskussion blandt markedsdeltagerne, der gjorde det muligt for dem at fremkomme med betragtninger og nå frem til konklusioner på baggrund af scenariet og at identificere mulige områder, hvor et yderligere samarbejde kan forbedre cyberrobustheden generelt i sektoren.

Eurosystemet anerkendte behovet for et forum, som kan samle markedsaktører, kompetente myndigheder og ansvarlige for cybersikkerhed på europæisk plan og nedsatte [Euro Cyber Resilience Board for pan-European Financial Infrastructures](#) (ECRB). Målsætningen med ECRB er at forbedre cyberrobustheden for betalingsinfrastrukturer og deres kritiske serviceleverandører – samt for EU's finansielle sektor generelt – i overensstemmelse med internationale standarder. Målsætningen kan nås ved at skabe tillid og øget samarbejde og muliggøre fælles initiativer – både markedsdeltagerne imellem og mellem markedsdeltagere og myndigheder.

Tilsyn med bankernes IT-risici

ECB inddrager cyberrobusthed og operationel robusthed i sit tilsyn med bankernes IT-risici. Cyberrisiko fortjener særlig opmærksomhed på grund af bankernes øgede forbundethed og større afhængighed af IT, samt det tempo hvormed sårbarheder kan findes og udnyttes af målrettede angribere.

I 2018 gennemførte ECB EBA's retningslinjer om IKT-risikovurdering (risikovurdering af informations- og kommunikationsteknologi) under tilsyns kontrol- og vurderingsprocessen (SREP) ([EBA/GL/2017/05](#)). Dette førte til en konsekvent og omfattende vurdering af risikosituationen på IT-området i alle signifikante kreditinstitutter i euroområdet, som resulterede i både specifikke opfølgingsaktiviteter i de enkelte banker og tematiske resultater, som skal adresseres mere bredt. Overordnet set har ECB understreget, at bankerne også fremover skal være på vagt over for alle former for IT-risiko og bør ikke begrænse deres aktiviteter til kun at omfatte udvalgte områder af IT-risiko.

ECB har ydet et betydeligt bidrag til EBA's retningslinjer om IKT og styring af sikkerhedsrisici, der blev sendt i høring i december 2018. Retningslinjerne forventes at harmonisere kravene til IT-risikostyring i banker i hele Europa og fremme mere lige vilkår. Desuden omfatter ECB's tilsyn med IT-risici fortsat de fælles tilsynsteams løbende tilsyn, indgribende og målrettede inspektioner på stedet med fokus på specifikke IT-risikomålsætninger samt at holde sig underrettet om cyberangreb via ECB's rammer for rapportering af cyberhændelser.

Det aktive samarbejde rundt om i verden – og især på europæisk plan – om at øge cyberrobustheden i det finansielle økosystem fortsætter.

12.4 Reduktion af ECB's økologiske fodaftryk

ECB bestræber sig løbende på at forbedre sit miljøresultat

ECB er i sin egenskab af EU-institution bevidst om sit ansvar for at bidrage til miljøbeskyttelse og imødegå de udfordringer, som klimaændringerne betyder for samfundets og fremtidige generationers trivsel. Siden ECB vedtog sin første miljøpolitik i 2007, er der løbende blevet arbejdet på at forbedre miljøresultaterne og reducere CO²-fodaftrykket. ECB har været registreret i den europæiske ordning for miljøledelse og miljørevision (EMAS) siden 2010. Miljøledelsessystemet dækker alle tre bygninger i Frankfurt, som huser ECB's medarbejdere, dvs. hovedbygningen i Sonnemannstrasse, Japan Center og Eurotower.

Miljøbeskyttelse er en integreret del af ECB's forretningsstrategi og påvirker som sådan den daglige drift og de daglige processer. Med støtte fra mere end 50 interne miljørepræsentanter og mange engagerede grupper og enkeltpersoner i hele organisationen stræber ECB imod en løbende reduktion af sit økologiske fodaftryk. ECB viser sit engagement ved at øge medarbejdernes bevidsthed, gennemføre effektivitetsforanstaltninger og arbejde sammen med forskellige interessenter om at nå ECB's miljømål. En sådan foranstaltning var indførelsen af et alsidigt redskab til onlinesamarbejde, som gør et fjernsamarbejde med modparterne muligt for ECB. Redskabet fremmer ikke blot interaktionen online, men giver også mulighed for, at rejser eventuelt kan undgås, hvorved emissionerne nedbringes. ECB har desuden yderligere optimeret belyningsprofilen i hovedbygningen med henblik på at nedbringe lysintensiteten i bestemte områder og har tilpasset driftsplanen for at opnå yderligere energibesparelser. Endvidere er engangskopperne i fællesarealerne blevet erstattet af kopper, der kan genbruges, hvilket reducerer affaldsmængden betydeligt.

2018 – et år fuldt af miljøoplysningsaktiviteter

2018 var et begivenhedsrigt år for ECB med hensyn til miljøoplysningsaktiviteter, idet ECB deltog i flere internationale kampagner. ECB sluttede sig til opfordringen fra lokalsamfundet i Frankfurt til at sætte spotlys på klimaændringer i forbindelse med WWF's Earth Hour 2018. Sammen med 183 andre virksomheder og institutioner i Frankfurt slukkede ECB for alt ikke absolut nødvendigt lys, og medarbejderne blev opfordret til at deltage i kampagnen og til at udpege yderligere måder at være mere miljøvenlige på. Et andet initiativ var, at ECB for sjette gang deltog i European Mobility Week. For at tilskynde ECB's medarbejdere til at træffe et grønnere valg med hensyn til transport til og fra arbejde blev der arrangeret forskellige aktiviteter, fx

sikkerhedskontrol af cykler, teamkonkurrencer og -mobilitet og miljøquizzet. Medarbejderne fik desuden oplysninger om miljøvenlig mobilitet i ECB.

Eksterne leverandørers støtte er også afgørende for at kunne nedbringe ECB's miljøpåvirkning. Der blev fx taget højde for en række bæredygtighedskriterier ved udvælgelsen af ECB's leverandør af rengøring. Disse kriterier førte til indførelsen af mange miljøvenlige materialer i den daglige drift, fx genbrugspapir på toiletterne. Rengøringsfirmaet, der leverer tjenesteydelser til ECB, anvender kun innovative, ufarlige, fuldt biologisk nedbrydelige rengøringsmidler og mekaniske procedurer til at sikre en effektiv rengøring. Doseringsprocessen er også blevet optimeret, således at vandforbruget nedbringes, og genanvendelsen af vand i forbindelse med rengøring af gulve øges.

Samarbejde om bedre
miljøbeskyttelse

ECB arbejder tæt sammen med de nationale centralbanker og andre europæiske institutioner og organer for at opnå en større effekt og blive ved med at lære af hinanden. Det giver mulighed for at udveksle bedste praksis, drøfte og søge efter nye løsninger på fælles udfordringer og være fælles om at kommunikere deres miljøresultater. På den fælles webside, [EMAS in the European Institutions](#), undersøger EU-institutioner og -organer de praktiske fordele ved at være EMAS-registreret og udveksler bedste praksis og oplysninger om ressourcebesparelser. Det interinstitutionelle samarbejde udgør således endnu en vigtig søjle i ECB's miljøbeskyttelsesengagement.

ECB offentliggør også oplysninger om sine miljøresultater og de trufne foranstaltninger på websiden [Miljøbeskyttelse i ECB](#).

ECB's årsregnskab

2018

Ledelsens beretning	2
ECB's regnskab	23
Balance pr. 31. december 2018	23
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2018 til 31. december 2018	25
Anvendt regnskabspraksis	26
Noter til balancen	35
Ikke-balanceførte poster	53
Noter til resultatopgørelsen	56
Begivenheder efter balancedagen	64
Den uafhængige revisors påtegning	67
Note om fordeling af overskud/dækning af tab	73

Ledelsens beretning

1 Formål med ECB's ledelses beretning

Ledelsens beretning er en integreret del af ECB's årsregnskab og har til formål at give læseren kontekstuelle oplysninger om regnskabet.¹ Da ECB's aktiviteter og operationer bliver gennemført for at støtte de politiske målsætninger, bør den finansielle position og det regnskabsmæssige resultat ses i sammenhæng med de pengepolitiske tiltag.

I dette øjemed redegør ledelsens beretning for ECB's hovedaktiviteter og -operationer samt deres indvirkning på regnskabet. Endvidere analyseres den vigtigste udvikling i balancen og resultatopgørelsen, som er sket i løbet af året. Beretningen indeholder desuden oplysninger om ECB's finansielle ressourcer. Endelig beskriver den det risikobillede, som ECB opererer i, idet den indeholder oplysninger om de finansielle og operationelle risici, som ECB er eksponeret for, og om de risikostyringspolitikker, ECB gør brug af for at begrænse risici.

2 Aktiviteter

ECB er en del af Eurosystemet, der har som hovedmål at fastholde prisstabilitet. Som beskrevet i ESCB-statutten² består ECB's hovedopgaver i at gennemføre pengepolitikken i euroområdet, foretage transaktioner i fremmed valuta, forvalte eurolandenes officielle valutareserver og fremme betalingssystemernes smidige funktion.

ECB er desuden ansvarlig for at sikre, at Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) fungerer effektivt og ensartet med henblik på at gennemføre et indgribende og effektivt banktilsyn, som bidrager til, at banksystemet er sikkert og solidt og det finansielle system stabilt.

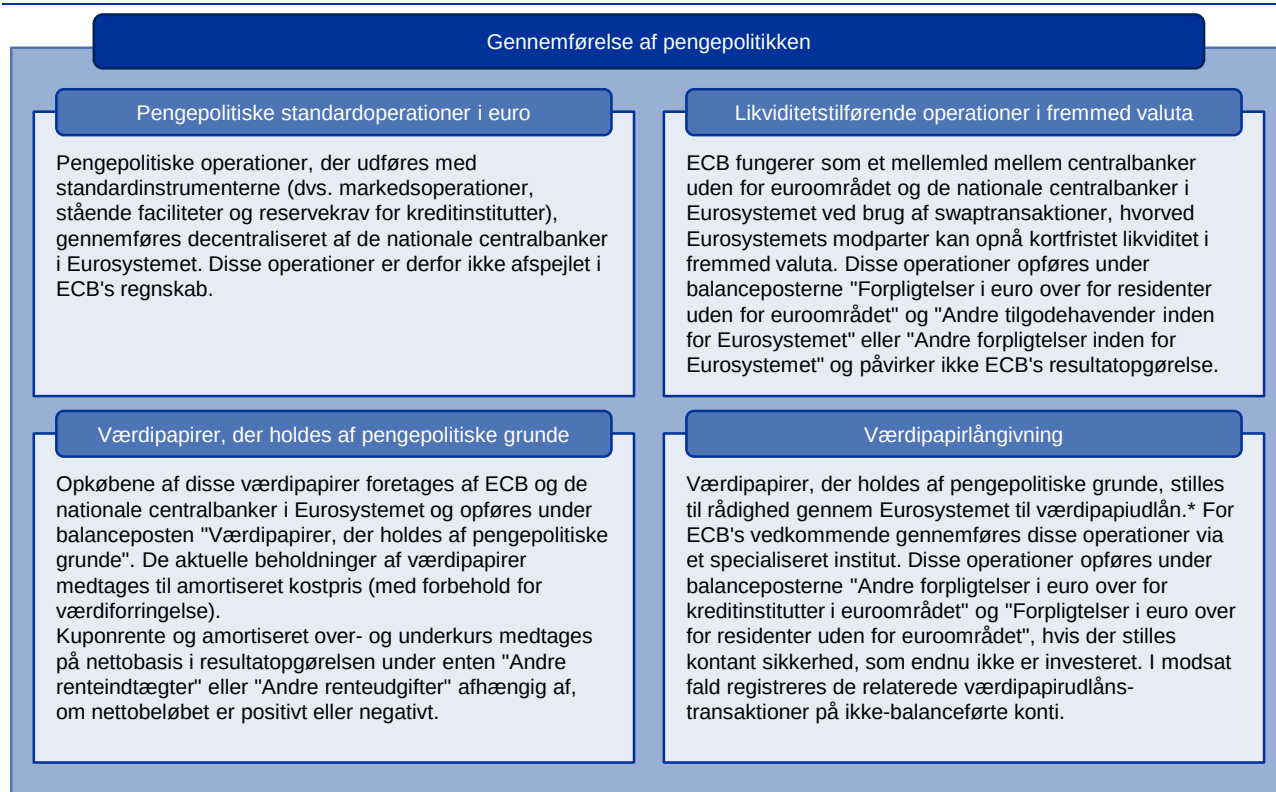
Eurosystemets pengepolitiske operationer registreres i ECB's og de nationale centralbanker i euroområdet regnskaber, hvilket afspejler princippet om en decentraliseret gennemførelse af pengepolitikken i Eurosystemet. Diagram 1 giver et overblik over de vigtigste operationer og funktioner, som ECB skal udføre for at opfylde sit mandat, og hvordan disse påvirker ECB's regnskab.

¹ "Regnskabet" består af balancen, resultatopgørelsen og noterne hertil. "Årsregnskabet" består af regnskabet, ledelsens beretning, revisionspåtegningen og noten om fordeling af overskud/dækning af tab.

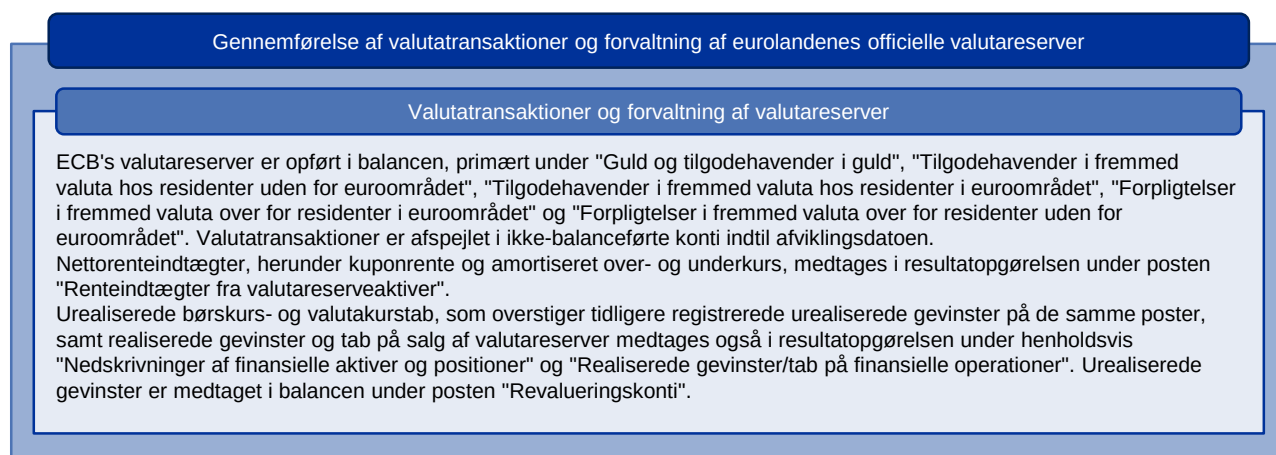
² Protokol om statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank.

Diagram 1

ECB's vigtigste aktiviteter og deres påvirkning af regnskabet



* Yderligere oplysninger om værdipapirlån findes på [ECB's websted](#).



Fremme af betalingssystemernes smidige funktion

Betalingsystemer (Target2)

Eurosystem-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB som følge af Target2*, er opført samlet i ECB's balance som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost. Renterne på disse mellemværender indgår i resultatopgørelsen under posterne "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter".

* Yderligere oplysninger om Target2 findes på [ECB's websted](#).

Bidrage til banksystemets sikkerhed og soliditet og det finansielle systems stabilitet

Banktilsyn – Den Fælles Tilsynsmekanisme

ECB's årlige udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne dækkes ind med årlige tilsynsgebyrer, der opkræves fra enhederne under tilsyn. Tilsynsgebyrerne registreres i resultatopgørelsen under posten "Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner". ECB har desuden ret til at pålægge enheder under tilsyn administrative sanktioner for manglende overholdelse af forpligtelser i henhold til EU's banktilsynsregler (herunder ECB's tilsynsafgørelser). De relaterede indtægter registreres i resultatopgørelsen under posten "Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner".

Øvrige

Seddelomløb

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb. Denne andel garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker, som forrentes til renten ved de primære markedsoperationer. Disse renter medtages i resultatopgørelsen under posten "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet".

Udgifterne til transport på tværs af landegrænser i forbindelse med levering af nye eurosedler fra seddeltrykkerierne til de nationale centralbanker og til transport af eurosedler mellem nationale centralbanker med henholdsvis for små og for store lagre af eurosedler, afholdes centralt af ECB. Disse udgifter er opført i resultatopgørelsen under posten "Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion".

Egenportefølje

ECB's egenportefølje er opført i balancen, primært under posten "Andre finansielle aktiver".
Nettorenteindtægter, herunder kuponrente og amortiseret over- og underkurs, medtages i resultatopgørelsen under "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter".
Urealiserede børskurstab, som overstiger tidligere registrerede urealiserede kursgevinster på de samme poster, samt realiserede gevinster og tab på salg af værdipapirer medtages også i resultatopgørelsen under henholdsvis "Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner" og "Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer". Urealiserede kursgevinster er medtaget i balancen under posten "Revalueringskonti".

3 Den finansielle udvikling³

3.1 Balancen

I 4. kvartal 2014 begyndte ECB's balance at udvides som følge af opkøbet af værdipapirer under det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3) og programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP). Udvidelsen er fortsat i årene derefter (se figur 1), primært som følge af erhvervelsen af værdipapirer inden for programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP).



32,9 mia. euro

Stigning i samlede aktiver i 2018

I 2018 steg **ECB's samlede aktiver** med 32,9 mia. euro til 447,1 mia. euro, hvilket hovedsagelig skyldtes ECB's andel af opkøbte værdipapirer inden for programmet til opkøb af aktiver (APP)⁴. Stigningen var mindre end i 2017 som følge af det lavere månedlige niveau for opkøb inden for APP i 2018. Opkøbene førte til en stigning i "Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde", mens kontantafviklingen af disse opkøb via Target2-konti medførte en tilsvarende stigning i "Eurosistem-interne forpligtelser".

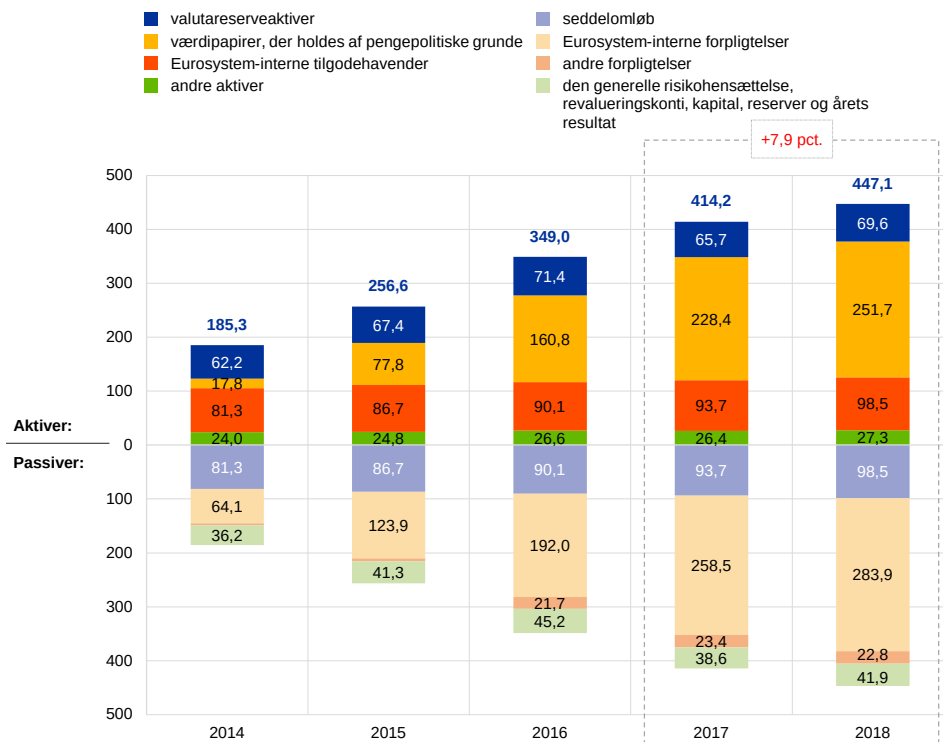
³ På grund af afrunding stemmer totalerne i dette dokument ikke nødvendigvis nøjagtigt med summen af de angivne tal, og procentsatser afspejler ikke nødvendigvis de absolutte tal.

⁴ APP består af CBPP3, ABSPP, PSPP og programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP). Yderligere oplysninger om APP findes på [ECB's websted](#).

Figur 1

Hovedkomponenterne i ECB's balance:

(mia. euro)



Kilde: ECB.

**56 pct.**

af de samlede aktiver er værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Eurodenominerede værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde,

udgjorde 56 pct. af ECB's samlede aktiver ved udgangen af 2018. Under denne balancepost indgår ECB's beholdninger af værdipapirer, der er erhvervet i forbindelse med Securities Markets Programme (SMP), de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP1, CBPP2 og CBPP3) samt ABSPP og PSPP.⁵ I 2018 fortsatte værdipapiropkøbene under CBPP3, ABSPP og PSPP⁶ indtil årets udgang, da nettoopkøbene ophørte. Opkøbene blev gennemført på baggrund af Styrelsesrådets afgørelser om Eurosystemets samlede månedlige opkøb og på forhånd fastlagte godkendelseskriterier. I overensstemmelse med Styrelsesrådets beslutning 13. december 2018 vil Eurosystemet fortsat fuldt ud geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt inden for APP, efterhånden som de forfalder.

**23,3 mia. euro**

Stigning i værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Som resultat af opkøbene øgedes porteføljen af værdipapirer, som ECB holder af pengepolitiske grunde, i 2018 med 23,3 mia. euro til 251,7 mia. euro (se figur 2), idet opkøbene under PSPP stod for størstedelen af denne stigning. Nedgangen i beholdningerne under CBPP1, CBPP2 og SMP skyldtes indfrielse, som udgjorde 1,5 mia. euro.

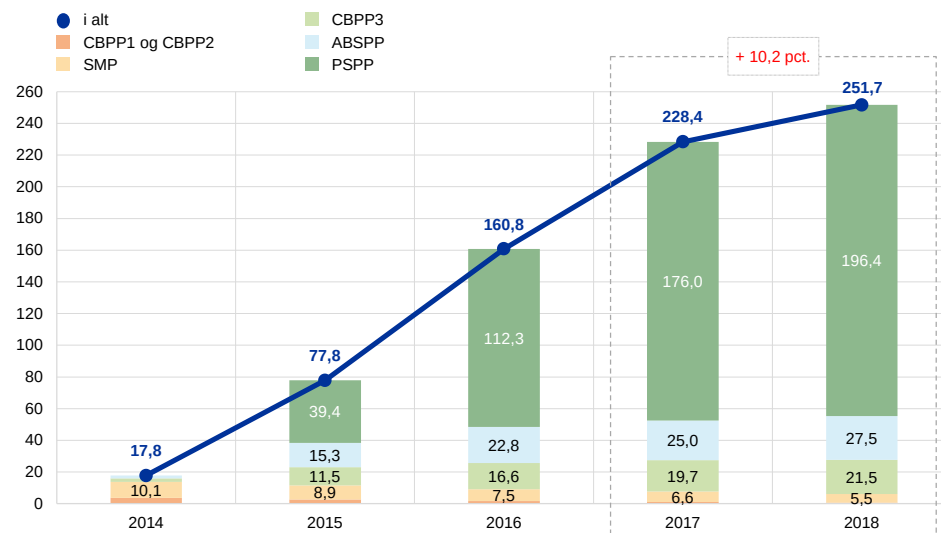
⁵ ECB køber ikke værdipapirer under CSPP.

⁶ I 2018 blev der ikke foretaget opkøb under de to første programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer eller under SMP, da opkøbene under disse programmer ophørte i 2010 og 2012.

Figur 2

Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

(mia. euro)



Kilde: ECB.

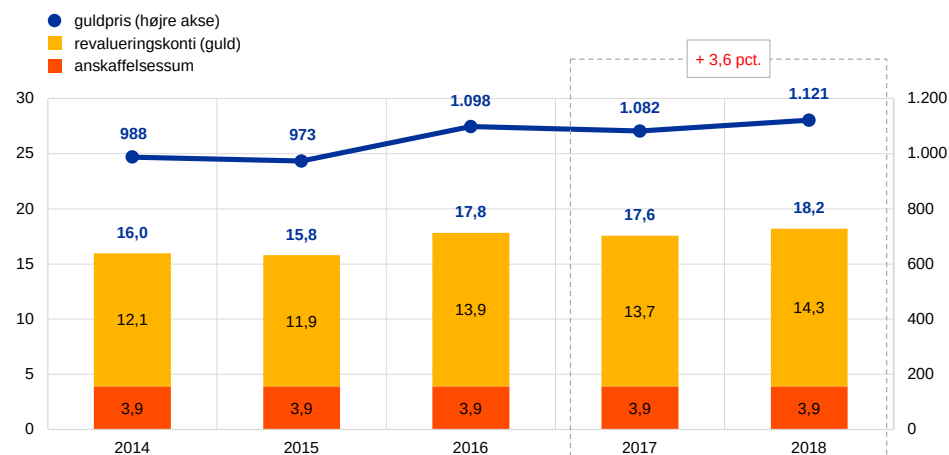
I 2018 steg den samlede værdi i euro af **ECB's valutareserveaktiver**, der består af guld, særlige trækningsrettigheder, amerikanske dollar, japanske yen og kinesiske renminbi, med 3,9 mia. euro til 69,6 mia. euro.

Værdien i euro af ECB's guldbeholdninger og tilgodehavender i guld steg med 0,6 mia. euro til 18,2 mia. euro i 2018 (se figur 3) som følge af en stigning i markedsprisen i euro på guld, mens disse beholdningers størrelse i ounces finguld var uændret. Denne stigning førte også til en stigning, på det samme beløb, i ECB's revalueringskonti (se afsnit 3.2).

Figur 3

Beholdninger af guld og guldpriser

(venstre akse: mia. euro; højre akse: euro pr. ounce finguld).



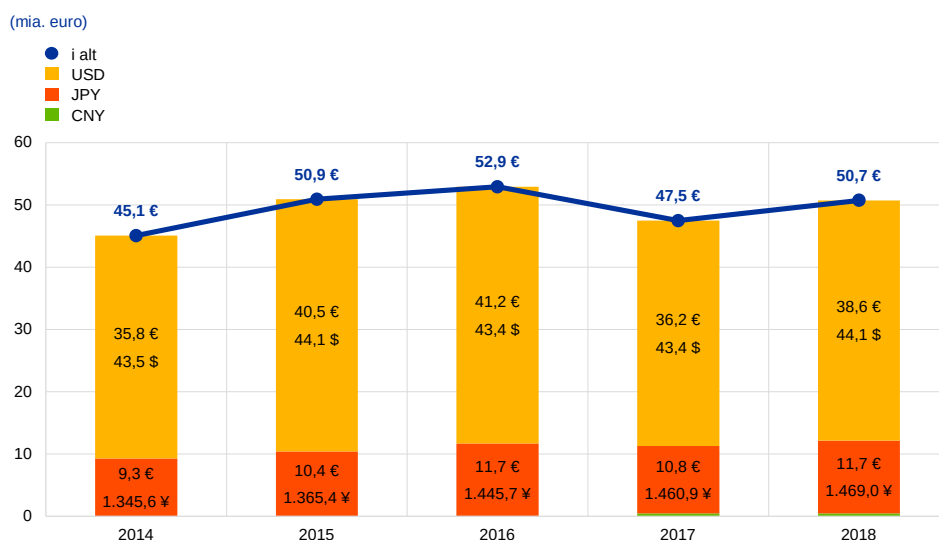
Kilde: ECB.



Værdien af ECB's nettovalutabeholdninger faldt på grund af euroens depreciering

ECB's nettovalutabeholdninger⁷ i amerikanske dollar, japanske yen og kinesiske renminbi steg med 3,2 mia. euro til 50,7 mia. euro (se figur 4), hvilket primært skyldtes euroens depreciering over for amerikanske dollar og japanske yen. Denne stigning er også afspejlet i de større indeståender på ECB's revalueringskonti (se afsnit 3.2).

Figur 4
Valutabeholdninger



Kilde: ECB.

Amerikanske dollar udgjorde stadig den største del af ECB's valutabeholdninger med en andel på ca. 76 pct. af de samlede beholdninger ved udgangen af 2018.

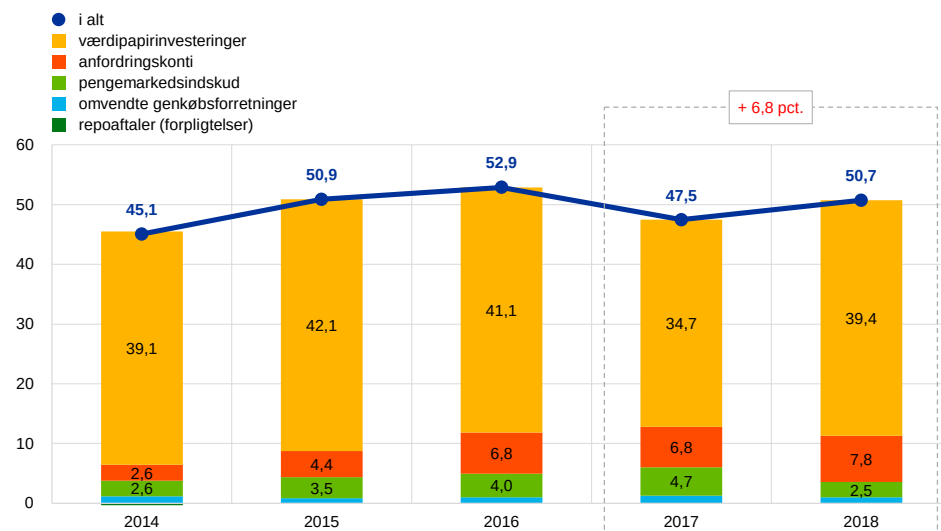
ECB forvalter sin investering i valutareserver ved en proces, der består af tre trin. Først udarbejder ECB's risikoansvarlige en strategisk benchmarkportefølje, som godkendes af Styrelsesrådet. Derefter udarbejder ECB's porteføljeforvaltere en taktisk benchmarkportefølje, som godkendes af Direktionen. I det tredje trin gennemføres daglige decentraliserede investeringsoperationer af de nationale centralbanker.

ECB's valutareserver investeres hovedsagelig i værdipapirer og pengemarkedsindskud eller holdes på anfordringskonti (se figur 5). Værdipapirer i denne portefølje værdiansættes til markedspris ultimo året.

⁷ Disse beholdninger omfatter aktiver, som er medtaget under balanceposterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet – mellemværender med banker og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver" og "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet".

Figur 5**Valutainvesteringernes sammensætning**

(mia. euro)

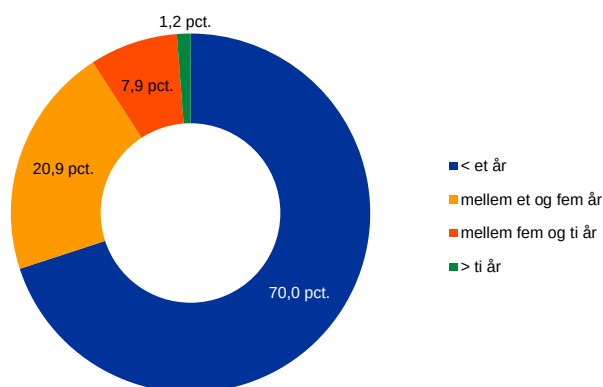


Kilde: ECB.

**70 pct.**

Værdipapirer i fremmed valuta med en løbetid på under et år

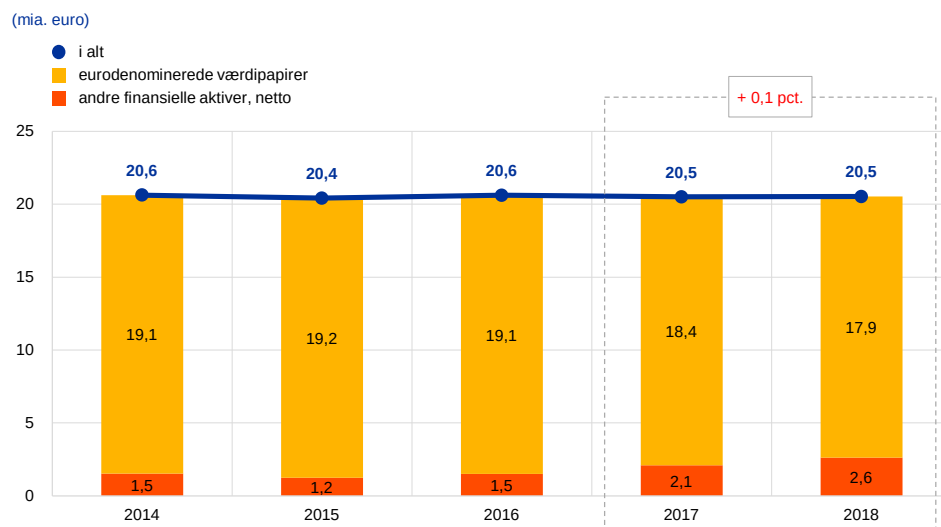
Formålet med ECB's valutareserver er at finansiere potentielle interventioner på valutamarkedet. Derfor forvaltes ECB's valutareserver i overensstemmelse med tre målsætninger. Disse målsætninger er, i prioriteret rækkefølge, likviditet, sikkerhed og afkast. Derfor indeholder denne portefølje hovedsagelig værdipapirer med korte løbetider (se figur 6).

Figur 6**Løbetidsprofil for værdipapirer i fremmed valuta**

Kilde: ECB.

I 2018 var **egenporteføljen** stort set uændret (se figur 7). Denne portefølje består primært af eurodenominerede værdipapirer, der værdiansættes til markedspris ultimo året.

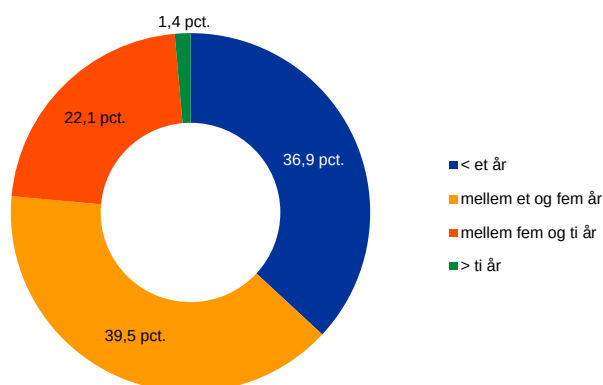
Figur 7
ECB's egenportefølje



Kilde: ECB.

ECB's egenportefølje holdes som en direkte modpost til den indbetalte kapital, hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici samt ECB's almindelige reservefond. Formålet med denne portefølje er at give et afkast, som kan bidrage til at finansiere de af ECB's driftsudgifter, som ikke har relation til tilsynsopgaverne.⁸ Målsætningen med forvaltningen af egenporteføljen er i denne forbindelse at maksimere afkastet, hvilket dog skal ske inden for en række risikogrænser. Dette resulterer i en større spredning af løbetidsstrukturen i egenporteføljen (se figur 8) end i valutareserveporteføljen.

Figur 8
Løbetidsprofil for værdipapirerne i ECB's egenportefølje



Kilde: ECB.

⁸ ECB's omkostninger i forbindelse med tilsynsopgaverne dækkes ind med årlige tilsynsgebyrer, som opkræves hos enhederne under tilsyn.

3.2

Finansielle ressourcer



42,0 mia. euro
ECB's finansielle
ressourcer

ECB's finansielle ressourcer består af kapital, den generelle risikohensættelse, revalueringskontiene og årets overskud. Disse finansielle ressourcer i) investeres i aktiver, der genererer en indtægt og/eller ii) anvendes til direkte at opveje tab, der opstår som følge af finansielle risici. Pr. 31. december 2018 udgjorde **ECB's finansielle ressourcer** i alt 42,0 mia. euro (se figur 9). Dette beløb var 3,3 mia. euro højere end i 2017, hvilket primært skyldtes en stigning i revalueringskontiene efter euroens depreciering.

Figur 9

ECB's finansielle ressourcer



Kilde: ECB.

Anm.: "Revalueringskonti" omfatter de samlede revalueringsgevinster på beholdningerne af guld, valuta og værdipapirer, men ikke revalueringskontoen for ydelser efter fratrædelse.



5 pct.
Depreciering af euroen i
forhold til amerikanske
dollar i 2018

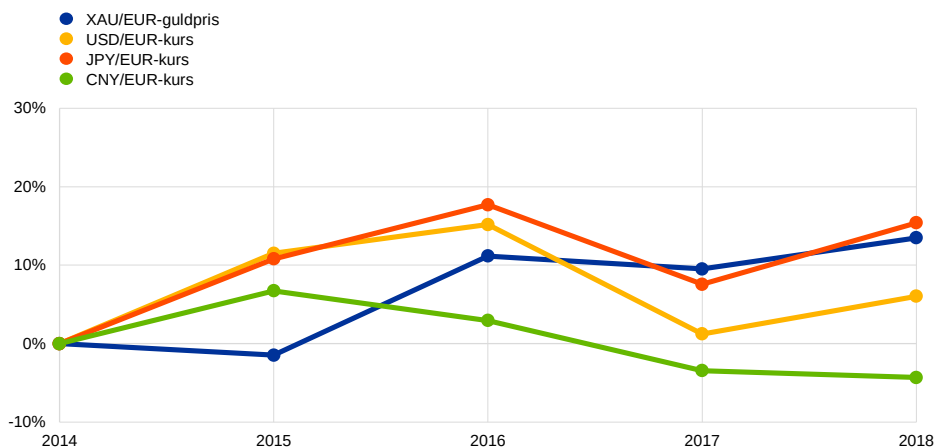
Urealiserede gevinster fra guld, valuta og værdipapirer, som underlægges en kursregulering, opføres ikke som indtægter i resultatopgørelsen, men anføres direkte på **revalueringskonti**, der fremgår af passivsiden af ECB's balance. Indestående på disse konti kan anvendes til at absorbere virkningen af en eventuel fremtidig ugunstig udvikling i de relevante priser og/eller valutakurser og styrker således ECB's modstandskraft over for de underliggende risici. I 2018 steg revalueringskontiene for guld, valuta og værdipapirer⁹ med 3,0 mia. euro til 25,1 mia. euro, primært som følge af euroens depreciering i forhold til amerikanske dollar, japanske yen og guld (se figur 10).

⁹ Balanceposten "Revalueringskonti" omfatter også genberegninger af ydelser efter fratrædelse.

Figur 10

De vigtigste valutakurser og guldpriserne i perioden 2014-18

(ændringer i pct. i forhold til 2014; observationer ultimo året)



Kilde: ECB.

Overskuddet fra ECB's aktiver og passiver i et givet regnskabsår kan anvendes til at absorbere eventuelle tab samme år. I 2018 var **ECB's overskud** på 1,6 mia. euro, hvilket er 0,3 mia. euro højere end i 2017.



Den generelle risiko-hensættelse er på det højest tilladte niveau

På grund af sin eksponering for finansiell risiko (se afsnit 4.1) foretager ECB **hensættelser til at imødegå valutakurs- (valuta-), rente-, kredit- og guldpris- (råvare-)risici**. Denne hensættelses størrelse tages hvert år op til fornyet vurdering, idet der tages højde for en række faktorer, herunder størrelsen af beholdningerne af risikobærende aktiver, de ventede resultater for det kommende år og en risikovurdering. Risikohensættelsen må sammen med eventuelle indeståender i ECB's almindelige reservefond ikke overstige værdien af den kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet. Siden 2015 har denne hensættelse været på det højest tilladte niveau på 7,6 mia. euro.

ECB's kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i og uden for euroområdet, udgjorde pr. 31. december 2018 7,7 mia. euro, hvilket er uændret i forhold til ultimo 2017. I 2019 ændrer de nationale centralbankers andele i ECB's kapital sig – for det første – som følge af den regelmæssige femårige justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og – for det andet – som følge af Storbritanniens forventede¹⁰ udtræden af Den Europæiske Union i 2019 og Bank of Englands udtræden af Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) som en konsekvens heraf.

¹⁰ Baseret på forventningen på den dato, hvor Direktionen godkendte fremlæggelsen af ECB's årsregnskab 2018 for Styrelsesrådet til godkendelse.

3.3 Resultatopgørelsen

I perioden 2014-18 er ECB's overskud gradvis steget fra ca. 1,0 mia. euro til ca. 1,6 mia. euro (se figur 11), hvilket primært skyldes højere renteindtægter fra valutareserveaktiver og fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, og som mere end opvejede nedgangen i renteindtægterne fra pengesedler i omløb¹¹ og egenporteføljen.

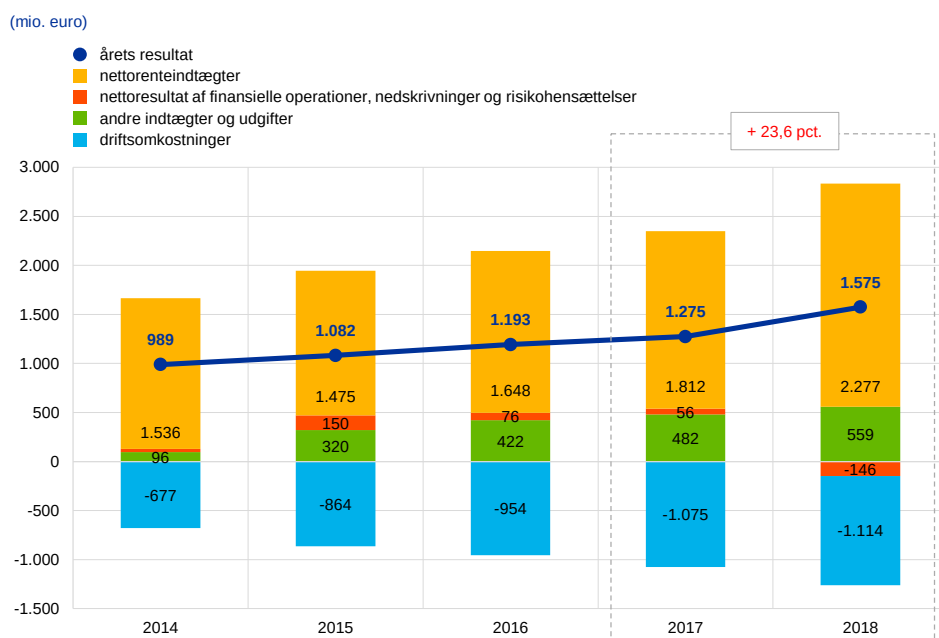


1.575 mio. euro
ECB's overskud i 2018

I 2018 var **ECB's overskud** på 1.575 mio. euro (1.275 mio. euro i 2017). Stigningen på 301 mio. euro i forhold til 2017 skyldtes hovedsagelig stigningen i nettorenteindtægter.

Figur 11

Hovedkomponenter i ECB's resultatopgørelse



Kilde: ECB.

Anm.: "Andre indtægter og udgifter" består af "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner", "Indtægter fra aktier og kapitalindskud", "Andre indtægter" og "Andre udgifter".



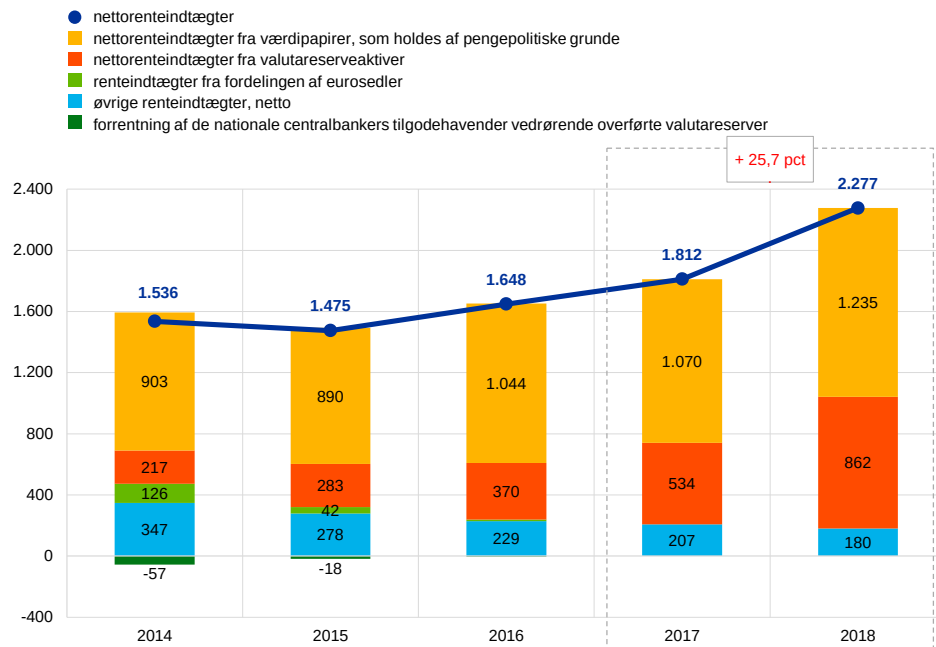
Stigning i indtægter fra
valutareserver og
pengepolitiske indtægter

ECB's **nettorenteindtægter** steg med 465 mio. euro til 2.277 mio. euro (se figur 12), hovedsagelig som følge af højere renteindtægter fra valutareserveaktiver og fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde.

¹¹ ECB's indtægter fra eurosedler i omløb omfatter den indtægt, der tilfalder ECB ved forrentning af dens Eurosystem-interne tilgodehavender hos nationale centralbanker i forbindelse med dens andel på 8 pct. af det samlede euroseddeldomløb.

Figur 12
Nettorenteindtægter

(mio. euro)



Kilde: ECB.

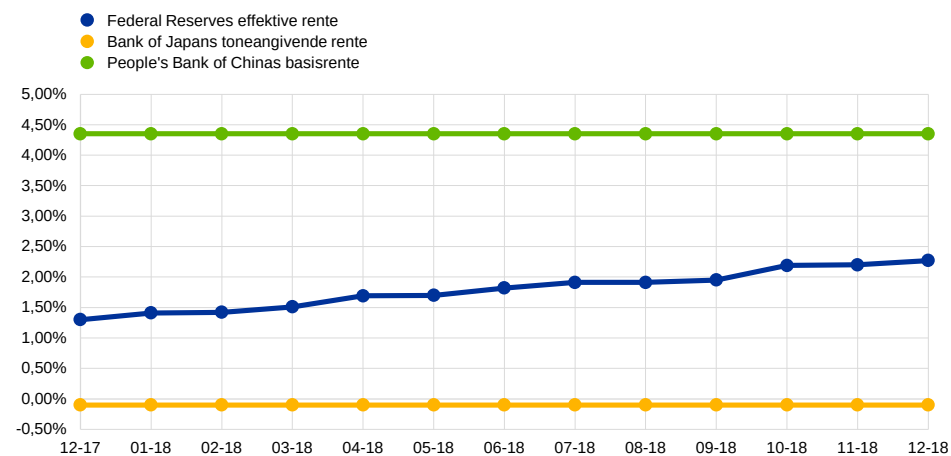


Stigning i renteindtægter fra valutareserveaktiver, hovedsagelig på grund af højere afkast i amerikanske dollar

Nettorenteindtægter fra valutareserveaktiver steg med 327 mio. euro til 862 mio. euro, primært som følge af højere renteindtægter fra værdipapirer i amerikanske dollar, der skyldtes et højere afkast fra disse værdipapirer, især med korte løbetider (se figur 13).

Figur 13
Vigtige benchmarkrenter

(i pct. p.a.; observationer ultimo måneden)



Kilder: Federal Reserve, Bank of Japan og People's Bank of China.

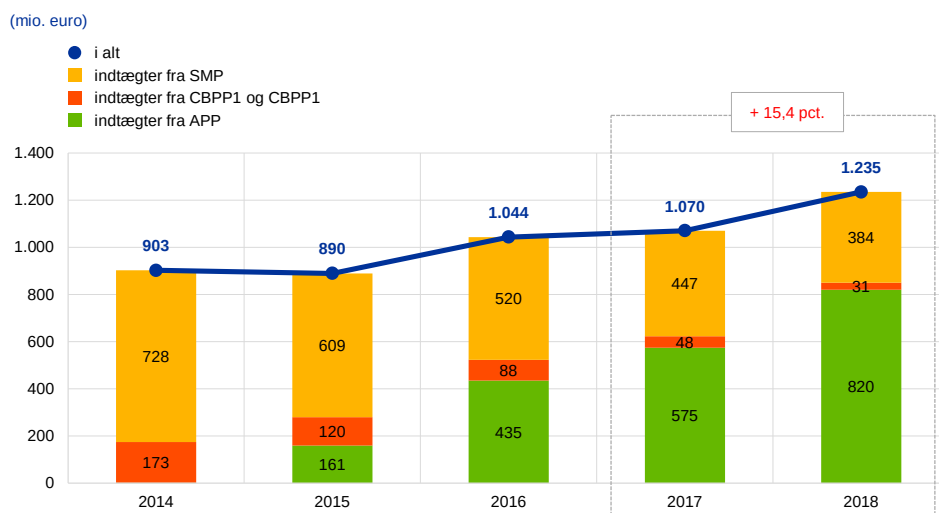


Den højere indtægt fra APP mere end opvejede en nedgang i indtægt fra ophørte programmer

Nettorenteindtægter fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, var i 2018 1.235 mio. euro, hvilket var 164 mio. euro højere end i 2017 (se figur 14). Nettorenteindtægter fra APP-værdipapirer steg med 245 mio. euro til 820 mio. euro. Dette skyldtes forøgelsen af beholdningerne (se figur 2) og et større afkast af de erhvervede værdipapirer i løbet af året i forhold til det historiske afkast af porteføljen. Samtidig var statsobligationsrenterne i euroområdet fortsat lave i gennemsnit i 2018 (se figur 15). De større nettorenteindtægter fra APP-værdipapirer mere end opvejede faldet i nettorenteindtægterne fra SMP-, CBPP1- og CBPP2-porteføljerne på 81 mio. euro til 415 mio. euro, som skyldtes en reduktion af disse portefølgers størrelse som følge af udløbet af værdipapirer. I 2018 genererede værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, ca. 54 pct. af ECB's nettorenteindtægter.

Figur 14

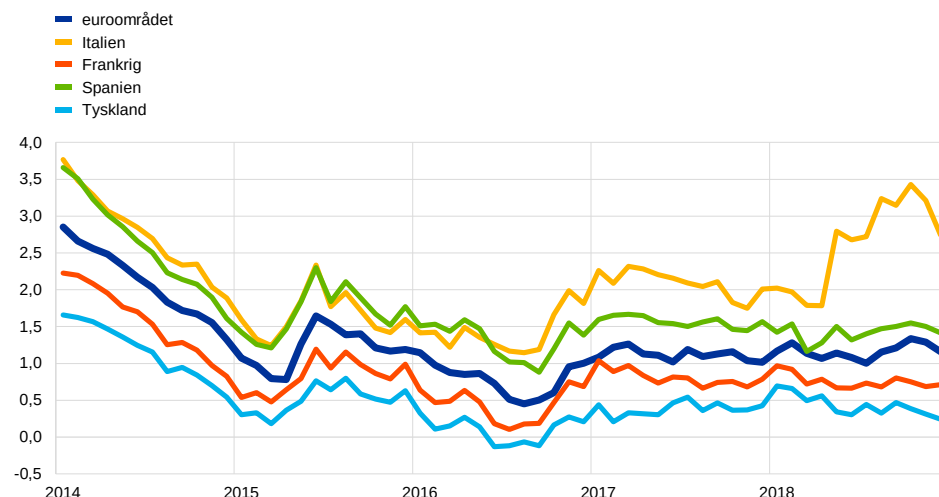
Nettorenteindtægter fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde



Kilde: ECB.

Figur 15
Den 10-årige statsobligationsrente

(i pct. p.a.; observationer ultimo måneden)



Kilde: ECB.



0,0 pct.

Rentesatsen for de primære markedsoperationer i 2018

Både **renteindtægterne fra ECB's andel af det samlede euroseddelomløb** og **renteudgifterne i tilknytning til forrentningen af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver** var nul på grund af den anvendte rente på 0 pct. ved Eurosystemets primære markedsoperationer.

Andre renteindtægter, netto, faldt. Dette skyldtes hovedsagelig de lavere renteindtægter fra egenporteføljen som følge af de lave renter i euroområdet.



Nettoresultatet af finansielle operationer og nedskrivninger skyldtes primært ændringen i obligationsrenter i amerikanske dollar

Nettoresultatet af finansielle operationer og nedskrivninger af finansielle aktiver gav et tab på 146 mio. euro (se figur 16). Dette resultat var 202 mio. euro lavere end i 2017, hvilket hovedsagelig skyldtes de lavere realiserede børskurs- og valutakursresultater.

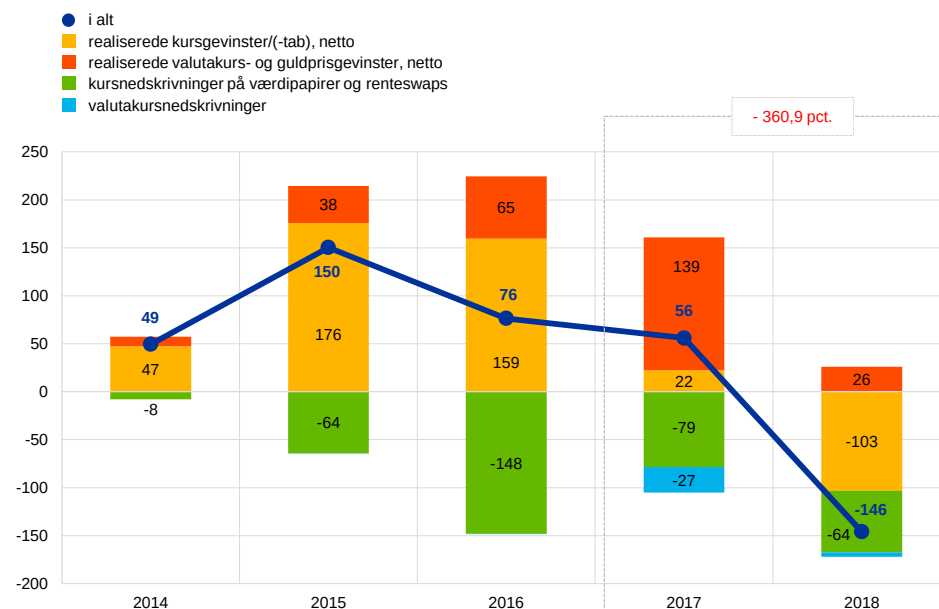
I 2018 var der et realiseret nettobørskurstab på værdipapirbeholdninger, som hovedsagelig skyldtes børskurstab på værdipapirer i amerikanske dollar, da deres markedsværdi blev negativt påvirket af den stigende tendens i obligationsrenterne i amerikanske dollar.

Faldet i de realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, skyldtes engangssalget af amerikanske dollar, der fandt sted i 2017, med henblik på at finansiere oprettelsen af porteføljen i kinesiske renminbi og medførte højere realiserede valutagevinster end normalt dette år.

Figur 16

Realiserede resultater og nedskrivninger

(mio. euro)



Kilde: ECB.



518 mio. euro

Gebyrer opkrævet af ECB for udførelsen af tilsynsopgaver

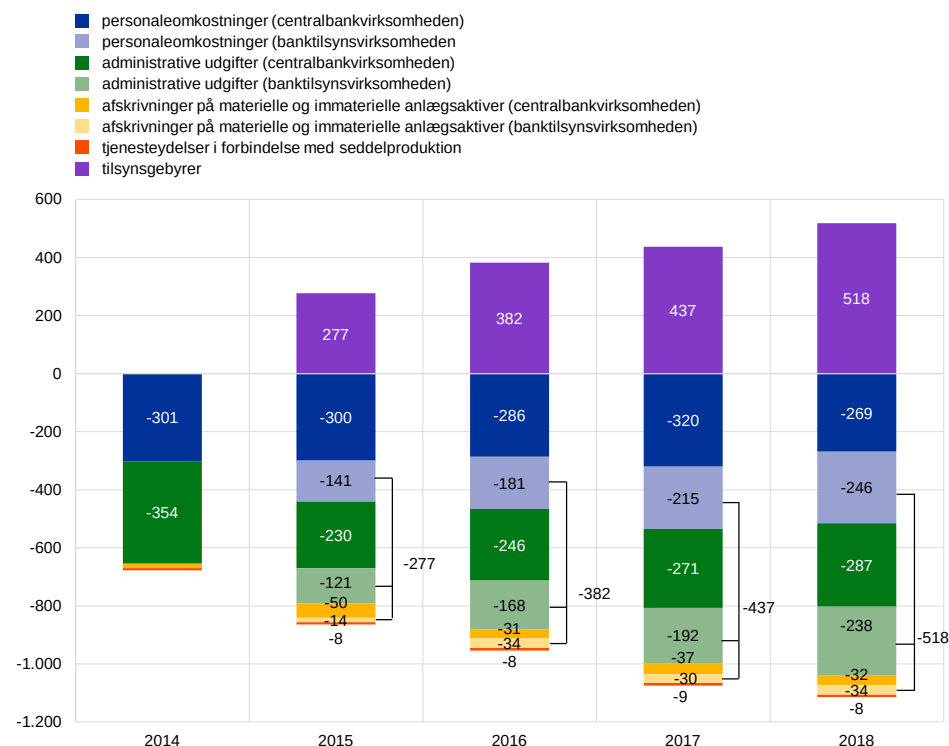
ECB's **driftsudgifter i alt**, herunder afskrivninger og tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion, steg med 40 mio. euro til 1.114 mio. euro (se figur 17). Stigningen i forhold til 2017 skyldes administrationsomkostninger, bl.a. i) ekstern konsulentstøtte til at gennemføre omfattende vurderinger og bidrag til EBA's stresstest og ii) informationsteknologi. Stigningen kan hovedsagelig tilskrives banktilsynet, som det fremgår af figuren nedenfor. De banktilsynsrelaterede udgifter dækkes fuldt ud af gebyrer, som opkræves fra enhederne under tilsyn¹². De højere administrationsomkostninger blev delvis opvejet af et fald i personaleomkostninger, som hovedsagelig skyldtes lavere omkostninger i forbindelse med pensionsordninger, ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelse og fratrædelsesgodtgørelser, der i 2017 havde omfattet en ikke-tilbagevendende omkostning i forbindelse med indførelsen af den midlertidige ordning for karriereskift (Career Transition Support (CTS)).¹³

¹² Tilsynsgebyrer indgår i "Andre indtægter og udgifter" (se figur 11).

¹³ Denne midlertidige ordning blev indført for at støtte ansatte, der vil starte på en ny karriere uden for ECB.

Figur 17
Driftsudgifter og tilsynsgebyrer

(mio. euro)



Kilde: ECB.

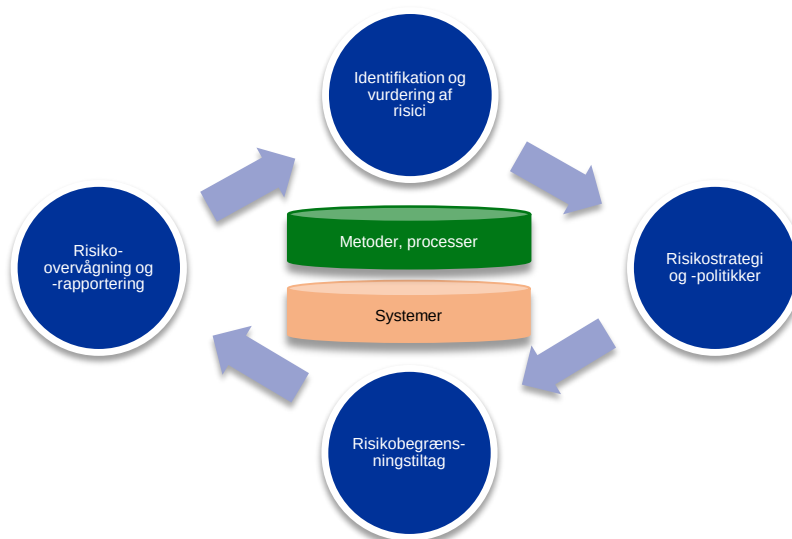
Anm.: Driftsudgifterne opdeles mellem centralbankvirksomheden og banktilsynsvirksomheden. Udgifterne til de fælles tjenester, som ECB's støtteforretningsområder leverer, er blevet fordelt mellem de to områder. De fælles tjenester leveres af ECB's eksisterende støtteforretningsområder, fx byggeforvaltning, personaleforvaltning, administrative tjenester, budget og kontrol, regnskab, juridiske tjenester, kommunikations- og oversættelsestjenester, intern revision, statistik og IT.

4

Risikostyring

Risikostyring er en kritisk del af ECB's aktiviteter, der udføres i en løbende proces, som består i i) identificering og vurdering af risiko, ii) gennemgang af risikostrategi og -politikker, iii) implementering af risikobegrænsningstiltag og iv) risikoovervågning og -rapportering. Alle disse led i processen understøttes af effektive metoder, processer og systemer.

Diagram 2
Risikostyringscyklus



ECB er eksponeret for både finansielle og operationelle risici. I de følgende afsnit ses nærmere på disse risici, deres kilder og de risikokontrolrammer, som anvendes.

4.1 Finansielle risici



Direktionen stiller forslag om politikker og procedurer, som sikrer en passende beskyttelse mod risici

Direktionen stiller forslag om politikker og procedurer, der sikrer en passende beskyttelse mod de finansielle risici, som ECB er eksponeret for.

Risikostyringskomiteen (RMC), der består af eksperter fra Eurosystemets centralbanker, bidrager bl.a. til overvågning og måling af samt rapportering om finansielle risici i tilknytning til Eurosystemets balance. Desuden definerer og gennemgår den de metoder og rammer, der er knyttet dertil. RMC bistår således de besluttende organer med at sikre en passende grad af beskyttelse for Eurosystemet.



Finansielle risici opstår i forbindelse med ECB's kerneaktiviteter og eksponeringer.

Finansielle risici opstår i forbindelse med ECB's kerneaktiviteter og eksponeringer i tilknytning hertil.

Rammerne for risikokontrol og de grænser, som ECB anvender til at styre sin risikoprofil, varierer for forskellige former for operationer og afspejler de forskellige porteføljers politik- eller investeringsmål og de underliggende aktivers risikokarakteristika.



ECB gør brug af en række risikoestimeringsteknikker, som er udviklet internt i ECB

Til at overvåge og vurdere risiciene gør ECB brug af en række risikoestimeringsteknikker, som er udviklet internt i ECB.

Teknikkerne er baseret på en fælles ramme for simulering af markeds- og kreditrisiko. De centrale begreber for modellering, teknikker og antagelser, som ligger til grund for risikomålene, bygger på branchestandarder og tilgængelige markedsdata. Risiciene kvantificeres normalt ved "expected shortfall" (ES),¹⁴ som estimeres for konfidensniveauet 99 pct. over en

¹⁴ ES defineres som et sandsynlighedsvægtet gennemsnitligt tab, der opstår i de værste (1-p) pct. af scenarierne, hvor p betegner konfidensniveauet.

etårig periode. Der anvendes to metoder til at beregne risici: i) regnskabsmetoden, hvor ECB's revalueringskonti anses for en buffer i beregningen af risikoestimer i overensstemmelse med alle gældende regnskabsregler, og ii) den finansielle metode, hvor revalueringskontiene ikke anses for en buffer i risikoberegningen. ECB beregner også regelmæssigt andre risikomål for forskellige konfidensniveauer, udfører følsomheds- og stressscenarieanalyser og vurderer langsigtede fremskrivninger af eksponeringer og indtægter for hele tiden at have et dækkende risikobillede af risiciene.¹⁵



9,2 mia. euro
Samlet risiko i 2018
(ES 99%-regnskabs-
metoden)

ECB's samlede risici mindskedes i løbet af året. Pr. 31. december 2018 var de samlede finansielle risici for alle ECB's porteføljer tilsammen, målt som ES ved et konfidensniveau på 99 pct. over en etårig periode ved brug af regnskabsmetoden på 9,2 mia. euro, hvilket var 1,4 mia. euro lavere end de estimerede risici pr. 31. december 2017. Faldet afspejler forbedringer i kreditkvaliteten på værdipapirerne i ECB's porteføljer.



Kreditrisiko

Kreditrisiko opstår i forbindelse med ECB's pengepolitiske porteføljer, eurodenominerede egenportefølje og valutaeserver. Selvom værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, værdiansættes til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse og derfor ikke er genstand for prisændringer i forbindelse med kreditmigrering, fordi der ikke sker noget salg, er de stadig eksponeret for kreditmisligholdelsesrisiko. Eurodenomineret egenkapital og valutaeserver værdiansættes til markedspris og er som sådan eksponeret for kreditmigrerings- og kreditmisligholdelsesrisiko. Kreditrisikoen er faldet siden sidste år som følge af forbedringer af kreditkvaliteten i flere europæiske stater.

Kreditrisiko begrænses hovedsagelig ved brug af godkendelseskriterier, procedurer for rettidig omhu og forskellige grænser for de forskellige porteføljer.



Valutakurs- og
råvarerisici

Valuta- og råvarerisici opstår i forbindelse med ECB's valuta- og guldbeholdninger. Valutakurs- og råvarerisiciene forblev stort set stabile sammenlignet med sidste år.

På baggrund af den politiske rolle, som disse aktiver spiller, forsøger ECB ikke at afdække de relaterede valutakurs- og råvarerisici. Disse risici begrænses i stedet via revalueringskonti og med spredningen af beholdningerne på forskellige valutaer og guld.



Renterisiko

ECB's valutaeserver og eurodenominerede egenkapital investeres primært i fastforrentede værdipapirer og er eksponeret for renterisiko i forbindelse med opgørelsen til markedspris, da de værdiansættes til markedspris. ECB's valutaeserver er primært investeret i aktiver med relativt korte løbetider (se figur 6 i afsnit 3.1), mens aktiverne i egenporteføljen generelt har længere løbetider (se figur 8 i afsnit 3.1). Målt efter regnskabsmetoden var risikoen uændret i forhold til 2017.

¹⁵ Yderligere oplysninger om risikomodelleringsmetoden findes i "[The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations](#)", ECB, juli 2015.

Renterisikoen i forbindelse med opgørelsen til markedspris reduceres med politikker for aktivfordeling og revalueringskontiene.

ECB er også eksponeret for renterisiko som følge af mismatches mellem renteindtægten på aktiverne og renteudgiften på passiverne, som har en effekt på ECB's nettorenteindtægt. Denne risiko er ikke direkte knyttet til en særlig portefølje, men snarere til sammensætningen af ECB's balance overordnet set og især eksistensen af løbetids- og afkastmismatches mellem aktiver og passiver. Den overvåges ved brug af en fremadrettet analyse af ECB's rentabilitet, som viser, at ECB's nettorenteindtægt forventes at blive positiv i de kommende år på trods af en stigende andel af pengepolitiske aktiver med et lavt afkast og lange løbetider i balancen.

Denne type risiko styres ved brug af politikker for aktivfordeling og reduceres yderligere af ikke-rentebærende passiver i ECB's balance.

4.2 Operationel risiko

ECB's operationelle risikostyring¹⁶ dækker alle **ikke-finansielle risici**.



Operationel risikostyring er en integreret del af governance- og ledelsesprocesserne

Direktionen er ansvarlig for og godkender ECB's politik og ramme for den operationelle risikostyring. Operationel Risk Committee, ORC, understøtter Direktionen i dens rolle med at overvåge styringen af operationelle risici. **Den operationelle risikostyring er en integreret del af ECB's governancestruktur og ledelsesprocesser.**¹⁷

ECB's operationelle risikostyringsrammer har primært til formål at **bidrage til at sikre, at ECB opfylder sin målsætning og sine formål, og samtidig beskytte ECB's omdømme og aktiver mod tab, misbrug og skade**. I henhold til rammerne for den operationelle risikostyring er de enkelte forretningsområder ansvarlige for at identificere, vurdere, reagere på, rapportere om og overvåge egne operationelle risici, hændelser og kontrolforanstaltninger. I denne sammenhæng indeholder ECB's risikotolerancepolitik retningslinjer med hensyn til risikoforholdsregler og procedurer i forbindelse med risikoaccept. Den er knyttet til en fem gange fem-risikomatrix, som er baseret på gradueringsskalaer for virkning og sandsynlighed, der anvender kvantitative og kvalitative kriterier.

De forhold, som ECB opererer under, er udsat for stadig mere komplekse trusler, og der er en bred vifte af operationelle risici forbundet med ECB's daglige virke. Blandt de områder, som især giver anledning til bekymring for ECB, er et bredt spektrum af ikke-finansielle risici, der skyldes mennesker, information, systemer, processer og eksterne tredjepartsleverandører. Derfor har ECB indført processer, der skal fremme en løbende, effektiv styring af de operationelle risici og inddrage

¹⁶ Operationel risiko defineres som risikoen for en negativ finansiell, forretningsmæssig eller omdømmemæssig effekt, som skyldes mennesker, mangelfuld gennemførelse af eller fejlslagte interne ledelses- og forretningsprocesser, svigt i systemer, som processer er afhængige af, eller eksterne begivenheder (fx naturkatastrofer eller angreb udefra).

¹⁷ Yderligere oplysninger om ECB's governancestruktur findes på [ECB's websted](#).

risikoinformation i beslutningsprocessen. Fokus er endvidere på at forbedre ECB's modstandskraft. Der er således indført beredskabsplaner og -strukturer for at sikre videreførelsen af kritiske forretningsfunktioner i tilfælde af forstyrrelser.

ECB's regnskab¹⁸

Balance pr. 31. december 2018

AKTIVER	Note	2018 i mio. €	2017 mio. €
Guld og tilgodehavender i guld	1	18.193	17.558
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	692	670
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	49.723	43.761
		50.415	44.431
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	2.2	997	3.712
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	3	300	143
Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet	4		
Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde	4.1	251.656	228.386
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	5.1	98.490	93.657
Andre aktiver	6		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	6.1	1.148	1.196
Andre finansielle aktiver	6.2	20.529	20.503
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	6.3	579	451
Periodeafgrænsningsposter	6.4	2.738	2.597
Øvrige poster	6.5	2.039	1.528
		27.033	26.275
Aktiver i alt		447.083	414.162

¹⁸ På grund af afrunding stemmer totaler i regnskabet og i tabellerne i noterne ikke nødvendigvis overens. Tallene 0 og -0 står for positive eller negative beløb, som er rundet ned eller op til nul, mens en bindestreg (-) står for nul.

PASSIVER	Note	2018 i mio. €	2017 i mio. €
Seddelomløb	7	98.490	93.657
Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	8	1.399	1.061
Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	9		
Andre forpligtelser	9.1	9.152	1.150
Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	10	10.361	19.549
Eurosystem-interne forpligtelser	11		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver	11.1	40.793	40.793
Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto	11.2	243.115	217.752
		283.907	258.544
Andre forpligtelser	12		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	12.1	641	431
Periodeafgrænsningsposter	12.2	54	76
Øvrige poster	12.3	1.178	1.063
		1.873	1.571
Hensættelser	13	7.663	7.670
Revalueringskonti	14	24.922	21.945
Kapital og reserver	15		
Kapital	15.1	7.740	7.740
Årets resultat		1.575	1.275
Passiver i alt		447.083	414.162

Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2018 til 31. december 2018

	Note	2018 i mio. €	2017 i mio. €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver	22.1	862	534
Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	22.2	-	-
Andre renteindtægter	22.4	1.642	1.527
<i>Renteindtægter</i>		<i>2.503</i>	<i>2.061</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver	22.3	-	-
Andre renteudgifter	22.4	-226	-250
<i>Renteudgifter</i>		<i>-226</i>	<i>-250</i>
Nettorenteindtægter	22	2.277	1.812
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	23	-77	161
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	24	-69	-105
Overførsler til/fra hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici		-	-
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-146	56
Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner	25	511	440
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	26	1	1
Andre indtægter	27	47	52
Nettoindtægter i alt		2.690	2.361
Personaleomkostninger	28	-515	-535
Administrationsomkostninger	29	-525	-463
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-66	-67
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	30	-8	-9
Andre udgifter	31	-	-11
Årets resultat		1.575	1.275

Frankfurt am Main, 12. februar 2019

Den Europæiske Centralbank

Mario Draghi
Formand

Anvendt regnskabspraksis¹⁹

Regnskabets indhold og opstillingsform

ECB's regnskab er udarbejdet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper,²⁰ som ECB's styrelsesråd anser for at give et retvisende billede af regnskabet samt afspejle en centralbanks virksomhed.

Regnskabsprincipper

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigthed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder efter balancedagen, væsentlighed, going concern, periodisering, konsistens og sammenlignelighed.

Indregning af aktiver og passiver

Et aktiv eller et passiv medtages kun på balancen, når det er sandsynligt, at enhver fremtidig økonomisk værdi i tilknytning hertil vil tilgå henholdsvis fragå ECB, at især alle risici og indtjeningsmuligheder i tilknytning hertil i det store og hele er blevet overført til ECB, og aktivets anskaffelsespris og værdi eller forpligtelsens størrelse kan opgøres med sikkerhed.

Regnskabsgrundlag

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsessværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer (ekskl. værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde), guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta.

Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdatoen.

Med undtagelse af spothandler i værdipapirer registreres transaktioner i finansielle instrumenter i fremmed valuta på ikke-balanceførte konti på handelsdagen. På

¹⁹ En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i [Den Europæiske Centralbanks afgørelse \(EU\) 2016/2247 af 3. november 2016 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab \(ECB/2016/35\), EUT L 347, 20.12.2016, s. 1, med senere ændringer](#). For at sikre en harmoniseret bogføring og regnskabsrapportering af Eurosystemets operationer er afgørelsen baseret på [Den Europæiske Centralbanks retningslinje \(EU\) 2016/2249 af 3. november 2016 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker \(ECB/2016/34\), EUT L 347, 20.12.2016, s. 37](#).

²⁰ Disse principper, som jævnligt gennemgås og opdateres, når der er behov for det, er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og regnskabsrapportering i Eurosystemet.

afviklingsdagen tilbageføres de ikke-balanceførte posterings, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på handelsdagen. Påløbne renter, over- og underkurs i forbindelse med finansielle instrumenter i fremmed valuta beregnes og bogføres dagligt, og valutapositionen påvirkes også dagligt af denne periodisering.

Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på bogføringsdagen gældende valutakurs. Kursregulering af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte instrumenter, foretages for hver enkelt valuta.

Kursregulering af aktiver og passiver i fremmed valuta til markedskursen sker uafhængigt af valutakursreguleringen.

Guld værdiansættes til den på balancedagen gældende markedspris. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2018 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2018.

Kursen på de særlige trækningsrettigheder, SDR, beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes ud fra en vægtet sum af kursen på fem vigtige valutaer (amerikanske dollar, euro, kinesiske renminbi, japanske yen og britiske pund). ECB's beholdninger af SDR blev omregnet til euro ved brug af EUR/SDR-kursen den 31. december 2018.

Værdipapirer

Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Værdipapirer, der aktuelt holdes af pengepolitiske grunde, medtages til amortiseret kostpris (med forbehold for værdiforringelse).

Andre værdipapirer

Omsættelige værdipapirer (ekskl. værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde) og lignende aktiver værdiansættes enten til den gældende middeltkurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. Indbyggede optioner i værdipapirer udskilles ikke ved værdiansættelsen. For regnskabsåret 2018 er anvendt middeltkurser pr. 28. december 2018. Illikvid

aktiekapital og andre kapitalandele holdt som varige investeringer værdiansættes til anskaffelsesprisen med forbehold for værdiforringelse.

Resultatføring

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår.²¹ Realiserede gevinster og tab på salg af fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

Urealiserede gevinster opgøres ikke som indtægt og overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab ultimo året indgår i resultatopgørelsen, hvis de overstiger tidligere revalueringsgevinster opført på den tilsvarende revalueringskonto. Sådanne urealiserede tab på et værdipapir, en valuta eller i guldbeholdningen modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller i guldbeholdningen. Når sådanne urealiserede tab på et aktiv medtages i resultatopgørelsen, reduceres den gennemsnitlige anskaffelsessværdi i overensstemmelse med valutakursen eller markedskursen ultimo året. Urealiserede tab på renteswaps, som medtages i resultatopgørelsen ultimo året, amortiseres i de følgende år.

Tab som følge af værdiforringelse medtages i resultatopgørelsen og tilbageføres ikke i de efterfølgende år, medmindre værdiforringelsen reduceres, og reduktionen kan relateres til en observerbar hændelse, der indtraf, efter at værdiforringelsen blev registreret første gang.

Over- eller underkurser på værdipapirer amortiseres over værdipapireernes resterende kontraktlige løbetid.

Tilbageførselsforretninger

Tilbageførselsforretninger er operationer, hvor ECB køber eller sælger aktiver som led i en genkøbsforretning eller foretager udlån mod sikkerhed.

I forbindelse med en genkøbsforretning sælges værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagekøb fra modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Genkøbsforretninger opføres på balancens passivside som sikrede indlån. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECB's balance.

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning købes værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til modparten til en aftalt kurs på et

²¹ Der er fastsat et mindstebeløb på 100.000 euro for periodiseringer og hensættelser af administrativ art.

tidspunkt i fremtiden. Omvendte genkøbsforretninger opføres på balancens aktivside som sikrede udlån, men indgår ikke i ECB's værdipapirbeholdning.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån), som udføres under et program, der gennemføres af et specialiseret institut, medtages kun i balancen, hvis der er stillet sikkerhed i form af kontanter, og dette kontantbeløb ikke efterfølgende er blevet investeret.

Ikke-balanceførte poster

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på et tidspunkt i fremtiden, indregnes i nettovalutapositionen med det formål at beregne valutagevinster og -tab.

Renteinstrumenter værdireguleres post for post. Daglige marginændringer for åbne rentefutures samt renteswaps, der er clearret via en central modpart, er indregnet i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps, som ikke er clearret via en central modpart, foretages af ECB på grundlag af almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder baseret på markedspriser og -kurser samt diskonteringsfaktorer fra afviklingsdagen til værdiansættelsesdagen.

Begivenheder efter balancedagen

Værdien af aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og den dato, hvor Direktionen godkender fremlæggelsen af ECB's årsregnskab for Styrelsesrådet til godkendelse, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

Vigtige begivenheder efter balancedagen, der ikke påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen, oplyses i noterne.

ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender

ESCB-interne mellemværender er hovedsagelig resultatet af grænseoverskridende betalinger i EU, som afvikles i centralbankpenge i euro. Størstedelen af disse transaktioner er indledt af private aktører (dvs. kreditinstitutter, virksomheder og enkeltpersoner). De afvikles i Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systemet – og medfører bilaterale mellemværender i EU-centralbankers Target2-konti. Disse bilaterale mellemværender nettes og fornyes dagligt over for ECB, således at den enkelte nationale centralbank kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Betalinger, som gennemføres af ECB og afvikles i Target2, påvirker ligeledes de enkelte bilaterale nettopositioner. Disse positioner i

ECB's regnskab repræsenterer den enkelte nationale centralbanks nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB). De Eurosystem-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB som følge af Target2, samt andre Eurosystem-interne mellemværender i euro (fx den foreløbige overskudsfordeling til de nationale centralbanker) opføres i ECB's balance som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost og indregnes under "Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto" eller "Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto". De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target2²², er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet".

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår som følge af overførsel af valutareserveaktiver til ECB fra nationale centralbanker, der indtræder i Eurosystemet, denomineres i euro og opgøres under "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver".

Anlægsaktiver

Anlægsaktiver, inkl. immaterielle aktiver, men med undtagelse af grunde og kunstværker, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde og kunstværker værdiansættes til anskaffelsesprisen. ECB's hovedbygning er værdiansat til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger med forbehold for værdiforringelse. For så vidt angår afskrivningen af ECB's hovedbygning, fordeles omkostningerne på de relevante aktivkomponenter, som afskrives i henhold til aktivernes skønnede brugstid. Aktiver afskrives lineært over den forventede brugstid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen. Der er anvendt følgende brugstider for de vigtigste aktivklasser:

Bygninger	20, 25 eller 50 år
Inventar	10 eller 15 år
Teknisk udstyr	4, 10 eller 15 år
Computere og relateret hardware/software samt køretøjer	4 år
Møbler	10 år

Afskrivningsperioden for aktiverede ombygninger, som vedrører ECB's nuværende lejemål, er blevet justeret, således at der tages højde for begivenheder, der indvirker på den forventede brugstid for de aktiver, der er påvirket.

²² Pr. 31. december 2018 deltog følgende centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski og Banca Națională a României.

ECB gennemfører en årlig test for værdiforringelse af sin hovedbygning, som er baseret på den internationale regnskabsstandard IAS 36 "Værdiforringelse af aktiver". Hvis en indikator for værdiforringelse viser, at hovedbygningen kan være værdiforringet, foretages et skøn over genindvindingsværdien. Et fald i værdien indregnes i resultatopgørelsen, hvis genindvindingsværdien er mindre end den bogførte værdi.

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

Anlægsaktiver, der opfylder kapitaliseringskriterierne, men stadig er under opførelse eller udvikling, indregnes under "Anlægsaktiver under opførelse". Omkostninger i forbindelse hermed vil blive overført til de pågældende anlægsaktivposter, når aktiverne tages i brug.

ECB's pensionsordninger og ydelser efter fratrædelse, andre langfristede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser

ECB's ordninger vedrørende pension og lignende personaleydelser til medarbejdere samt ydelser til medlemmer af Direktionen og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, er ydelsesbaserede.

Pensionsordningen for medarbejderne finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelser. De obligatoriske bidrag, som indbetales af ECB og medarbejderne, er afspejlet i ordningens ydelsesbaserede søjle. Medarbejderne kan foretage yderligere, frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelser.²³ Disse bestemmes af den beløbsmæssige størrelse af det frivillige bidrag med tillæg af investeringsafkastet fra disse bidrag.

Pensionsydelser og ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelser for medlemmerne af Direktionen og de medlemmer af Styrelsesrådet, som er ansat af ECB, er uafdækkede. For medarbejdernes vedkommende er ydelser efter fratrædelse, bortset fra pensionsydelser og andre langsigtede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser, uafdækkede.

Den ydelsesbaserede nettoforpligtelse

I balancen opgøres forpligtelsen i forbindelse med ydelsesbaserede ordninger, herunder pensionsydelser og andre langfristede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser, under "Andre forpligtelser" som nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse, på balancedagen fratrullet dagsværdien af

²³ Når medarbejderne går på pension, kan deres frivillige bidrag anvendes til at købe yderligere pension. Denne pension indgår fra dette tidspunkt i den ydelsesbaserede forpligtelse.

ordningernes aktiver, som skal anvendes til at finansiere den dertil knyttede forpligtelse.

Uafhængige aktuarer opgør årligt værdien af den ydelsesbaserede forpligtelse efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse beregnes ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Den anvendte diskonteringssats opgøres under henvisning til markedsafkastet på balancedagen af meget sikre virksomhedsobligationer i euro med en løbetid, der svarer til løbetiden for de dertil knyttede forpligtelser.

Aktuarmæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (hvor de faktiske begivenheder adskiller sig fra de tidligere aktuarmæssige forudsætninger) og ændringer i aktuarmæssige forudsætninger.

Omkostninger vedrørende den ydelsesbaserede nettoforpligtelse

Omkostningerne vedrørende den ydelsesbaserede nettoforpligtelse er opdelt i forskellige komponenter, som er medtaget i resultatopgørelsen, og genberegningen af ydelser efter fratrædelse er medtaget i balancen under "Revalueringskonti".

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a) løbende omkostninger til ydelsesbaserede ordninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b) omkostninger til ydelsesbaserede ordninger vedrørende tidligere regnskabsår, som skyldes ændring i ordningen
- c) nettorenteudgift på nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelsesbaserede ordninger baseret på diskonteringssatsen
- d) genberegninger, for så vidt angår andre langsigtede personaleydelser og eventuelle langfristede fratrædelsesgodtgørelser (i deres helhed).

Nettobeløbet under "Revalueringskonti" omfatter:

- a) aktuarmæssige gevinster og tab på den ydelsesbaserede forpligtelse
- b) det faktiske afkast af ordningernes aktiver, ekskl. beløb, som indgår i nettorenten på den ydelsesbaserede nettoforpligtelse
- c) eventuelle ændringer i effekten af aktivloftet, ekskl. beløb, som indgår i nettorenten på den ydelsesbaserede nettoforpligtelse.

Disse beløb værdiansættes årligt af uafhængige aktuarer med henblik på at indregne en passende forpligtelse i årsregnskabet.

Seddelomløb

ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, som tilsammen udgør Eurosystemet, udsteder eurosedler.²⁴ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.²⁵

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i balancen under passivposten "Seddelomløb". ECB's andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender er rentebærende²⁶ og indregnes i delposten "Eurosystem-interne tilgodehavender: tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Renteindtægterne af disse tilgodehavender medtages i resultatopgørelsen, hvor de indregnes i posten "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet".

Foreløbig overskudsfordeling

Et beløb svarende til summen af ECB's indtægter fra eurosedler i omløb og indtægter fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, som er købt under a) Securities Markets Programme, b) det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer, c) programmet til opkøb af asset-backed securities og d) opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor, fordeles i januar det følgende år som en foreløbig fordeling, såfremt Styrelsesrådet ikke har truffet en anden beslutning.²⁷ Det fordeles fuldt ud, medmindre det er højere end ECB's nettooverskud for året, og med forbehold for Styrelsesrådets eventuelle beslutninger om at foretage overførsler til hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. Styrelsesrådet kan også beslutte at reducere det beløb fra indtægten fra eurosedler i omløb, som fordeles i januar, med et beløb svarende til ECB's udgifter i tilknytning til udstedelse og håndtering af eurosedler.

Ændringer i anvendt regnskabspraksis

I 2018 var der ingen ændringer af den regnskabspraksis, som ECB anvender.

²⁴ ECB's afgørelse af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning), (ECB/2010/29) (2011/67/EU), EUT L 35, 9.2.2011, s. 26, med senere ændringer.

²⁵ "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECB's andel af summen af udstedte eurosedler og anvende kapitalindskudsnøglen på de nationale centralbankers andel i den nævnte sum.

²⁶ ECB's afgørelse (EU) 2016/2248 af 3. november 2016 om fordelingen af de monetære indtægter til de nationale centralbanker i de medlemsstater, der har euroen som valuta (ECB/2016/36), EUT L 347, 20.12.2016, s. 26.

²⁷ ECB's afgørelse (EU) 2015/298 af 15. december 2014 om foreløbig fordeling af ECB's indtægter (omarbejdning), (ECB/2014/57), EUT L 53, 25.2.2015, s. 24, med senere ændringer.

Andre forhold

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har EU-Rådet godkendt udnævnelsen af Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf (Forbundsrepublikken Tyskland) som ECB's eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2022. Denne femårige periode kan forlænges med op til to yderligere regnskabsår.

Noter til balancen

1 Guld og tilgodehavender i guld

Pr. 31. december 2018 havde ECB en beholdning på 16.229.522 ounces finguld²⁸ til en markedsværdi af 18.193 mio. euro (17.558 mio. euro i 2017). Der var ingen transaktioner i guld i 2018. ECB's beholdninger forblev derfor uændrede i forhold til niveauet pr. 31. december 2017. Stigningen i beholdningernes værdi i euro skyldtes en stigning i markedsprisen i euro på guld (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis og note 14 "Revalueringskonti").

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

2.1 Tilgodehavender hos IMF

I denne post indregnes ECB's beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) , som udgjorde 692 mio. euro pr. 31. december 2018 (670 mio. euro i 2017). Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF på vegne af ECB er bemyndiget til at sælge eller købe SDR mod euro inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR behandles i regnskabet som en fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis). Stigningen i euroværdien af ECB's beholdninger af SDR skyldtes hovedsagelig apprecieringen af SDR i forhold til euro i 2018.

2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver og tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet

I disse to poster indregnes tilgodehavender hos banker og lån i fremmed valuta samt værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar, japanske yen og kinesiske renminbi.

²⁸ Dette svarer til 504,8 t.

Tilgodehavender hos residerter uden for euroområdet	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Anfordringskonti	7.755	6.794	961
Pengemarkedsindskud	1.942	2.317	-375
Omvendte genkøbsforretninger	611	-0	611
Værdipapirer	39.415	34.650	4.764
I alt	49.723	43.761	5.962

Tilgodehavender hos residerter i euroområdet	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Anfordringskonti	1	1	0
Pengemarkedsindskud	602	2.422	-1.820
Omvendte genkøbsforretninger	393	1.288	-895
I alt	997	3.712	-2.715

Den samlede værdi af disse poster steg i 2018 primært som følge af apprecieringen af både den amerikanske dollar og den japanske yen over for euroen. Indtægter i løbet af året, primært på dollarporteføljen, bidrog også til stigningen i disse posters samlede værdi.

Den 31. december 2018 var ECB's nettovalutabeholdninger²⁹ følgende:

	2018 (mio. valutaenheder)	2017 (mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	47.551	46.761
Japanske yen	1.093.460	1.093.563
Kinesiske renminbi	3.886	3.755

3 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet

Pr. 31. december 2018 bestod denne post af saldi på anfordringskonti hos residerter i euroområdet svarende til 300 mio. euro (143 mio. euro i 2017).

²⁹ Disse beholdninger omfatter aktiver fratrukket passiver i den respektive valuta, som valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivside) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der tages højde for valutaterminforretninger og valutaswaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

4 Værdipapirer i euro udstedt af resider i euroområdet

4.1 Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Pr. 31. december 2018 bestod denne post af værdipapirer, som ECB havde erhvervet inden for rammerne af de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP), Securities Markets Programme (SMP), programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP) og opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP).³⁰

Opkøbene under det første CBPP sluttede 30. juni 2010, og opkøbene under det andet CBPP sluttede 31. oktober 2012. Styrelsesrådet besluttede at indstille opkøbene under SMP 6. september 2012.

I 2018 fortsatte Eurosystemet værdipapiropkøbene under programmet til opkøb af aktiver (APP), der består af det tredje CBPP, ABSPP, PSPP og programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP).³¹ Det månedlige omfang af ECB's og de nationale centralbankers samlede nettoopkøb under APP var i gennemsnit 30 mia. euro indtil september 2018 og 15 mia. euro fra oktober 2018 til udgangen af året, da nettoopkøbene ophørte. Styrelsesrådet har til hensigt fortsat fuldt ud at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt inden for APP, efterhånden som de forfalder, i en længere periode efter den dato, hvor Styrelsesrådet begynder at forhøje ECB's officielle renter, og i hvert fald så længe det er nødvendigt for at fastholde gunstige likviditetsforhold og en meget lempelig pengepolitik.

Værdipapirer opkøbt under alle disse programmer værdiansættes til amortiseret kostpris med forbehold for værdiforringelse (se "Værdipapirer" under anvendt regnskabspraksis).

Den amortiserede kostpris på værdipapirer, der holdes af ECB, og disses markedsværdi³² (som hverken er bogført i balancen eller i resultatopgørelsen og alene anført til sammenligning), er som følger:

³⁰ ECB opkøber ikke værdipapirer under programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP).

³¹ Yderligere oplysninger om APP findes på [ECB's websted](#).

³² Markedsværdier er vejledende og er udledt på grundlag af markedsnoter. Hvor der ikke foreligger markedsnoter, estimeres markedspriserne ved brug af Eurosystemets egne modeller.

	2018 i mio. €		2017 i mio. €		Udvikling i mio. €	
	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi
Første program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP1)	348	363	619	655	-271	-292
Andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP2)	341	365	386	422	-45	-57
Tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3)	21.545	21.706	19.733	19.959	1.812	1.747
Securities Markets Programme (SMP)	5.484	6.051	6.644	7.555	-1.160	-1.504
Programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP)	27.511	27.262	25.015	25.045	2.496	2.218
Opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP)	196.428	198.401	175.990	177.088	20.438	21.313
I alt	251.656	254.148	228.386	230.722	23.270	23.426

Faldet i amortiseret kostpris for porteføljerne i forbindelse med det første og det andet CBPP og SMP skyldtes indfrielse.

Styrelsesrådet vurderer regelmæssigt de finansielle risici i tilknytning til de værdipapirer, som holdes under alle disse programmer.

Test for værdiforringelse gennemføres årligt på grundlag af data ultimo året og godkendes af Styrelsesrådet. I forbindelse med disse test vurderes det enkelte programs værdiforringelsesindikatorer særskilt. I tilfælde, hvor der blev fundet værdiforringelsesindikatorer, blev der udført yderligere en analyse for at få bekræftet, at de underliggende værdipapirers betalingsstrømme ikke er blevet påvirket af en hændelse, hvortil værdiforringelsen kan relateres. På grundlag af resultaterne af dette års værdiforringelsestest har ECB ikke registreret tab på værdipapirerne i de pengepolitiske porteføljer i 2018.

5 Eurosystem-interne tilgodehavender

5.1 Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet

I denne post indregnes ECB's tilgodehavender hos de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som pr. 31. december 2018 udgjorde 98.490 mio. euro (93.657 mio. euro i 2017). Forrentningen af disse tilgodehavender beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rentesats, som anvendes af Eurosystemet ved auktionerne i forbindelse med de primære markedsoperationer³³ (se note 22.2 "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet").

³³ Renten, der anvendes af Eurosystemet ved auktionerne i forbindelse med de primære markedsoperationer, har siden 16. marts 2016 været 0,00 pct.

6 Andre aktiver

6.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Pr. 31.december 2018 bestod disse aktiver af følgende poster:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Anskaffelsespris			
Grunde og bygninger	1.012	1.006	5
Inventar	221	222	-1
Computerhardware og -software	124	110	14
Udstyr, møbler og køretøjer	93	95	-2
Anlægsaktiver under udførelse	1	3	-2
Øvrige anlægsaktiver	11	10	1
Anskaffelssum i alt	1.463	1.447	16
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-118	-96	-22
Inventar	-64	-48	-16
Computerhardware og -software	-89	-74	-15
Udstyr, møbler og køretøjer	-43	-32	-11
Øvrige anlægsaktiver	-2	-1	-0
Akkumulerede afskrivninger i alt	-315	-251	-64
Bogført værdi	1.148	1.196	-48

For så vidt angår ECB's hovedbygning blev der gennemført en test for værdiforringelse ultimo året, og der blev ikke registreret værdiforringelse.

6.2 Andre finansielle aktiver

I denne post indregnes investeringen af ECB's egenkapital, der holdes som en direkte modpost til kapitalen, samt reserver og hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. Den omfatter også 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS) til anskaffelsesprisen på 42 mio. euro.

Posten består af følgende komponenter:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Anfordringskonti i euro	0	0	0
Værdipapirer i euro	17.913	18.417	-504
Omvendte genkøbsforretninger i euro	2.575	2.044	531
Andre finansielle aktiver	42	42	-0
I alt	20.529	20.503	27

Den lille nettostigning i denne post i 2018 skyldtes geninvesteringer af renteindtægter fra denne portefølje, hvilket mere end opvejede den mindske markedsværdi af de eurodenominerede værdipapirer i ECB's egenportefølje.

6.3 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår primært værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2018 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne, der beløber sig til 578 mio. euro (450 mio. euro i 2017), er det resultat, der opnås, når transaktionerne omregnes til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der opstår, når transaktionerne omregnes til euro til den pågældende valutas gennemsnitskurs pr. samme dato (se "Ikke-balanceførte poster" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Værdireguleringsgevinster på udestående renteswapforretninger indgår også i denne post (se note 18 "Renteswaps").

6.4 Periodeafgrænsningsposter

Den 31. december 2018 udgjorde denne post 2.738 mio. euro (2.597 mio. euro i 2017). Den omfattede hovedsagelig påløbne renter på værdipapirer, herunder udestående renter betalt ved erhvervelsen, som udgjorde 2.589 mio. euro (2.476 mio. euro i 2017) (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver og tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet", note 4 "Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet" og note 6.2 "Andre finansielle aktiver").

Posten omfatter desuden a) periodiserede indtægter fra fælles eurosystemprojekter (se note 27 "Andre indtægter"), b) diverse forudbetalinger, c) påløbne renter på andre finansielle aktiver og passiver og d) periodiserede indtægter i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) (se note 25 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner").

6.5 Øvrige poster

Pr. 31. december 2018 udgjorde denne post 2.039 mio. euro (1.528 mio. euro i 2017), og den omfattede hovedsagelig den hensatte foreløbige fordeling af ECB's overskud på 1.191 mio. euro (988 mio. euro i 2017) (se "Foreløbig overskudsfordeling" i anvendt regnskabspraksis og note 11.2 "Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto").

I posten indgik også balancer til en værdi af 567 mio. euro (492 mio. euro i 2017) i forbindelse med udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2018, som opstod ved omregning af transaktionerne til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancedagen, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

Posten omfattede også et beløb på 244 mio. euro (1 mio. euro i 2017), som svarer til det tilgodehavende beløb på de årlige tilsynsgebyrer fra enhederne under tilsyn pr. 31. december 2018. Til dækning af udgifterne i forbindelse med tilsynsopgaverne fakturerede ECB de årlige gebyrer fra enhederne under tilsyn i december 2018 med betalingsdato i januar 2019 (se note 25 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner"). I 2017 blev de årlige tilsynsgebyrer faktureret i oktober, og derfor var der kun 1 mio. euro, som endnu ikke var inddrevet ved udgangen af året.

7 Seddelomløb

I denne post indregnes ECB's andel (8 pct.) af de samlede eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som pr. 31. december 2018 udgjorde 98.490 mio. euro (93.657 mio. euro i 2017).

8 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet

Centralbankerne i Eurosystemet kan også acceptere kontanter som sikkerhed i forbindelse med deres PSPP-værdipapirudlånsfaciliteter uden at skulle geninvestere dem. For ECB's vedkommende gennemføres disse operationer via et specialiseret institut.

Pr. 31. december 2018 var den udestående værdi af PSPP-værdipapirudlån, som blev gennemført med kreditinstitutter i euroområdet, 1.399 mio. euro (1.061 mio. euro i 2017). Kontanter modtaget som sikkerhed blev overført til Target2-konti. Da kontanterne ikke var investeret ultimo året, blev disse transaktioner medtaget på balancen (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).³⁴

³⁴ Værdipapirudlån, der ikke resulterer i en sikkerhedsstillelse i kontanter, som ikke er investeret ultimo året, medtages på ikke-balanceførte konti (se note 16 "Værdipapirudlån").

9 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet

9.1 Andre forpligtelser

Andre forpligtelser udgjorde 9.152 mio. euro pr. 31. december 2018 (1.150 mio. euro i 2017). Posten omfatter indskud eller betalinger af midler accepteret af ECB og foretaget af eller på vegne af deltagerne i EURO1 og RT1³⁵, og som anvendes som en garantifond for EURO1 eller til at understøtte afvikling i RT1. Den omfatter også indskud foretaget af den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF) og den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) i 2018. I henhold til artikel 21 i ESCB-statutten kan ECB optræde som fiskal agent for Unionens institutioner, organer, kontorer eller agenturer, centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i medlemsstaterne.

10 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet

Pr. 31. december 2018 udgjorde disse forpligtelser 10.361 mio. euro (19.549 mio. euro i 2017). Den største komponent var et beløb på 4.619 mio. euro (6.062 mio. euro i 2017), som bestod af ECB's mellemværender med centralbanker uden for euroområdet, der skyldtes – eller som var modpost til – transaktioner via Target2-systemet. Faldet i disse mellemværender i 2018 skyldtes betalinger fra resider i lande uden for euroområdet til resider i euroområdet.

Posten bestod også af et beløb på 3.682 mio. euro (10.056 mio. euro i 2017), der var opstået i forbindelse med den stående, gensidige valutaaftale med Federal Reserve Bank of New York. Federal Reserve forsyner i henhold til denne aftale ECB med amerikanske dollar ved hjælp af swaptransaktioner, således at Eurosystemets modparter kan opnå kortfristet likviditet i dollar. Samtidig gennemfører ECB back-to-back-swaptransaktioner med nationale centralbanker i euroområdet, som anvender de heraf resulterende midler til at udføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med Eurosystemets modparter i form af tilbageførselsforretninger. Back-to-back-swapforretningerne resulterer i Eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker (se note 11.2 "Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto"). Swaptransaktionerne, som gennemføres med Federal Reserve og de nationale centralbanker i euroområdet, resulterer desuden i udestående tilgodehavender og forpligtelser, som registreres på ikke-balanceførte konti (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger").

³⁵ EURO1 og RT1 er betalingssystemer, der drives af ABE CLEARING S.A.S à capital variable (EBA Clearing).

Resten af denne post består af et beløb på 2.059 mio. euro (3.432 mio. euro i 2017) i forbindelse med udestående PSPP-værdipapirudlån til residerter uden for euroområdet, hvor der var stillet sikkerhed i form af kontanter, som var overført til Target2-konti (se note 8 "Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet").

11 Eurosystem-interne forpligtelser

11.1 Forpligtelser svarende til overførslen af valutaeserver

I denne post indregnes de forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutaeserveaktiver til ECB, da de kom med i Eurosystemet. Der var ingen ændringer i 2018.

	Fra 1. januar 2015 i mio. €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.436
Deutsche Bundesbank	10.430
Eesti Pank	112
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	673
Bank of Greece	1.178
Banco de España	5.123
Banque de France	8.217
Banca d'Italia	7.134
Central Bank of Cyprus	88
Latvijas Banka	163
Lietuvos bankas	239
Banque centrale du Luxembourg	118
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	38
De Nederlandsche Bank	2.320
Oesterreichische Nationalbank	1.138
Banco de Portugal	1.010
Banka Slovenije	200
Národná banka Slovenska	448
Suomen Pankki – Finlands Bank	728
I alt	40.793

Forrentningen af disse forpligtelser beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rente, som anvendes af Eurosystemet ved auktioner i forbindelse med de primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 22.3 "Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutaeserver").

11.2 Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto

I 2018 omfattede denne post hovedsagelig nationale centralbanker i euroområdet Target2-mellemværender med ECB (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Stigningen i denne post skyldtes hovedsagelig nettoopkøb af værdipapirer under opkøbsprogrammet APP (se note 4 "Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet"), som blev afviklet via Target2-konti. En reduktion i beløbene relateret til back-to-back-swaptransaktionerne, som blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar, bidrog også til stigningen i forpligtelsen i 2018 (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet"). Effekten af disse to faktorer blev delvis opvejet af indskud modtaget fra EFSF og ESM via Target2 (se note 9 "Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet").

Forrentningen af Target2-positioner, med undtagelse af mellemværender, som skyldes back-to-back-swaptransaktioner i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar, beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rentesats, som er anvendt af Eurosystemet ved auktionerne i forbindelse med de primære markedsoperationer.

Posten omfatter også forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud (se "Foreløbig overskudsfordeling" under anvendt regnskabspraksis).

	2018 i mio. €	2017 i mio. €
Target2-forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet	1.349.908	1.263.961
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	-1.107.984	-1.047.197
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud	1.191	988
Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto	243.115	217.752

12 Andre forpligtelser

12.1 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2018 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne, der beløb sig til 641 mio. euro (431 mio. euro i 2017), er det resultat, der opnås, når transaktionerne omregnes til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der opstår, når transaktionerne omregnes til euro til den pågældende valutas gennemsnitskurs pr. samme dato (se "Ikke-balanceførte poster" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Værditab på udestående renteswaps indgår også i denne post (se note 18 "Renteswaps").

12.2 Periodeafgrænsningsposter

Pr. 31. december 2018 bestod denne post af følgende komponenter:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Periodiseringer af administrativ art	48	41	7
Finansielle instrumenter	5	7	-2
Indtægter opkrævet på forhånd	1	28	-27
I alt	54	76	-22

12.3 Øvrige poster

Den 31. december 2018 udgjorde denne post 1.178 mio. euro (1.063 mio. euro i 2017). Den omfattede mellemværender på 580 mio. euro (498 mio. euro i 2017) i forbindelse med udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2018 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse mellemværender opstod ved omregningen af transaktionerne til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

Desuden omfatter posten ECB's ydelsesbaserede nettoforpligtelse vedrørende pensionsordninger og ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelse til medarbejdere og medlemmer af Direktionen og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB. Fratrædelsesgodtgørelser til ECB-medarbejdere er også omfattet.

*ECB's pensionsordninger og ydelser efter fratrædelse, andre langfristede personaleydelse og fratrædelsesgodtgørelser*³⁶

Balancen

Hvad angår pensionsordninger, ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelse og fratrædelsesgodtgørelser til medarbejdere, er nedenstående beløb indregnet i balancen:

³⁶ Beløbene i kolonnerne med overskriften "Direktionen og Tilsynsrådet" er samlede tal for disse to organer.

	2018 Medarbej- derne i mio. €	2018 Direktionen og Tilsyns- rådet i mio. €	2018 I alt i mio. €	2017 Medarbej- derne i mio. €	2017 Direktionen og Tilsyns- rådet i mio. €	2017 I alt i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi	1.608	29	1.637	1.510	29	1.539
Dagsværdi af ordningens aktiver	-1.080	-	-1.080	-1.017	-	-1.017
Ydelsesbaseret nettoforpligtelse indregnet i balancen	528	29	558	493	29	522

I 2018 var nutidsværdien af forpligtelsen over for medarbejderne på 1.608 mio. euro (1.510 mio. euro i 2017) inkl. uafdækkede ydelser på 226 mio. euro (225 mio. euro i 2017) i forbindelse med andre ydelser efter fratrædelse end pension, andre langsigtede personaleydelse og fratrædelsesgodtgørelser til medarbejdere. Nutidsværdien af forpligtelsen over for medlemmerne af Direktionen og medlemmerne af Tilsynsrådet på 29 mio. euro (29 mio. euro i 2017) vedrører udelukkende ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelse, som er uafdækkede.

Resultatopgørelsen

Indregnede beløb i resultatopgørelsen for 2018:

	2018 Medarbej- derne i mio. €	2018 Direktionen og Tilsyns- rådet i mio. €	2018 I alt i mio. €	2017 Medarbej- derne i mio. €	2017 Direktionen og Tilsyns- rådet i mio. €	2017 I alt i mio. €
Omkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	96	2	98	153	2	155
Omkostninger vedrørende tidligere regnskabsår	-	-	-	4	-	4
Nettorenten på den ydelsesbaserede nettoforpligtelse	10	1	11	10	1	11
<i>heraf:</i>						
<i>Renteudgifter på forpligtelsen</i>	32	1	33	28	1	29
<i>Renteindtægter fra ordningens aktiver</i>	-22	-	-22	-18	-	-18
(Gevinster)/tab ved genberegning af andre langsigtede ydelser	-11	-0	-11	-1	0	-1
I alt i tilknytning til aktuarmæssig værdiansættelse	96	3	98	167	3	169
Tilbageførsel af CTS-hensættelsen	-	-	-	-9	-	-9
I alt medregnet i "Personaleomkostninger" efter tilbageførsel af hensættelsen	96	3	98	158	3	160

Omkostningerne faldt i 2018 til 98 mio. euro (155 mio. euro i 2017), hvilket hovedsagelig skyldtes indførelsen af den midlertidige ordning for karriereskift (Career Transition Support (CTS)) i 2017, der var rettet mod ansatte med høj anciennitet med henblik på at lette deres frivillige skifte til en karriere uden for ECB

på særlige vilkår. En stigning i diskonteringssatsssen fra 2,0 pct. i 2016 til 2,1 pct. i 2017 bidrog også til det samlede fald.³⁷

Ændringer i den ydelsesbaserede forpligtelse, ordningens aktiver og resultater af genberegning

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse:

	2018 Medarbej- derne i mio. €	2018 Direktionen og Tilsyns- rådet i mio. €	2018 I alt i mio. €	2017 Medarbej- derne i mio. €	2017 Direktionen og Tilsyns- rådet i mio. €	2017 I alt i mio. €
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 1. januar	1.510	29	1.539	1.361	28	1.389
Omkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	96	2	98	153	2	155
Omkostninger vedrørende tidligere regnskabsår	-	-	-	4	-	4
Renteudgifter på forpligtelsen	32	1	33	28	1	29
Deltagernes bidrag ³⁸	33	0	33	23	0	23
Betalte ydelser	-43	-3	-46	-12	-1	-13
(Gevinster)/tab ved genberegning	-19	1	-19	-48	-1	-49
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 31. december	1.608	29	1.637	1.510	29	1.539

De betalte ydelser steg i 2018 til 46 mio. euro (13 mio. euro i 2017), hvilket hovedsagelig skyldtes engangsbetalinger af fratrædelsesgodtgørelser til ansatte, der var blevet accepteret til at deltage i CTS-ordningen.

De samlede gevinster ved genberegning på 19 mio. euro på den ydelsesbaserede forpligtelse i 2018 opstod som følge af stigningen i diskonteringssatsen fra 2,1 pct. i 2017 til 2,3 pct. i 2018, som delvis blev opvejet af erfaringsbaserede reguleringer, der afspejlede forskellen mellem de aktuarmæssige forudsætninger, som blev gjort i beretningen om det foregående år, og de faktiske erfaringer.

Ændringer i 2018 i dagsværdien af ordningens aktiver vedrørende medarbejderne:

³⁷ Omkostningerne vedrørende det aktuelle regnskabsår beregnes ud fra det foregående års diskonteringssats.

³⁸ Medarbejdernes obligatoriske bidrag er 7,4 pct., og ECB's bidrag er 20,7 pct. af grundlønnen.

	2018 i mio. €	2017 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	1.017	878
Renteindtægter fra ordningens aktiver	22	18
Gevinster/(tab) ved genberegning	-34	55
Arbejdsgivers bidrag	56	52
Deltagernes bidrag	33	23
Betalte ydelser	-13	-9
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	1.080	1.017

Tabet ved genberegning af ordningens aktiver i 2018 afspejlede den kendsgerning, at det faktiske afkast på andelen var lavere end den skønnede renteindtægt på ordningens aktiver.

Ændringer i 2018 i resultaterne af genberegningen (se note 14 "Revalueringskonti"):

	2018 i mio. €	2017 i mio. €
Tab ved genberegning pr. 1. januar	-103	-205
Gevinster/(tab) fra ordningens aktiver	-34	55
Gevinster på forpligtelsen	19	49
Tab medtaget i resultatopgørelsen	-11	-1
Tab ved genberegning pr. 31. december, som blev indregnet i "Revalueringskonti"	-129	-103

Primære forudsætninger

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Direktionen har godkendt med henblik på regnskabsaflæggelse og oplysning. De væsentligste forudsætninger, der ligger til grund for beregningen af forpligtelsen i forbindelse med pensionsordninger og ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelse, er:

	2018 i pct.	2017 i pct.
Diskonteringsssats	2,30	2,10
Forventet afkast af ordningens aktiver ³⁹	3,30	3,10
Generelle fremtidige lønstigninger ⁴⁰	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger ⁴¹	1,30	1,30

Desuden udgjorde medarbejdernes frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle i 2018 140 mio. euro (150 mio. euro i 2017). Disse bidrag er investeret i ordningens aktiver og medfører en tilsvarende forpligtelse af samme værdi.

13 Hensættelser

Denne post består hovedsagelig af en hensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici.

Hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici vil, i den udstrækning Styrelsesrådet finder det nødvendigt, blive brugt til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECB's vurdering af sin eksponering for disse risici, idet der tages højde for en række faktorer. Størrelsen af hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECB's kapital, som er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2018 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici 7.620 mio. euro, hvilket er uændret i forhold til 2017. Beløbet svarer til værdien af ECB's kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet havde indbetalt pr. denne dato.

14 Revalueringskonti

Denne post består hovedsagelig af revalueringsbalancer som følge af urealiserede gevinster på aktiver, passiver og ikke-balanceførte instrumenter (se "Resultatføring", "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta", "Værdipapirer" og "Ikke-balanceførte instrumenter" under anvendt regnskabspraksis). Posten omfatter også genberegninger af ECB's ydelsesbaserede nettoforpligtelse i forbindelse med pensionsydelse og ydelser efter fratrædelse (se "ECB's pensionsordninger og

³⁹ Disse forudsætninger blev anvendt til at beregne den del af ECB's ydelsesbaserede forpligtelse, der finansieres af aktiver med en underliggende kapitalgaranti.

⁴⁰ Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af deltagernes alder.

⁴¹ I overensstemmelse med bestemmelserne i ECB's pensionsordning bliver pensionerne forhøjet årligt. Hvis de generelle justeringer af ECB's medarbejderes lønninger er mindre end prisinflationen, vil en eventuel stigning i pensionerne være i overensstemmelse med de generelle lønjusteringer. Hvis de generelle lønjusteringer er højere end prisinflationen, anvendes disse til at fastsætte stigningen i pensionerne, såfremt ECB's pensionsordninger har en økonomi, der muliggør en sådan stigning.

ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser" under anvendt regnskabspraksis og note 12.3 "Øvrige poster").

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Guld	14.298	13.664	634
Valuta	10.300	7.851	2.449
Værdipapirer og andre instrumenter	453	533	-80
Nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelser efter fratrædelse	-129	-103	-26
I alt	24.922	21.945	2.977

Stigningen i revalueringskontiene skyldes primært euroens depreciering over for amerikanske dollar, japanske yen og guld i 2018.

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2018	2017
Amerikanske dollar pr. euro	1,1450	1,1993
Japanske yen pr. euro	125,85	135,01
Kinesiske renminbi pr. euro	7,8751	7,8044
Euro pr. SDR	1,2154	1,1876
Euro pr. ounce finguld	1.120,961	1.081,881

15 Kapital og reserver

15.1 Kapital

ECB's tegnede kapital er 10.825 mio. euro. Den kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet og uden for euroområdet har indbetalt, udgør 7.740 mio. euro.

De nationale centralbanker i euroområdet har indbetalt deres del af den tegnede kapital fuldt ud. Denne del har fra 1. januar 2015 udgjort 7.620 mio. euro, som det fremgår af tabellen.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2015 ⁴² i pct.	Indbetalt kapital fra 1. januar 2015 i mio. €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	268
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948
Eesti Pank	0,1928	21
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	126
Bank of Greece	2,0332	220
Banco de España	8,8409	957
Banque de France	14,1792	1.535
Banca d'Italia	12,3108	1.333
Central Bank of Cyprus	0,1513	16
Latvijas Banka	0,2821	31
Lietuvos bankas	0,4132	45
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	22
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7
De Nederlandsche Bank	4,0035	433
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	213
Banco de Portugal	1,7434	189
Banka Slovenije	0,3455	37
Národná banka Slovenska	0,7725	84
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136
I alt	70,3915	7.620

De nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale 3,75 pct. af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECB's driftsudgifter. Dette bidrag har siden 1. januar 2015 udgjort i alt 120 mio. euro. Nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECB's overskud, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

De nationale centralbanker uden for euroområdet har indbetalt følgende beløb:

⁴² De nationale centralbankers andel af fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB blev sidst ændret 1. januar 2014. Som følge af Litauens indtræden i euroområdet pr. 1. januar 2015 er den samlede vægt i fordelingsnøglen for det samlede kapitalindskud i ECB imidlertid steget for nationale centralbanker i euroområdet, og den samlede vægt i fordelingsnøglen er faldet for nationale centralbanker uden for euroområdet. Der er ikke foretaget ændringer siden da.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2015 i pct.	Indbetalt kapital fra 1. januar 2015 i mio. €
Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)	0,8590	3
Česká národní banka	1,6075	7
Danmarks Nationalbank	1,4873	6
Hrvatska narodna banka	0,6023	2
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	6
Narodowy Bank Polski	5,1230	21
Banca Națională a României	2,6024	11
Sveriges riksbank	2,2729	9
Bank of England	13,6743	56
I alt	29,6085	120

Ikke-balanceførte poster

16 Værdipapirudlån

Som led i forvaltningen af egenkapitalen har ECB indgået en aftale om værdipapirudlån, i henhold til hvilken et specialiseret institut foretager værdipapirudlånstransaktioner på ECB's vegne.

Desuden har ECB i tråd med Styrelsesrådets beslutninger stillet sine værdipapirbeholdninger under det første, andet og tredje CBPP samt sine beholdninger af værdipapirer opkøbt under PSPP og værdipapirer opkøbt under SMP, der også ville kunne indgå i PSPP, til rådighed for udlån.⁴³

Medmindre disse værdipapirudlånstransaktioner er gennemført med kontant sikkerhedsstillelse, som ikke er investeret ved årets slutning, registreres de på ikke-balanceførte konti.⁴⁴ Værdipapirudlån til en værdi af 9.646 mio. euro (13.365 mio. euro i 2017) var udestående pr. 31. december 2018. Af dette beløb vedrørte 4.440 mio. euro (7.173 mio. euro i 2017) udlån af værdipapirer, som blev holdt af pengepolitiske grunde.

17 Rentefutures

Pr. 31. december 2018 var følgende valutatransaktioner udestående (angivet til markedskurser ultimo året):

Rentefutures i fremmed valuta	2018 Kontraktværdi i mio. €	2017 Kontraktværdi i mio. €	Udvikling i mio. €
Erhvervet	13.780	6.518	7.262
Afhændet	22.731	6.585	16.147

Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

18 Renteswaps

Pr. 31. december 2018 var renteswapforretninger med en fiktiv værdi på 519 mio. euro (416 mio. euro i 2017) opgjort til markedskursen ultimo året, udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

⁴³ ECB opkøber ikke værdipapirer under CSPP og har derfor ingen beholdninger i relation hertil, som er til rådighed for udlån.

⁴⁴ Hvis den kontante sikkerhedsstillelse ikke er investeret ultimo året, bogføres disse transaktioner på balanceførte konti (se note 8 "Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet" og note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

19 Valutaswap- og terminsforretninger

Forvaltning af valutareserver

Valutaswap- og terminsforretninger blev i 2018 udført i sammenhæng med forvaltningen af ECB's valutareserve. Tilgodehavender og forpligtelser som følge af disse transaktioner, der var udestående pr. 31.december 2018, er angivet til markedskurserne ultimo året:

Valutaswap- og terminsforretninger	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Tilgodehavender	2.905	2.732	174
Forpligtelser	2.981	2.719	262

Likviditetstilførende operationer

Udestående tilgodehavender og forpligtelser i amerikanske dollar med en afviklingsdato i 2018 opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

20 Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner

I 2018 havde ECB fortsat ansvaret for forvaltningen af EU's lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte, den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM), den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF) og den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) samt under låneaftalen for Grækenland. I 2018 håndterede ECB betalinger i relation til disse operationer samt betalinger i form af medlemsindskud i ESM's kapitalbeholdning.

21 Eventualforpligtelser i tilknytning til verserende retssager

Indskydere og aktionærer i cypriotiske kreditinstitutter samt ejere af obligationer udstedt af disse kreditinstitutter har anlagt flere retssager mod ECB og andre EU-institutioner. Sagsøgerne hævder, at de har lidt økonomiske tab som følge af tiltag, der efter deres vurdering har ført til en omstrukturering af disse kreditinstitutter i forbindelse med det finansielle støtteprogram for Cypern. To af disse retssager blev afvist af Den Europæiske Unions Ret i 2018 på grund af manglende genstand. Disse domme er appelleret til Den Europæiske Unions Domstol, hvor de stadig verserer. Retten afsagde allerede i 2014 en række kendelser, i henhold til hvilke 12 lignende sager blev afvist fra realitetsbehandling i deres helhed og, efter at de var blevet appelleret, afsagde Domstolen i 2016 dom i sagerne, hvor afvisningen af sagerne enten blev stadfæstet, eller hvor ECB fik medhold. ECB's involvering i processen

forud for afslutningen af det finansielle støtteprogram var begrænset til teknisk rådgivning, i henhold til ESM-traktaten, i samarbejde med Europa-Kommissionen, samt afgivelse af en ikke-bindende udtalelse om udkastet til en cypriotisk afviklingslov. Det formodes derfor ikke, at ECB får tab som følge af disse sager.

Noter til resultatopgørelsen

22 Nettorenteindtægter

22.1 Renteindtægter fra valutareserveaktiver

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – fra ECB's nettovalutareserveaktiver:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Renteindtægter fra anfordringskonti	8	5	3
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	74	55	19
Renteudgifter fra genkøbsforretninger	-6	-1	-4
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	44	37	7
Renteindtægter fra værdipapirer	673	390	283
Renteindtægter/(-udgifter) fra renteswaps	0	-0	0
Renteindtægter på terminsforretninger og valutaswaptransaktioner i fremmed valuta	68	49	20
Renteindtægter fra valutareserveaktiver, netto	862	534	327

Den samlede stigning i nettorenteindtægten i 2018 skyldtes hovedsagelig en højere renteindtægt på dollarporteføljen.

22.2 Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECB's andel på 8 pct. af den samlede udstedelse af eurosedler (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 5.1 "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet"). I 2018 var renteindtægten nul, hvilket skyldtes, at renten ved de primære markedsoperationer blev fastholdt på 0 pct. hele året.

22.3 Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver

I denne post indregnes renter udbetalt til de nationale centralbanker i euroområdet på deres tilgodehavender vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført til ECB (se note 11.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver"). I 2018 var forrentningen nul, hvilket skyldtes, at renten ved de primære markedsoperationer var 0 pct. hele året.

22.4 Andre renteindtægter og andre renteudgifter

I 2018 var der følgende andre renteindtægter og andre renteudgifter:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Nettorenteindtægter fra værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	1.235	1.070	164
CBPP1 og CBPP2	31	48	-18
SMP	384	447	-63
APP	820	575	245
Nettorenteindtægter fra udlån af værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	33	45	-13
Nettorenteindtægter fra egenporteføljen	109	143	-34
Nettorenteindtægter fra andre aktiver/passiver	39	19	20
Andre renteindtægter, netto	1.415	1.277	138

ECB's nettorenteindtægter fra SMP-beholdninger af græske statsobligationer var på 127 mio. euro (154 mio. euro i 2017).

23 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

I 2018 fordelte de realiserede nettogevinster/-tab på finansielle operationer sig som følger:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Realiserede børskursgevinster/(-tab), netto	-103	22	-126
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	26	139	-113
Realiserede gevinster/(tab) på finansielle operationer, netto	-77	161	-238

Realiserede nettobørskursgevinster/-tab omfatter realiserede gevinster og tab på værdipapirer, rentefutures og renteswaps. Nettobørskurstabene i 2018 skyldtes hovedsagelig realiserede børskurstab på værdipapirer i dollarporteføljen som følge af de højere renter i USA.

Salget af en mindre del af beholdningerne i amerikanske dollar med henblik på at finansiere oprettelsen af porteføljen i kinesiske renminbi i 2017 genererede en ikke-tilbagevendende realiseret valutakursgevinst dette år. I 2018 fandt et sådant salg ikke sted. Derfor var de realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, lavere dette år.

24 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Der blev foretaget følgende nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner i 2018:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-64	-79	14
Urealiserede valutakurstab	-4	-27	22
Nedskrivninger i alt	-69	-105	36

Kursværdien på en række værdipapirer, som indgår i dollarporteføljen, faldt yderligere i 2018 sideløbende med en stigning på de pågældende aktiver. Dette førte til urealiserede børskurstab i løbet af året.

De urealiserede valutakurstab kan primært henføres til nedskrivningen af den gennemsnitlige anskaffelsessum på ECB's beholdning af kinesiske renminbi til kursen ultimo året, hvilket skyldes valutaens depreciering over for euro siden udgangen af sidste år.

25 Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Gebyr- og provisionsindtægter	524	452	72
Gebyr- og provisionsudgifter	-13	-12	-1
Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner	511	440	71

I 2018 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, hovedsagelig tilsynsgebyrer og administrative sanktioner, som pålægges enheder under tilsyn for manglende overholdelse af EU's banklovgivning om tilsynsmæssige krav (herunder ECB's tilsynsafgørelser). Udgifterne omfattede hovedsagelig depotgebyrer.

Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne

ECB opkræver årlige gebyrer fra enhederne under tilsyn for at dække udgifterne i forbindelse med udførelsen af tilsynsopgaverne. ECB meddelte i april 2018, at de årlige tilsynsgebyrer i 2018 ville beløbe sig til 475 mio. euro. Dette tal var baseret på beregnede årlige udgifter til tilsynsopgaver på 502 mio. euro i 2018 efter korrektion for i) overskydende tilsynsgebyrer på 28 mio. euro, som blev opkrævet i 2017, og ii) tilbagebetalte beløb til enkelte banker for tidligere gebyrperioder.⁴⁵

På grundlag af ECB's faktiske udgifter til banktilsynsopgaverne var indtægterne fra tilsynsgebyrer på 518 mio. euro i 2018. Underskuddet på 15 mio. euro, som skyldes forskellen mellem beregnede udgifter (502 mio. euro) og faktiske udgifter (518 mio. euro) i 2018, er anført under "Periodeafgrænsningsposter" (se note 6.4 "Periodeafgrænsningsposter"). Beløbet bliver opkrævet som en del af det samlede beløb, som opkræves i 2019.

⁴⁵ Baseret på artikel 5, stk. 3, i Den Europæiske Centralbanks forordning (EU) nr. 1163/2014 af 22. oktober 2014 om tilsynsgebyrer (ECB/2014/41), EUT L 311 af 31.10.2014, s. 23.

ECB har også ret til at pålægge enheder under tilsyn administrative sanktioner for manglende overholdelse af forpligtelser i henhold til EU's banklovgivning om tilsynsmæssige krav (herunder ECB's tilsynsafgørelser). De dermed forbundne indtægter tages ikke med i beregningen af de årlige tilsynsgebyrer. De bogføres derimod som indtægt i ECB's resultatopgørelse og fordeles til nationale centralbanker i euroområdet som led i ECB's overskudsfordeling. I 2018 beløb de indtægter, der opstod som følge af sanktioner, som ECB pålagde enheder under tilsyn, sig til 6 mio. euro.

ECB's indtægter i forbindelse med tilsynsopgaver i 2018 var derfor:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Tilsynsgebyrer	518	437	81
<i>heraf:</i>			
<i>Gebyrer fra signifikante enheder eller signifikante koncerner</i>	473	397	76
<i>Gebyrer fra mindre signifikante enheder eller mindre signifikante koncerner</i>	45	39	5
Pålagte administrative sanktioner	6	15	-9
Indtægter i forbindelse med banktilsyn i alt	524	452	72

Banktilsynsrelaterede udgifter vedrører det direkte tilsyn med signifikante enheder, overvågning af tilsynet med mindre signifikante enheder og udførelsen af horisontale og specialiserede opgaver. De omfatter også udgifter i forbindelse med støttefunktioner, herunder byggeforvaltning, personaleforvaltning, administrative tjenester, budget og kontrol, regnskab, juridiske tjenester, kommunikation og oversættelse, intern revision, statistik og IT-tjenester, der er nødvendige for, at ECB kan leve op til sit tilsynsmæssige ansvar.

I 2017 blev opkrævningen af et beløb på 11 mio. euro i forbindelse med administrative sanktioner, som ECB pålagde en enhed under tilsyn, anset som usikker, og der blev ultimo året foretaget en hensættelse på fordringens fulde beløb (se note 31 "Andre udgifter"). Den dertil knyttede udgift er ikke medtaget i beregningen af de årlige tilsynsgebyrer, men er derimod medtaget i ECB's resultatopgørelse og nedbringer nettoresultatet ultimo året. Alle administrative sanktioner, som blev pålagt enheder under tilsyn i 2018, blev enten modtaget i løbet af året eller forventes at blive opkrævet.

De samlede faktiske udgifter i 2018 i forbindelse med ECB's tilsynsopgaver fordeler sig således:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Løn og ydelser	246	215	31
Leje og vedligeholdelse af bygninger	59	53	6
Andre driftsomkostninger	213	169	44
Udgifter i forbindelse med banktilsynsopgaver, som dækkes af tilsynsgebyrer	518	437	81
Hensættelse til tvivlsomme administrative sanktioner	-	11	-11
Udgifter i forbindelse med banktilsyn i alt	518	448	70

Det højere gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB Banktilsyn førte til en stigning i løn og ydelser. Stigningen i andre driftsomkostninger skyldtes hovedsagelig ekstern konsulentstøtte til at gennemføre omfattende vurderinger og et bidrag til EBA's stresstest. Udgifter til informationsteknologi bidrog også til denne stigning som følge af det større antal IT-systemer og deres øgede kompleksitet.

26 Indtægter fra aktier og kapitalindskud

Afkast af ECB's kapitalandele i BIS (se note 6.2 "Andre finansielle aktiver") indregnes i denne post.

27 Andre indtægter

Diverse indtægter i 2018 stammede primært fra de bidrag, som de nationale centralbanker i euroområdet skal betale til ECB's udgifter i forbindelse med Eurosystemets fælles projekter.

28 Personaleomkostninger

Personaleomkostningerne i 2018 var følgende:

	2018 i mio. €	2017 i mio. €	Udvikling i mio. €
Lønninger mv. ⁴⁶	398	350	47
Personaleforsikringer	19	15	4
Pensionsydelse, ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelse og fratrædelsesgodtgørelser	98	169	-71
Andre personaleomkostninger	1	1	-0
I alt	515	535	-20

⁴⁶ Lønninger mv. er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i Den Europæiske Unions institutioner.

Det gennemsnitlige antal medarbejdere, omregnet til det faktiske antal fuldtidsækvivalenter (FTE)⁴⁷ var 3.546 (3.254 i 2017), heraf 337 i ledende stillinger (330 i 2017).

Personaleomkostningerne faldt i 2018 som følge af lavere omkostninger i forbindelse med pensionsordninger, ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelse og fratrædelsesgodtgørelser, der var resultatet af i) en ikke-tilbagevendende omkostning i forbindelse med indførelsen af den midlertidige CTS-ordning, der blev medtaget i 2017, og ii) anvendelsen af en højere diskonteringsrate til beregning af omkostningerne i 2018 vedrørende det aktuelle regnskabsår (se note 12.3 "Øvrige poster"). Det deraf følgende fald blev delvis opvejet af virkningen af et højere gennemsnitligt antal ansatte i ECB i 2018.

Aflønning af Direktionen og Tilsynsrådet

Direktionsmedlemmer og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, modtager en grundløn og får desuden et bolig- og repræsentationstillæg. Formanden får stillet en embedsbolig, der ejes af ECB, til rådighed i stedet for boligtillægget. I henhold til ansættelsesvilkårene for ansatte i Den Europæiske Centralbank kan medlemmer af Direktionen og Tilsynsrådet have ret til husstands-, børne- og uddannelsestillæg, der afhænger af det enkelte medlems forhold. Af grundlønnen svares skat til Den Europæiske Union, og indbetalinger til pensions-, syge- og ulykkesforsikring fratrækkes. Tillæg er skattefri og ikke-pensionsbærende.

I 2018 er følgende udbetalt i grundløn til medlemmerne af Direktionen og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB (dvs. ekskl. repræsentanterne for de nationale tilsynsmyndigheder)⁴⁸:

⁴⁷ Fuldtidsækvivalent (FTE) er en enhed, som opnås ved at sammenligne det antal timer, som en medarbejder har arbejdet, med antallet af arbejdstimer for en fuldtidsansat. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagere i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende orlov er også medtaget, mens medarbejdere på orlov uden løn ikke er medtaget.

⁴⁸ Beløbene er bruttobeløb, dvs. inden betaling af skat til Den Europæiske Union.

	2018 €	2017 €
Mario Draghi (formand)	401.400	396.900
Vitor Constâncio (næstformand indtil maj 2018)	143.360	340.200
Luis de Guindos Jurado (næstformand siden juni 2018)	200.704	-
Peter Praet (direktionsmedlem)	286.704	283.488
Benoît Cœuré (direktionsmedlem)	286.704	283.488
Yves Mersch (direktionsmedlem)	286.704	283.488
Sabine Lautenschläger (direktionsmedlem)	286.704	283.488
Direktionen i alt	1.892.280	1.871.052
Tilsynsrådet i alt (medlemmer ansat af ECB)⁴⁹	793.064	793.817
heraf:		
<i>Danièle Nouy (formand for Tilsynsrådet)</i>	286.704	283.488
I alt	2.685.344	2.664.869

De samlede tillæg, som blev udbetalt til medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådet, samt ECB's bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger på deres vegne udgjorde i alt 835.371 euro (852.998 euro i 2017).

Pensionsbetalinger, herunder ydelser efter fratrædelse og bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordning for tidligere medlemmer af Direktionen eller Tilsynsrådet og deres pårørende beløb sig til 3.216.410 euro (857.476 euro i 2017).⁵⁰ I 2018 omfattede det samlede beløb en engangsudbetaling af pension til et tidligere medlem af Direktionen i stedet for fremtidige pensionsbetalinger.

29 Administrationsomkostninger

Denne post, som udgør 525 mio. euro (463 mio. euro i 2017), dækker alle øvrige løbende omkostninger, såsom honorarudgifter til konsulenter, informationsteknologi, leje og vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr og andre tjenesteydelser og forsyninger samt personaleudgifter, herunder udgifter forbundet med uddannelse, ansættelse, flytning og indkvartering af medarbejdere.

Stigningen i 2018 skyldtes hovedsagelig udgifter til ekstern konsulentstøtte og informationsteknologi.

30 Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion

Disse udgifter vedrører hovedsagelig transportudgifter i forbindelse med levering af nye eurosedler fra seddeltrykkerierne til de nationale centralbanker samt til transport af eurosedler mellem nationale centralbanker med henholdsvis for små og for store lagre af eurosedler. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

⁴⁹ Dette tal omfatter ikke næstformand i Tilsynsrådet, Sabine Lautenschläger, hvis løn er medtaget sammen med lønnen for de andre medlemmer af Direktionen

⁵⁰ Se note 12.3 "Øvrige Poster", hvad angår det nettobeløb, som er indregnet i resultatopgørelsen i relation til de nuværende medlemmer af Direktionen og medlemmer af Tilsynsrådet.

31 Andre udgifter

I 2017 omfattede denne post en hensættelse til administrative sanktioner, som ECB havde pålagt en enhed under tilsyn og vurderet ikke at kunne inddrive med sikkerhed. Der er ikke medtaget omkostninger under denne post i 2018.

Begivenheder efter balancedagen

32 Femårlig justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB

I henhold til artikel 29 i ESCB-statutten skal de vægte, der tildeles de nationale centralbanker i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB, justeres hvert femte år.⁵¹ Den 1. januar 2019 blev den fjerde justering af denne art efter ECB's oprettelse foretaget.

⁵¹ Vægtene justeres også, når der er en ændring i antallet af nationale centralbanker, der bidrager til ECB's kapital. Disse er de nationale centralbanker i EU's medlemslande.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2019 i pct.	Fordelingsnøgle fra 31. december 2018 i pct.
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,5280	2,4778
Deutsche Bundesbank	18,3670	17,9973
Eesti Pank	0,1968	0,1928
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1754	1,1607
Bank of Greece	1,7292	2,0332
Banco de España	8,3391	8,8409
Banque de France	14,2061	14,1792
Banca d'Italia	11,8023	12,3108
Central Bank of Cyprus	0,1503	0,1513
Latvijas Banka	0,2731	0,2821
Lietuvos bankas	0,4059	0,4132
Banque centrale du Luxembourg	0,2270	0,2030
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0732	0,0648
De Nederlandsche Bank	4,0677	4,0035
Oesterreichische Nationalbank	2,0325	1,9631
Banco de Portugal	1,6367	1,7434
Banka Slovenije	0,3361	0,3455
Národná banka Slovenska	0,8004	0,7725
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2708	1,2564
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	69,6176	70,3915
Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)	0,8511	0,8590
Česká národní banka	1,6172	1,6075
Danmarks Nationalbank	1,4986	1,4873
Hrvatska narodna banka	0,5673	0,6023
Magyar Nemzeti Bank	1,3348	1,3798
Narodowy Bank Polski	5,2068	5,1230
Banca Națională a României	2,4470	2,6024
Sveriges riksbank	2,5222	2,2729
Bank of England	14,3374	13,6743
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	30,3824	29,6085
I alt	100,0000	100,0000

Indvirkning på ECB's indbetalte kapital

På grund af den samlede nedgang på 0,7739 procentpoint i de vægte, der er tildelt de nationale centralbanker i euroområdet (som har indbetalt deres kapitalindskud fuldt ud) i ECB's tegnede kapital, og den tilsvarende opjustering af de vægte, der er tildelt de nationale centralbanker uden for euroområdet (som kun har indbetalt 3,75 pct. af deres kapitalindskud), er ECB's indbetalte kapital faldet med i alt 81 mio. euro pr. 1. januar 2019.

Indvirkning på de nationale centralbankers tilgodehavender svarende til de overførte valutareserveaktiver til ECB

I henhold til artikel 30.2 i ESCB-statutten fastsættes de nationale centralbankers bidrag til overførslen af valutareserveaktiver til ECB i forhold til deres andel i ECB's tegnede kapital. På grund af den mindre vægt, som de nationale centralbanker i euroområdet (der har overført valutareserveaktiver til ECB) udgør af ECB's tegnede kapital, blev fordringen, der svarer til denne overførsel, også justeret tilsvarende. Dette førte til en reduktion på 448 mio. euro den 1. januar 2019, som blev tilbagebetalt til de nationale centralbanker i euroområdet.

33 Yderligere ændring af ECB's fordelingsnøgle for kapitalindskud

Som følge af Storbritanniens forventede⁵² udtræden af Den Europæiske Union i 2019 og Bank of Englands udtræden af ESCB som en konsekvens heraf forventes vægtene, der er tildelt de resterende nationale centralbanker i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB igen at blive ændret i løbet af 2019.

⁵² Baseret på forventningen på den dato, hvor Direktionen godkendte fremlæggelsen af ECB's årsregnskab 2018 for Styrelsesrådet til godkendelse.

INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT

To the President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

Report on the Audit of the financial statements

Opinion

We have audited the financial statements of the European Central Bank (the Entity), which comprise the balance sheet as at 31 December 2018, the profit and loss account and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements give a true and fair view of the financial position of the Entity as at 31 December 2018, and of the results of its financial operations for the year then ended in accordance the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended.

Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the Entity in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Other Information

The Executive Board is responsible for the other information. The other information comprises the information included in the ECB's annual report and the management report, but does not include the financial statements of the ECB and our auditor's report thereon.

Our opinion on the financial statements does not cover the other information and we do not express any form of assurance conclusion thereon.

In connection with our audit of the financial statements, our responsibility is to read the other information and, in doing so, consider whether the other information is materially inconsistent with the financial statements or our knowledge obtained in the audit or otherwise appears to be materially misstated.

Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and those charged with Governance for the Financial Statements

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for assessing the European Central Bank's ability to continue as a going concern, disclosing, as applicable, matters related to going concern and using the going concern basis of accounting.

Those charged with governance are responsible for overseeing the Entity's financial reporting process.

Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the planning and performance of the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit 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.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.

- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation.

We are required to communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

Frankfurt am Main, 13 February 2019

Baker Tilly GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
(Düsseldorf)

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Hüsemann".

Ralph Hüsemann
Wirtschaftsprüfer

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Fischer".

Dr. Stefan Wolfgang Fischer
Wirtschaftsprüfer

Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen. Kun den engelske udgave med Baker Tillys underskrift er autentisk

DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank
Frankfurt am Main

Erklæring om revisionen af regnskabet 2018

Konklusion

Vi har revideret regnskabet for Den Europæiske Centralbank (enheden) for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018, der omfatter balancen pr. 31. december 2018, resultatopgørelsen for perioden 1. januar – 31. december 2018 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter.

Det er vores opfattelse, at det medfølgende regnskab giver et retvisende billede af enhedens finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultaterne af dens finansielle operationer for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2018 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af afgørelse ECB/2016/2247 af 3. november 2016 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2016/35), med senere ændringer.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA). Vores ansvar ifølge disse standarder er nærmere beskrevet i erklæringens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af regnskabet". Vi er uafhængige af enheden i overensstemmelse med de tyske etiske krav – som er relevante for vores revision af regnskabet – og i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's etiske regler), ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion.

Øvrige oplysninger

Direktionen har ansvaret for de øvrige oplysninger. De øvrige oplysninger omfatter de oplysninger, der er anført i ECB's årsberetning og ledelsens beretning, men omfatter ikke ECB's regnskab og vores revisionspåtegning herom.

Vores erklæring om regnskabet omfatter ikke de øvrige oplysninger, og vi afgiver ikke nogen form for konklusion med sikkerhed derom.

I forbindelse med vores revision af regnskabet er det vores ansvar at læse de øvrige oplysninger og i den forbindelse overveje, om der er væsentlige uoverensstemmelser mellem de øvrige oplysninger og årsregnskabet eller den viden, vi har opnået under revisionen, eller om de på anden vis lader til at indeholde væsentlig fejlinformation.

Direktionen for Den Europæiske Centralbank og den øverste ledelses ansvar for regnskabet

Direktionen har ansvaret for udarbejdelsen af et regnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med de principper, som Styrelsesrådet har opstillet i ECB's afgørelse (EU) 2016/2247 af 3. november 2016 om ECB's årsregnskab (ECB/2016/35), med senere ændringer, og for sådan intern kontrol, som den anser for nødvendig for at udarbejde et regnskab, der er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskabet er Direktionen ansvarlig for at vurdere Den Europæiske Centralbanks evne til at fortsætte som going concern, samt, hvis det er relevant, oplyse om alle relevante forhold, der vedrører going concern, og anvende going concern-princippet.

Den øverste ledelse er ansvarlig for at overvåge enhedens regnskabsaflæggelse.

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå en rimelig sikkerhed for, om regnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisorerklæring med en konklusion. Rimelig sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når en sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, regnskabsbrugere træffer på grundlag af regnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under planlægningen og udførelsen af revisionen. Herudover

- identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger, som tager højde for disse risici, samt indhenter revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores erklæring. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidst udeladelse, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af enhedens interne kontrol.
- tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- konkluderer vi, om ledelsens anvendelse af going concern-princippet er passende, og, om der på grundlag af det indhentede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan så væsentlig tvivl om enhedens evne til at fortsætte som going concern. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på de tilknyttede oplysninger i regnskaberne eller, hvis sådanne tilknyttede oplysninger er utilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er indhentet frem til datoen for vores revisionspåtegning.
- tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi har pligt til at kommunikere med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Frankfurt am Main, 13. februar 2019

Baker Tilly GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
(Düsseldorf)

Ralph Hüsemann
Wirtschaftsprüfer

Dr. Stefan Wolfgang Fischer
Wirtschaftsprüfer

Note om fordeling af overskud/dækning af tab

Denne note er ikke en del af ECB's årsregnskab for 2018.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 33 overføres ECB's nettooverskud på følgende måde:

- (a) Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond inden for en grænse på 100 pct. af kapitalen.
- (b) Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres indbetalte andele.⁵³

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECB's almindelige reservefond og om nødvendigt efter en afgørelse truffet af Styrelsesrådet af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem de nationale centralbanker i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 32.5.⁵⁴

ECB's nettoresultat for 2018 var 1.575 mio. euro. Som følge af Styrelsesrådets beslutning blev der 31. januar 2019 foretaget en foreløbig fordeling af overskud på 1.191 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet. Styrelsesrådet besluttede endvidere at fordele det resterende overskud på 384 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet.

	2018 i mio. euro	2017 i mio. euro
Årets overskud	1.575	1.275
Foreløbig overskudsfordeling	-1.191	-988
Årets resultat efter den foreløbige fordeling af overskud	384	287
Fordeling af det resterende overskud	-384	-287
I alt	0	0

⁵³ De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECB's overskud, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

⁵⁴ I henhold til ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem dem indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2018¹

(mio. euro)²

AKTIVER	31. december 2018	31. december 2017
1 Guld og tilgodehavender i guld	389.765	376.300
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	334.253	296.201
2.1 Tilgodehavender hos IMF	76.942	70.214
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	257.311	225.987
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	20.499	38.079
4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	21.278	19.364
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	21.278	19.364
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	734.381	764.310
5.1 Primære markedsoperationer	9.573	3.372
5.2 Langfristede markedsoperationer	723.837	760.639
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	971	299
5.6 Udlån i forbindelse med marginbetalinger	0	0
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	17.634	37.563
7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet	2.899.302	2.660.726
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	2.651.281	2.386.012
7.2 Andre værdipapirer	248.021	274.714
8 Offentlig forvaltning og services gæld i euro	23.947	25.015
9 Andre aktiver	261.304	250.052
Aktiver i alt	4.702.363	4.467.611

¹ Udarbejdet på grundlag af foreløbige, ureviderede data. Alle de nationale centralbankers årsregnskaber vil være afsluttede ved udgangen af maj 2019, og Eurosystemets endelige konsoliderede årlige balance vil blive offentliggjort derefter.

² På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

PASSIVER	31. december 2018	31. december 2017
1 Seddelomløb	1.231.134	1.170.716
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	1.853.802	1.881.596
2.1 Anfordringskonti (herunder reservekravssystemet)	1.230.153	1.185.792
2.2 Indlånsfacilitet	623.531	695.801
2.3 Tidsindsud	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indlån i forbindelse med marginbetalinger	118	2
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	19.759	20.984
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	338.633	286.371
5.1 Offentlig forvaltning og service	216.035	168.457
5.2 Andre forpligtelser	122.598	117.913
6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	459.335	355.900
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	4.331	3.831
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet	11.016	11.254
8.1 Indlån og andre forpligtelser	11.016	11.254
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækningsrettigheder i IMF	56.510	55.218
10 Andre forpligtelser	247.378	221.212
11 Revalueringskonti	376.057	357.862
12 Kapital og reserver	104.407	102.667
Passiver i alt	4.702.363	4.467.611

Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

Further information

ECB statistics:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 14 March 2019.

Conventions used in the table

-	data do not exist/data are not applicable	(p)	provisional
.	data are not yet available	s.a.	seasonally adjusted
...	nil or negligible	n.s.a.	non-seasonally adjusted

1 Financial and monetary developments

1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: ¹⁾	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
			Fixed rate	Minimum bid rate			
	Level	Change	Level	Level	Change	Level	Change
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. ²⁾	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June ³⁾	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. ⁴⁾	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. ⁵⁾	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.

2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.

4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.

5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

1 Financial and monetary developments

1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

1.2.1 Main and longer-term refinancing operations ^{1), 2), 3)}

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate ⁴⁾	Weighted average rate	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Main refinancing operations								
2018 17 Oct.	7,860	42	7,860	0.00	-	-	-	7
24 Oct.	7,683	45	7,683	0.00	-	-	-	7
31 Oct.	8,007	42	8,007	0.00	-	-	-	7
7 Nov.	6,551	42	6,551	0.00	-	-	-	7
14 Nov.	6,736	43	6,736	0.00	-	-	-	7
21 Nov.	6,352	45	6,352	0.00	-	-	-	7
28 Nov.	6,535	41	6,535	0.00	-	-	-	7
5 Dec.	6,599	44	6,599	0.00	-	-	-	7
12 Dec.	7,097	46	7,097	0.00	-	-	-	7
19 Dec.	9,573	48	9,573	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations ^{5), 6)}								
2018 29 Mar.	2,359	20	2,359	0.00	-	-	-	91
26 Apr.	2,281	14	2,281	0.00	-	-	-	91
31 May	2,887	17	2,887	0.00	-	-	-	91
28 June	2,266	19	2,266	0.00	-	-	-	91
26 July	797	13	797	0.00	-	-	-	98
30 Aug.	1,454	16	1,454	0.00	-	-	-	91
27 Sep.	1,261	20	1,261	0.00	-	-	-	84
1 Nov.	1,490	16	1,490	0.00	-	-	-	91
29 Nov.	1,946	18	1,946	0.00	-	-	-	91
20 Dec. ⁷⁾	1,554	18	1,554	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the last ten operations of 2018 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

1.2.2 Other tender operations ¹⁾

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures				Running for (...) days
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate ²⁾	Weighted average rate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7

Source: ECB.

1) Only the last ten operations of 2018 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

1 Financial and monetary developments

1.3 Long-term government bond yields ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2018 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Belgium	3.3	4.5	2.2	0.8	0.5	0.7	0.8
Germany	2.8	4.3	1.4	0.5	0.1	0.3	0.4
Estonia ³⁾	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.0	4.4	3.7	1.2	0.7	0.8	1.0
Greece	7.3	4.8	9.8	9.7	8.4	6.0	4.2
Spain	3.9	4.4	3.3	1.7	1.4	1.6	1.4
France	3.2	4.4	1.9	0.8	0.5	0.8	0.8
Italy	4.0	4.6	3.4	1.7	1.5	2.1	2.6
Cyprus	5.0	5.3	4.8	4.5	3.8	2.6	2.2
Latvia	4.7	5.3	4.2	1.0	0.5	0.8	0.9
Lithuania	4.5	5.2	3.9	1.4	0.9	0.3	0.3
Luxembourg	2.9	4.1	1.7	0.4	0.3	0.5	0.6
Malta	3.8	5.0	2.8	1.5	0.9	1.3	1.4
Netherlands	3.0	4.4	1.7	0.7	0.3	0.5	0.6
Austria	3.2	4.4	1.9	0.7	0.4	0.6	0.7
Portugal	4.8	4.5	5.1	2.4	3.2	3.1	1.8
Slovenia	4.0	5.1	3.3	1.7	1.1	1.0	0.9
Slovakia	3.8	5.3	2.6	0.9	0.5	0.9	0.9
Finland	3.1	4.4	1.7	0.7	0.4	0.5	0.7
Euro area	3.5	4.4	2.5	1.2	0.9	1.1	1.1
Bulgaria	4.2	5.0	3.7	2.5	2.3	1.6	0.9
Czech Republic	3.3	4.6	2.3	0.6	0.4	1.0	2.0
Denmark	3.0	4.5	1.6	0.7	0.3	0.5	0.5
Croatia	4.8	5.1	4.7	3.6	3.5	2.8	2.2
Hungary	6.3	7.3	5.5	3.4	3.1	3.0	3.1
Poland	5.3	6.6	4.3	2.7	3.0	3.4	3.2
Romania	6.1	7.3	5.6	3.5	3.3	4.0	4.7
Sweden	3.1	4.5	1.7	0.7	0.5	0.7	0.7
United Kingdom	3.5	4.8	2.1	1.8	1.2	1.2	1.4
European Union	3.6	4.6	2.6	1.4	1.1	1.3	1.4
United States	3.6	4.7	2.5	2.1	1.8	2.3	2.9
Japan	1.1	1.5	0.6	0.4	0.0	0.1	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

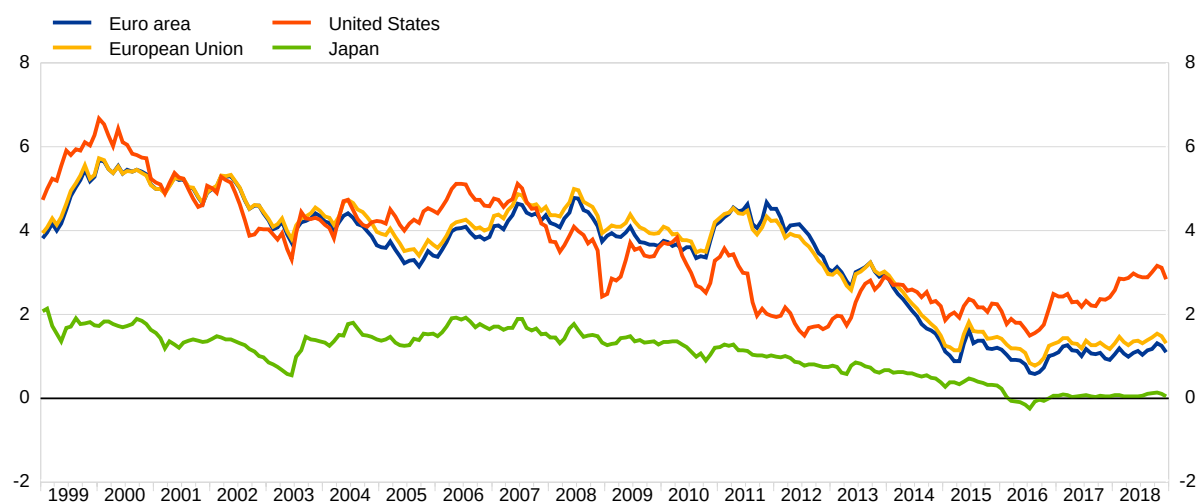
1) Further information can be found on the ECB's website (https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

3) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields ^{1), 2)}

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further information can be found on the ECB's website (https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

1 Financial and monetary developments

1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

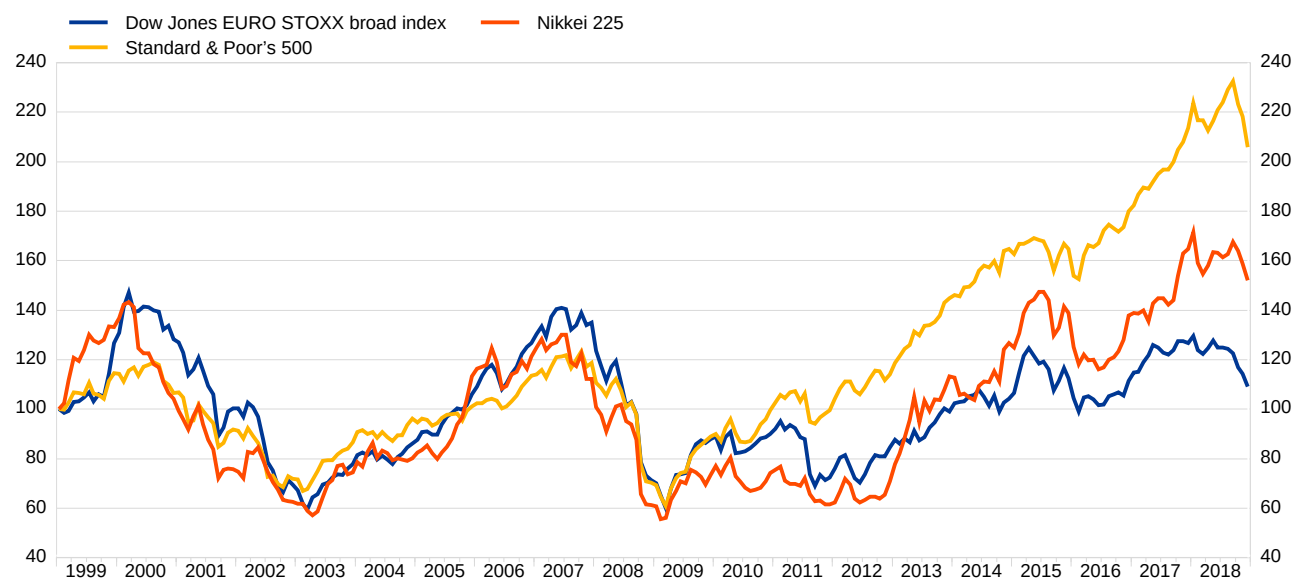
	1999-2018 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Belgium - BEL 20 Index	-2.9	-42.9	29.1	12.6	-2.5	10.3	-18.5
Germany - DAX 30 Index	51.7	-30.9	77.2	9.6	6.9	12.5	-18.3
Estonia - OMXT Index	826.5	119.0	187.4	19.1	19.6	15.5	-6.4
Ireland - ISEQ Index	9.2	-53.3	84.2	30.0	-4.0	8.0	-22.1
Greece - ASE Index	-89.3	-68.7	-72.1	-23.6	1.9	24.7	-23.6
Spain - IBEX 35 Index	-26.6	-21.0	-28.5	-7.2	-2.0	7.4	-15.0
France - CAC 40 Index	-20.6	-46.0	20.2	8.5	4.9	9.3	-11.0
Italy - FTSEMIB Index	-57.0	-54.3	-21.2	12.7	-10.2	13.6	-16.1
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-20.9	-2.0	4.7	-3.9
Latvia - OMXR Index	496.4	74.1	233.1	45.7	23.5	35.8	-6.7
Lithuania - OMXV Index	516.9	79.3	135.7	7.4	14.9	17.0	-5.6
Luxembourg - LuxX Index	-5.7	-29.8	-4.0	-8.5	20.0	-1.8	-19.6
Malta - MSE Index	31.1	-6.8	30.5	33.0	4.5	-2.6	0.1
Netherlands - AEX Index	-27.3	-63.4	45.5	4.1	9.4	12.7	-10.4
Austria - ATX Index	129.2	46.2	10.0	11.0	9.2	30.6	-19.7
Portugal - PSI 20 Index	-60.4	-47.0	-44.1	10.7	-11.9	15.2	-12.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.4	-42.0	-18.2	-11.2	3.1	12.4	-0.3
Slovakia - SAX Index	331.3	366.0	24.5	31.5	9.0	2.2	2.1
Finland - OMXH Index	-40.3	-62.9	34.9	10.8	3.6	6.4	-8.0
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-21.1	-46.5	19.6	8.0	1.5	10.1	-14.8
Bulgaria - SOFIX Index	457.0	236.0	39.1	-11.7	27.2	15.5	-12.3
Czech Republic - PX 50 Index	101.5	75.3	-11.7	1.0	-3.6	17.0	-8.5
Denmark - OMXC 20 Index	248.7	-3.1	164.8	36.2	-12.8	15.9	-13.0
Croatia - CROBEX Index	49.1	46.9	-12.7	-3.2	18.1	-7.6	-5.1
Hungary - BUX Index	343.8	38.8	84.4	43.8	33.8	23.0	-0.6
Poland - WIG Index	219.0	50.6	44.3	-9.6	11.4	23.2	-9.5
Romania - BET Index	1,546.2	546.8	57.4	-1.1	1.2	9.4	-4.8
Sweden - OMXS 30 Index	17.5	-44.8	48.0	-1.2	4.9	3.9	-10.7
United Kingdom - FTSE 100 Index	-2.9	-36.0	24.3	-4.9	14.4	7.6	-12.5
United States - S&P 500 Index	70.6	-38.5	124.8	-0.7	9.5	19.4	-6.2
Japan - Nikkei 225 Index	5.7	-53.2	89.8	9.1	0.4	19.1	-12.1

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1 Financial and monetary developments

1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2018 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Euro area - EURIBOR	1.85	3.35	0.35	-0.02	-0.26	-0.33	-0.32
Bulgaria - SOFIBOR ³⁾	2.87	4.57	1.95	0.54	0.15	0.09	-0.01
Czech Republic - PRIBOR	2.34	3.70	0.84	0.31	0.29	0.41	0.76
Denmark - CIBOR	2.10	3.64	0.55	-0.12	-0.15	-0.26	-0.30
Croatia - ZIBOR	4.96	7.54	2.36	1.23	0.85	0.60	0.50
Hungary - BUBOR	6.70	9.70	3.70	1.61	0.99	0.15	0.12
Poland - WIBOR	6.07	9.11	3.03	1.75	1.70	1.73	1.71
Romania - ROBOR	14.08	24.65	4.26	1.33	0.78	1.15	2.79
Sweden - STIBOR	2.05	3.44	0.66	-0.19	-0.49	-0.50	-0.40
United Kingdom - LIBOR	1.84	3.35	0.31	-0.02	-0.28	-0.37	-0.36
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.69	0.32	0.74	1.26	2.31
Japan - LIBOR	0.21	0.29	0.14	0.09	-0.02	-0.02	-0.05

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

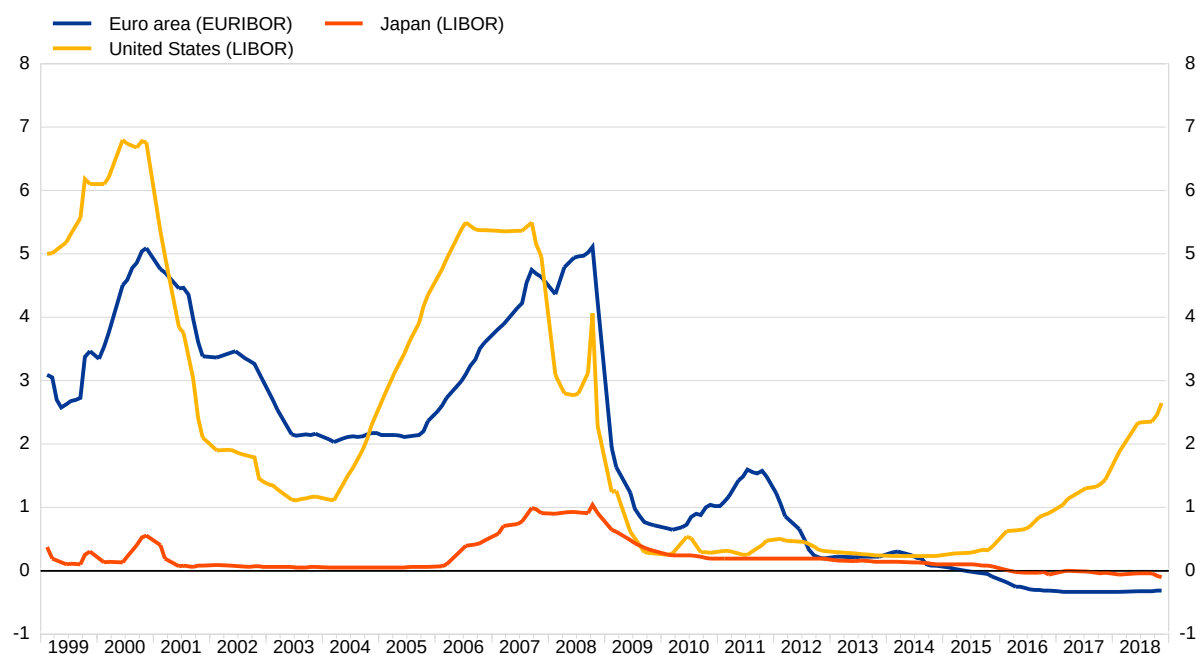
1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

3) Data up to June 2018 are for the SOFIBOR reference rate. Effective as of 1 July 2018 the Bulgarian National Bank discontinued the activities relating to the calculation and publication of the SOFIBOR reference rate.

Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

1 Financial and monetary developments

1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

1.6.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2018 ³⁾	2003-2008 ³⁾	2009-2018 ³⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	2.95	4.24	2.17	1.98	1.76	1.69	1.61
Germany	3.38	4.75	2.56	2.09	1.88	1.74	1.63
Estonia	3.99	5.44	3.41	2.51	2.49	2.57	2.62
Ireland	3.99	5.10	3.33	3.02	2.80	2.82	2.81
Greece	5.54	5.78	5.39	5.13	4.92	4.51	4.11
Spain	3.36	4.21	2.85	2.61	2.12	1.89	1.80
France	2.90	4.11	2.17	1.74	1.60	1.52	1.48
Italy	3.73	4.90	3.03	2.67	2.15	1.87	1.78
Cyprus	5.60	6.76	5.48	4.78	4.18	3.89	3.52
Latvia	3.12	-	3.12	3.33	2.87	2.85	3.01
Lithuania	2.43	-	2.43	2.50	2.32	2.30	2.59
Luxembourg	2.69	4.03	1.89	1.56	1.34	1.35	1.39
Malta	4.43	6.12	4.26	3.94	3.50	3.66	3.78
Netherlands	2.99	4.30	2.20	1.87	1.52	1.47	1.32
Austria	2.89	4.26	2.07	1.82	1.71	1.56	1.50
Portugal	4.80	5.34	4.48	3.96	3.28	2.81	2.48
Slovenia	4.14	4.36	4.01	3.12	2.43	2.36	2.19
Slovakia	3.00	5.60	2.74	2.41	2.24	2.15	2.24
Finland	2.81	4.05	2.06	1.85	1.71	1.71	1.78
Euro area ²⁾	3.33	4.51	2.62	2.25	1.92	1.76	1.67

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) Data for Estonia available since 2005; for Cyprus, Malta and Slovakia since 2008; for Latvia since 2014; for Lithuania since 2015.

1.6.2 Households for house purchase ¹⁾

	2003-2018 ³⁾	2003-2008 ³⁾	2009-2018 ³⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	3.55	4.38	3.05	2.49	2.11	2.09	1.91
Germany	3.53	4.81	2.76	1.96	1.76	1.83	1.87
Estonia	3.39	4.72	2.85	2.30	2.32	2.38	2.48
Ireland	3.59	4.13	3.27	3.41	3.25	3.18	3.01
Greece	3.74	4.53	3.26	2.63	2.69	2.78	2.99
Spain	3.20	4.16	2.63	2.23	1.94	1.90	1.94
France	3.41	4.25	2.91	2.31	1.87	1.60	1.55
Italy	3.55	4.49	3.00	2.51	2.13	2.05	1.86
Cyprus	4.30	5.79	4.15	3.63	3.08	2.77	2.39
Latvia	2.94	-	2.94	3.08	2.88	2.68	2.75
Lithuania	2.07	-	2.07	1.88	1.94	2.09	2.38
Luxembourg	2.79	4.02	2.05	1.86	1.68	1.74	1.75
Malta	3.26	4.98	3.08	2.79	2.81	2.82	2.68
Netherlands	3.94	4.54	3.58	2.91	2.58	2.41	2.41
Austria	3.12	4.28	2.42	2.01	1.90	1.85	1.79
Portugal	3.24	4.17	2.67	2.38	1.90	1.64	1.41
Slovenia	4.01	5.55	3.08	2.53	2.20	2.34	2.42
Slovakia	3.86	6.12	3.63	2.74	2.04	1.82	1.55
Finland	2.51	3.85	1.71	1.36	1.16	1.03	0.90
Euro area ²⁾	3.44	4.42	2.84	2.26	1.97	1.86	1.82

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) Data for Estonia available since 2005; for Cyprus, Malta and Slovakia since 2008; for Latvia since 2014; for Lithuania since 2015.

1 Financial and monetary developments

1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

1.7.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2018 ³⁾	2003-2008 ³⁾	2009-2018 ³⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.32	2.79	0.34	0.15	-0.04	-0.12	-0.17
Germany	1.39	2.86	0.41	0.16	0.02	-0.04	-0.04
Estonia	1.46	2.75	0.60	0.23	0.17	0.13	0.43
Ireland	1.56	2.75	0.77	0.15	0.05	0.01	0.00
Greece	-	-	-	-	-	-	0.90
Spain	1.88	2.90	1.20	0.36	0.21	0.21	0.27
France	1.65	2.89	0.83	0.31	0.21	0.13	0.13
Italy	1.90	2.88	1.25	0.87	1.04	0.64	0.46
Cyprus	2.81	4.83	2.59	1.72	1.41	1.38	0.76
Latvia	-	-	-	-	-	-	0.14
Lithuania	1.33	2.70	0.57	0.17	0.19	0.16	0.17
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-0.14
Malta	-	-	-	-	-	-	0.57
Netherlands	0.31	-	0.31	0.04	-0.03	-0.20	-0.20
Austria	1.57	2.92	0.67	0.32	0.26	0.14	0.16
Portugal	1.98	2.97	1.32	0.46	0.25	0.23	0.13
Slovenia	1.73	2.75	1.16	0.27	0.11	0.08	0.06
Slovakia	1.26	4.63	0.51	0.24	0.17	0.12	0.12
Finland	1.40	2.80	0.47	0.30	0.39	0.23	0.22
Euro area ⁽²⁾	1.62	2.86	0.79	0.32	0.18	0.11	0.10

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia, Luxembourg and Malta are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) Data for Estonia and Slovenia available since 2005; for Cyprus and Slovakia since 2008; for the Netherlands since 2010; for Lithuania since 2015.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2018 ³⁾	2003-2008 ³⁾	2009-2018 ³⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.66	2.75	1.01	1.00	0.65	0.42	0.37
Germany	1.61	2.80	0.89	0.47	0.42	0.28	0.34
Estonia	1.57	2.75	0.86	0.58	0.54	0.63	0.68
Ireland	1.58	2.64	0.95	0.29	0.16	0.09	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	0.59
Spain	1.95	2.89	1.39	0.46	0.21	0.10	0.06
France	2.21	2.89	1.79	1.68	1.24	0.96	0.88
Italy	1.74	2.07	1.54	1.20	1.08	0.86	0.71
Cyprus	3.08	6.01	2.79	1.77	1.53	1.33	0.87
Latvia	1.76	3.03	1.13	0.56	0.56	0.61	0.82
Lithuania	1.60	3.07	0.87	0.28	0.24	0.29	0.31
Luxembourg	-	-	-	0.38	-	-	0.20
Malta	1.97	3.92	1.78	1.34	1.17	0.82	0.83
Netherlands	2.22	2.50	2.16	1.91	1.64	1.44	1.40
Austria	1.68	2.89	0.95	0.45	0.37	0.31	0.29
Portugal	2.00	2.67	1.59	0.75	0.39	0.28	0.17
Slovenia	1.89	2.90	1.49	0.58	0.33	0.24	0.27
Slovakia	1.97	3.69	1.63	1.68	1.13	0.70	0.88
Finland	1.82	2.97	1.13	0.96	0.56	0.40	0.28
Euro area ⁽²⁾	2.00	2.81	1.52	0.81	0.56	0.40	0.35

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) Data for Estonia and Slovenia available since 2005; for Cyprus and Slovakia since 2008; for the Netherlands since 2010; for Lithuania since 2015.

1 Financial and monetary developments

1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

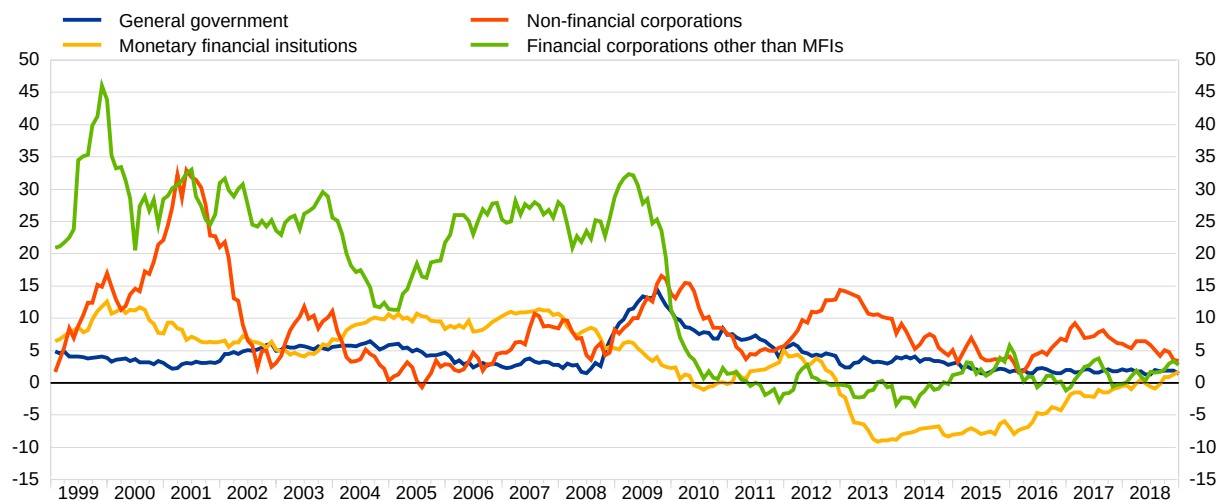
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2018	1999-2008	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Belgium	3.2	2.6	2.6	1.3	4.2	4.7	-1.1
Germany	1.9	4.8	-0.9	-0.6	-1.3	0.3	-0.1
Estonia	-	-	7.3	-0.5	2.4	4.6	14.8
Ireland	4.9	9.9	-1.0	0.8	-1.4	2.7	0.4
Greece	1.9	12.6	-8.9	-4.2	-28.3	-20.3	5.6
Spain	7.8	15.6	-0.1	-4.5	-0.7	0.8	2.5
France	5.9	8.4	3.2	0.7	1.4	3.2	3.5
Italy	3.7	6.4	0.6	-3.7	-2.2	0.1	0.3
Cyprus	-	-	7.2	-2.9	4.7	35.6	27.7
Latvia	-	-	17.7	10.3	12.2	9.7	0.6
Lithuania	-	-	2.2	-	6.7	8.7	1.2
Luxembourg	5.7	0.2	10.3	16.6	2.3	0.8	2.2
Malta	-	-	8.2	13.1	11.1	4.7	3.5
Netherlands	6.4	12.5	0.7	1.3	0.6	0.4	1.7
Austria	4.1	9.6	-1.1	-3.3	-0.8	-2.5	-1.0
Portugal	6.3	10.4	0.6	-6.7	0.9	1.6	1.9
Slovenia	-	-	6.9	3.6	1.6	2.1	-1.1
Slovakia	11.1	13.7	8.4	1.6	3.1	4.5	7.0
Finland	4.9	3.6	5.5	-0.9	1.3	2.6	4.9
Euro area	4.6	7.7	1.1	-0.5	-0.2	1.2	1.6

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.9 Listed shares issued by euro area residents

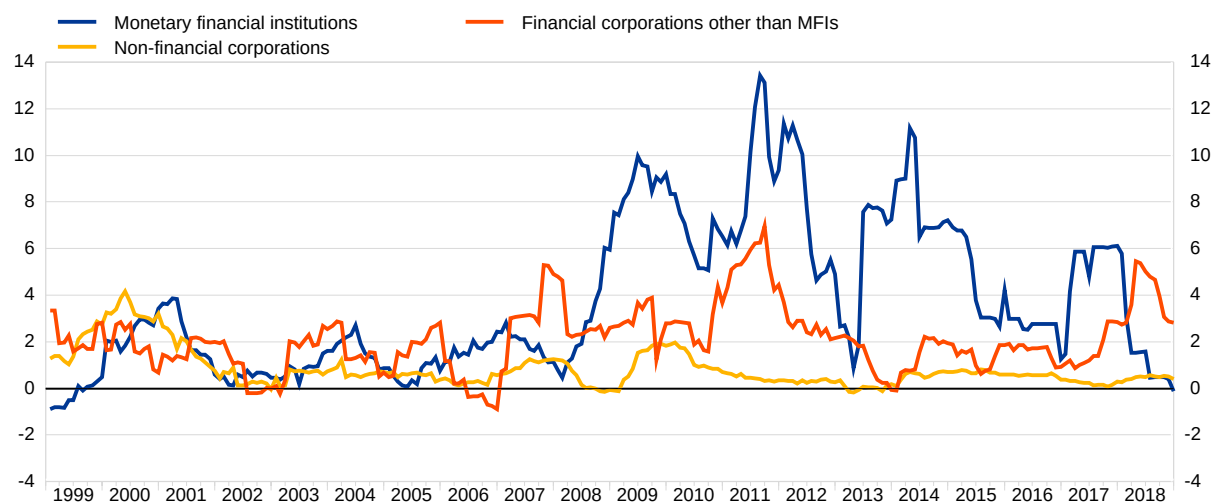
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2018	1999-2008	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Belgium	0.3	0.1	0.5	1.0	1.1	0.6	0.8
Germany	1.2	1.4	0.9	0.9	0.3	0.5	1.0
Estonia	-	-	-5.1	-4.8	-4.0	-2.2	3.3
Ireland	2.2	1.0	0.3	0.2	-0.1	-2.3	0.5
Greece	7.6	1.5	14.4	6.2	40.9	0.3	0.5
Spain	1.2	1.1	1.2	2.5	1.1	1.7	1.0
France	0.8	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7	0.7
Italy	1.6	1.1	1.8	1.8	1.4	3.1	0.9
Cyprus	-	-	15.6	23.1	9.2	23.3	15.1
Latvia	-	-	3.5	0.6	1.7	2.5	29.4
Lithuania	-	-	-0.1	-	0.3	-0.2	1.0
Luxembourg	7.1	5.7	9.3	6.9	11.5	5.5	23.5
Malta	-	-	8.5	8.0	6.0	38.5	11.4
Netherlands	0.3	0.3	0.2	0.1	0.7	0.5	-0.1
Austria	5.2	8.7	2.2	2.3	0.4	1.7	3.2
Portugal	2.0	2.3	1.6	3.6	0.5	2.7	0.6
Slovenia	-	-	0.7	0.5	0.0	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	-0.1	-0.2	0.0	0.0
Finland	0.1	-0.5	0.9	0.9	0.8	0.6	-0.1
Euro area	1.2	1.1	1.1	1.2	0.9	0.8	1.1

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.10 Monetary aggregates, components and counterparts ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2018	1999-2008	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Components of M3							
M3	5.2	7.5	2.9	4.7	5.0	4.7	4.1
M2	5.4	7.3	3.6	5.3	4.8	5.2	4.3
M1	7.6	7.8	7.3	10.6	8.8	8.8	6.6
Currency in circulation	7.0	9.0	5.0	6.9	3.7	3.4	4.5
Overnight deposits	7.7	7.6	7.8	11.3	9.7	9.8	6.9
M2-M1 (other short-term deposits)	2.5	7.1	-1.9	-3.2	-2.5	-2.1	-0.8
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.0	10.3	-7.5	-8.4	-7.4	-8.4	-6.0
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.4	3.3	3.5	0.6	0.7	1.5	2.0
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.0	-3.9	7.6	-3.3	0.9
Repurchase agreements	-0.2	6.3	-6.4	-39.0	-5.8	9.5	-4.5
Money market fund shares	3.6	9.4	-1.8	11.5	7.0	-2.1	2.2
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.5	11.6	-13.0	-28.4	26.1	-21.4	-2.3
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.6	7.4	1.9	2.5	7.8	12.6	11.3
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.4	6.6	0.3	-3.0	-1.7	-1.1	0.7
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.3	5.8	-1.1	-4.8	-3.4	-4.0	-2.0
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.8	-0.9	-6.6	-14.5	-10.9	-9.7	-8.1
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.2	7.3	-2.7	-8.6	-5.3	-3.4	0.8
Capital and reserves	6.1	7.2	4.9	4.6	2.9	3.3	2.8
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.4	6.9	1.9	2.3	4.9	3.8	2.6
Credit to general government	3.4	0.6	6.2	8.2	12.4	6.6	2.0
of which: loans	-0.1	-0.1	0.0	-1.9	-3.1	-4.0	-2.8
Credit to the private sector ³⁾	4.6	8.7	0.7	0.7	2.5	2.8	2.9
of which: loans ⁴⁾	4.5	8.3	0.8	0.7	2.4	2.9	3.4

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

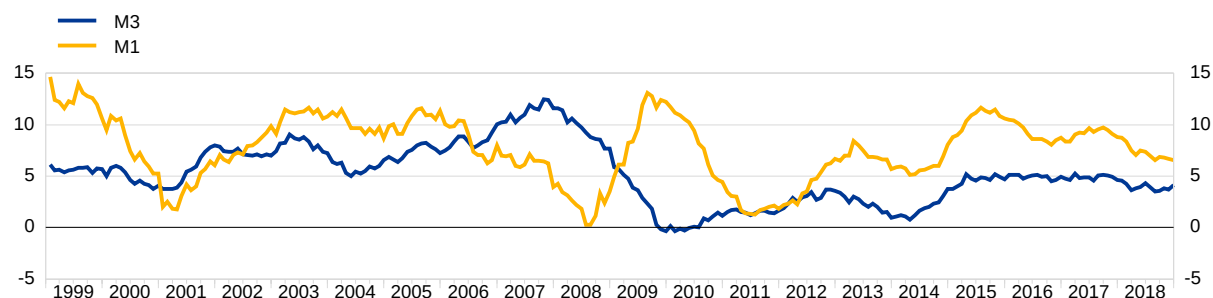
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.10 Monetary aggregates ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.11 MFI loans to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

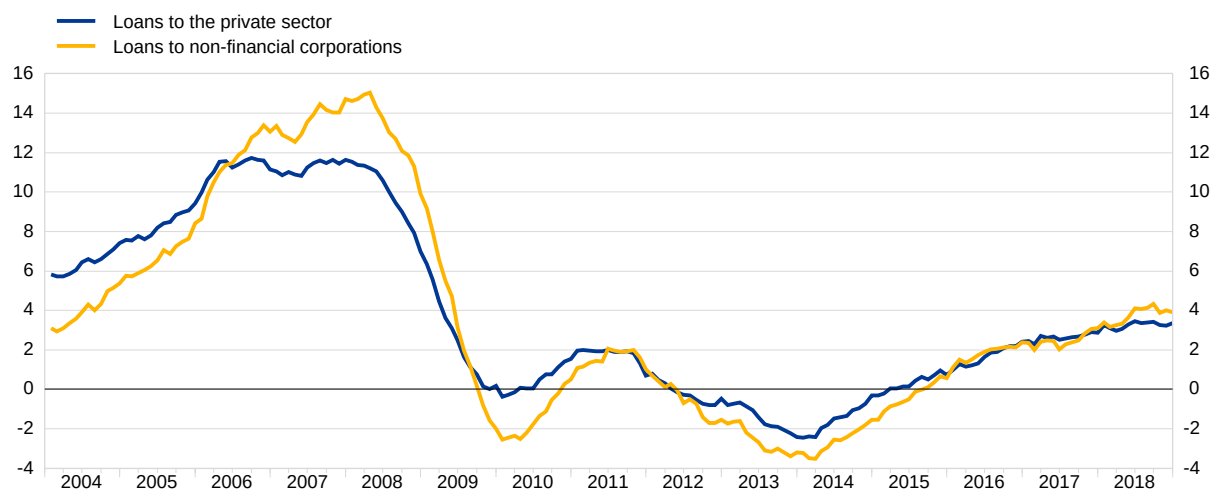
	2004-2008	2009-2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Belgium	9.5	3.2	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5	9.5
Germany	3.6	0.9	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2	6.5
Estonia	39.2	1.7	3.6	3.6	6.2	6.6	5.5	4.0
Ireland	24.2	-2.7	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.2	3.9
Greece	13.6	-1.3	-3.1	-3.2	-1.2	-0.2	0.0	0.2
Spain	19.3	-3.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.2	-1.9
France	10.2	3.0	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6	6.4
Italy	9.2	-0.6	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.4	1.3
Cyprus	26.1	1.4	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3	3.5
Latvia	-	0.4	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1	3.6
Lithuania	33.6	0.2	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4	5.1
Luxembourg	12.3	-0.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	3.2	3.5
Malta	11.0	0.9	-9.1	4.1	-10.3	7.3	14.8	3.6
Netherlands	9.7	0.3	1.7	-3.6	-3.4	-0.1	-0.6	-0.8
Austria	6.9	2.1	-0.2	1.1	0.7	2.0	4.5	8.0
Portugal	7.8	-1.5	-3.0	-6.8	-1.1	-1.4	-0.3	2.2
Slovenia	24.0	-3.4	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9	1.5
Slovakia	20.3	3.4	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8	8.2
Finland	11.7	4.5	5.7	4.9	5.2	4.5	4.2	7.7
Euro area	10.2	0.3	-3.2	-1.5	0.6	2.4	3.1	3.9
Bulgaria	-	3.7	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8	8.6
Czech Republic	-	4.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1	6.2
Denmark	-	0.1	1.1	0.5	-0.1	3.1	1.1	4.1
Croatia	-	0.0	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0	2.2
Hungary	-	0.8	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2	13.6
Poland	-	5.8	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6	6.7
Romania	-	3.7	-4.8	2.1	-1.6	2.9	7.9	7.7
Sweden	-	4.0	1.0	2.5	3.7	4.6	5.7	6.1
United Kingdom	-	-2.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7	2.5

Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs. Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

1 Financial and monetary developments

1.12 MFI loans to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Belgium	10.2	4.7	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0	5.7
Germany	0.0	1.8	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2	3.9
Estonia	42.3	1.5	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0	6.6
Ireland	18.7	-3.1	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5	-0.8
Greece	24.3	-2.2	-3.1	-2.6	-2.9	-2.8	-2.0	-2.2
Spain	15.3	-2.0	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5	0.4
France	10.4	4.1	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0	5.6
Italy	11.1	1.7	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8	2.6
Cyprus	15.9	1.4	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0	-0.2
Latvia	-	-2.6	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6	0.7
Lithuania	56.9	1.7	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6	8.6
Luxembourg	4.4	5.2	3.9	4.2	4.8	4.1	7.8	7.3
Malta	11.1	6.2	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5	7.6
Netherlands	7.2	0.0	-1.7	-1.3	-1.0	-0.6	0.0	0.3
Austria	5.9	1.7	0.6	1.1	1.9	3.1	3.1	3.9
Portugal	8.2	-1.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.7	-0.3	0.9
Slovenia	22.7	3.0	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2	6.8
Slovakia	26.9	11.8	10.3	13.2	13.1	13.3	12.4	10.8
Finland	12.1	3.6	2.1	1.9	2.6	2.5	2.7	2.2
Euro area	7.6	1.4	-0.3	0.1	1.3	2.0	2.9	3.2
Bulgaria	-	2.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.9	9.1
Czech Republic	-	6.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4	7.9
Denmark	-	0.5	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.4	1.3
Croatia	-	0.4	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8	5.8
Hungary	-	-4.9	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.6	7.3
Poland	-	5.5	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4	5.6
Romania	-	4.7	0.4	2.3	1.3	7.7	10.5	9.6
Sweden	-	6.3	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0	5.5
United Kingdom	-	1.3	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9	3.1

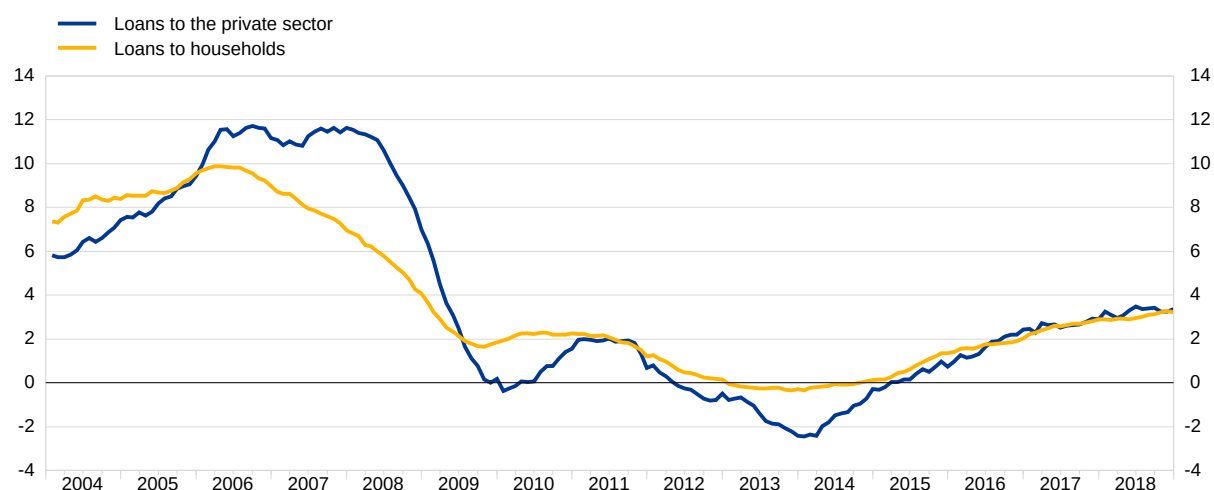
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households.

Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs. Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

2 Economic activity

2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.7	1.5	1.7	1.4
Germany	1.4	1.6	1.3	1.7	2.2	2.2	1.4
Estonia	3.6	5.7	1.7	1.9	3.5	4.9	3.9
Ireland	5.2	5.2	5.2	25.1	5.0	7.2	6.7
Greece	0.4	3.5	-2.7	-0.4	-0.2	1.5	1.9
Spain	2.0	3.6	0.4	3.6	3.2	3.0	2.5
France	1.5	2.1	0.9	1.1	1.2	2.2	1.5
Italy	0.4	1.2	-0.3	0.9	1.1	1.6	0.9
Cyprus	2.4	4.5	0.4	2.0	4.8	4.5	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.9	3.0	2.1	4.6	4.8
Lithuania	3.7	6.1	1.4	2.0	2.4	4.1	3.4
Luxembourg	3.2	4.3	2.0	3.9	2.4	1.5	.
Malta	3.7	2.4	4.7	10.7	5.7	6.7	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.9	2.0	2.2	2.9	2.5
Austria	1.7	2.4	1.1	1.1	2.0	2.6	2.7
Portugal	0.9	1.6	0.1	1.8	1.9	2.8	2.1
Slovenia	2.5	4.3	0.7	2.3	3.1	4.9	4.5
Slovakia	3.7	5.1	2.3	4.2	3.1	3.2	4.1
Finland	1.7	3.3	0.2	0.5	2.8	2.7	2.2
Euro area	1.4	2.1	0.8	2.1	2.0	2.4	1.8
Bulgaria	3.0	4.4	1.6	3.5	3.9	3.8	3.1
Czech Republic	2.8	4.0	1.5	5.3	2.5	4.4	3.0
Denmark	1.3	1.8	0.9	2.3	2.4	2.3	1.2
Croatia	1.8	3.7	-0.1	2.4	3.5	2.9	2.6
Hungary	2.4	3.4	1.5	3.5	2.3	4.1	4.9
Poland	3.8	4.2	3.5	3.8	3.1	4.8	5.4
Romania	3.8	5.5	2.1	3.9	4.8	7.0	4.1
Sweden	2.4	3.0	1.8	4.5	2.7	2.1	2.3
United Kingdom	1.9	2.6	1.3	2.3	1.8	1.8	1.4
European Union	1.6	2.3	1.0	2.3	2.0	2.4	1.9
United States	2.2	2.6	1.8	2.9	1.6	2.2	3.0
Japan	0.9	1.0	0.7	1.2	0.6	1.9	0.8

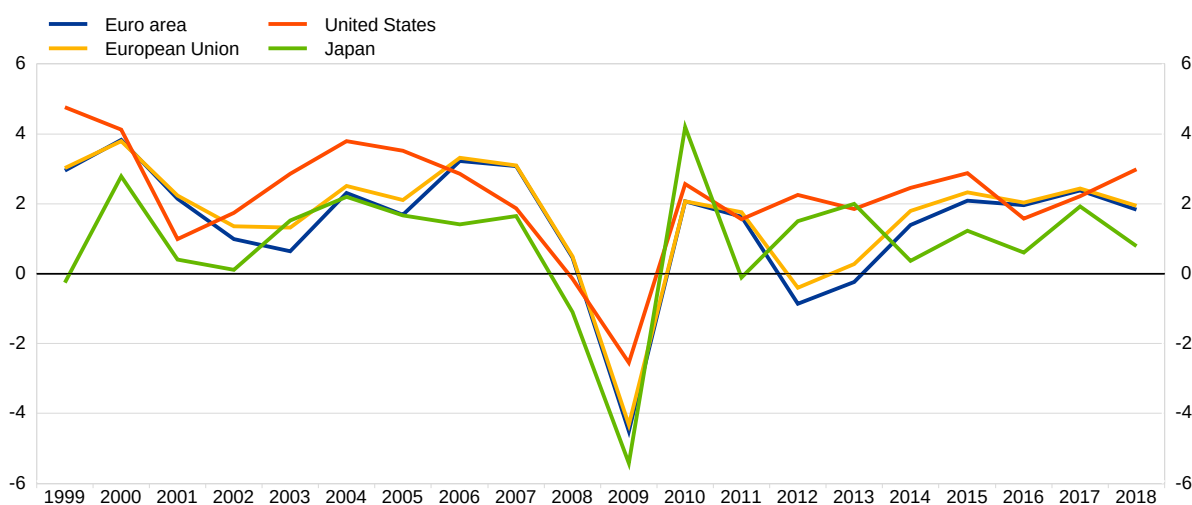
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.9	1.7	1.1	0.6
Germany	1.0	0.9	1.1	1.7	2.1	1.8	1.0
Estonia	3.9	6.6	1.2	4.4	4.4	2.6	4.7
Ireland	3.0	5.5	0.6	3.6	4.1	1.6	3.0
Greece	0.4	3.7	-2.7	-0.2	0.0	0.9	1.1
Spain	1.6	3.3	0.0	3.0	2.9	2.5	2.4
France	1.6	2.3	0.9	1.5	2.1	1.0	0.9
Italy	0.4	1.0	-0.1	1.9	1.3	1.6	0.6
Cyprus	3.1	5.8	0.4	2.4	4.5	4.1	3.7
Latvia	3.7	6.5	1.0	2.5	1.4	4.1	4.5
Lithuania	4.4	8.1	0.9	4.0	5.0	3.3	3.9
Luxembourg	2.6	2.8	2.3	3.2	1.7	3.0	.
Malta	2.2	1.7	2.7	5.1	2.4	3.6	7.3
Netherlands	1.0	1.7	0.4	2.0	1.1	1.9	2.5
Austria	1.3	1.8	0.9	0.4	1.4	1.4	1.6
Portugal	1.1	2.0	0.1	2.3	2.4	2.3	2.5
Slovenia	1.9	3.1	0.8	2.3	3.9	1.9	2.2
Slovakia	2.8	4.6	1.1	2.2	2.9	3.5	3.0
Finland	2.1	3.2	1.0	1.5	2.2	1.5	1.4
Euro area	1.2	1.8	0.5	1.8	2.0	1.6	1.3
Bulgaria	4.8	7.6	2.1	4.5	3.6	4.5	6.4
Czech Republic	2.5	3.3	1.6	3.7	3.6	4.3	3.2
Denmark	1.2	1.7	0.8	2.3	2.1	2.1	2.3
Croatia	1.5	3.5	-0.4	1.1	3.5	3.6	3.5
Hungary	2.3	3.7	1.0	3.9	4.0	4.8	5.4
Poland	3.4	3.9	2.9	3.0	3.9	4.9	4.5
Romania	5.2	8.1	2.5	6.0	7.9	10.0	5.2
Sweden	2.4	2.7	2.0	3.1	2.9	2.2	1.2
United Kingdom	2.1	3.0	1.2	2.6	3.1	2.1	1.7
European Union	1.5	2.2	0.8	2.1	2.4	2.0	1.6
United States	2.5	3.1	2.0	3.7	2.7	2.5	2.8
Japan	0.8	1.0	0.6	-0.2	-0.1	1.1	0.4

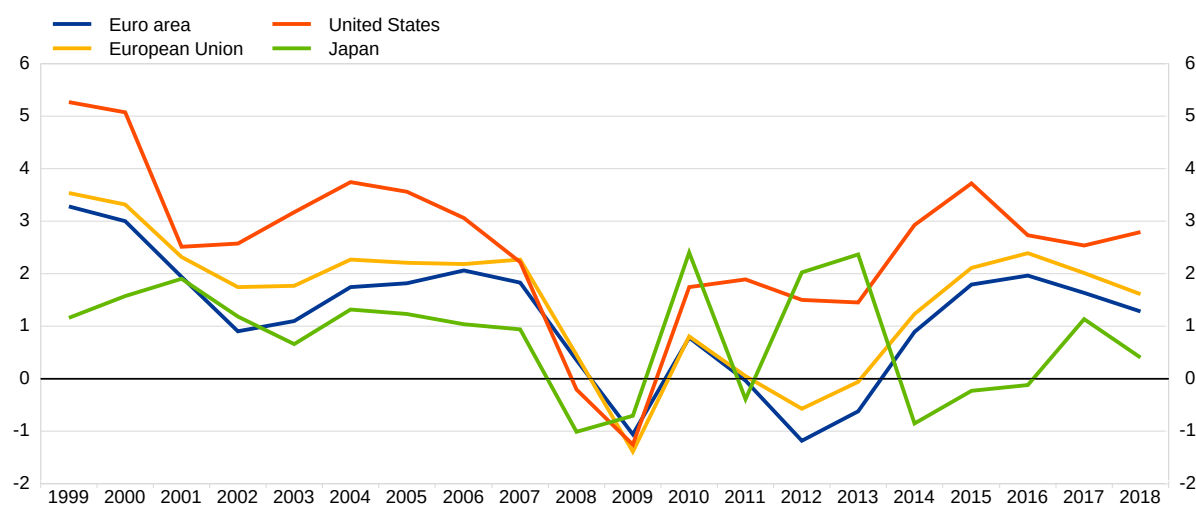
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.3	1.9	0.7	0.6	-0.2	0.6	0.8
Germany	1.4	1.0	1.9	2.9	4.0	1.6	1.0
Estonia	2.0	3.0	1.1	3.0	2.2	0.6	0.3
Ireland	2.9	5.3	0.6	1.9	3.5	3.7	5.8
Greece	0.5	3.5	-2.6	1.6	-0.7	-0.4	-2.5
Spain	2.7	5.0	0.5	2.0	1.0	1.9	2.3
France	1.5	1.6	1.4	1.0	1.4	1.3	1.1
Italy	0.5	1.4	-0.4	-0.6	0.1	-0.2	0.2
Cyprus	1.8	3.8	-0.2	-0.5	-0.8	3.1	4.3
Latvia	1.4	2.8	0.1	1.9	3.9	4.1	4.0
Lithuania	0.6	1.4	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	0.6
Luxembourg	3.4	4.1	2.6	2.8	2.5	3.1	.
Malta	2.8	2.8	2.7	3.7	-2.8	2.1	11.7
Netherlands	2.0	3.2	0.8	-0.1	1.3	1.1	1.1
Austria	1.3	1.7	0.8	0.8	1.8	1.5	0.2
Portugal	0.8	2.2	-0.5	1.3	0.8	0.2	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.4	2.4	2.7	0.5	2.6
Slovakia	2.7	3.2	2.2	5.4	1.6	1.7	1.9
Finland	1.1	1.6	0.6	0.2	1.8	-0.4	1.7
Euro area	1.4	2.0	0.9	1.3	1.8	1.1	1.0
Bulgaria	1.3	1.7	0.9	1.3	2.2	3.7	4.7
Czech Republic	1.6	2.0	1.1	1.9	2.7	1.3	3.9
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.7	0.2	0.7	0.5
Croatia	1.4	2.0	0.8	-1.0	0.7	2.7	2.9
Hungary	1.6	1.9	1.2	1.3	0.7	1.3	-0.5
Poland	3.1	4.0	2.2	2.3	1.9	3.5	3.6
Romania	1.0	1.1	0.9	-0.3	2.2	2.6	3.8
Sweden	1.1	0.7	1.5	2.4	3.6	0.0	0.9
United Kingdom	1.9	3.2	0.7	1.4	0.8	-0.2	0.2
European Union	1.5	2.1	0.9	1.4	1.7	1.0	1.0
United States	1.1	2.1	0.1	1.7	1.5	-0.1	1.2
Japan	1.6	1.8	1.4	1.5	1.4	0.3	0.8

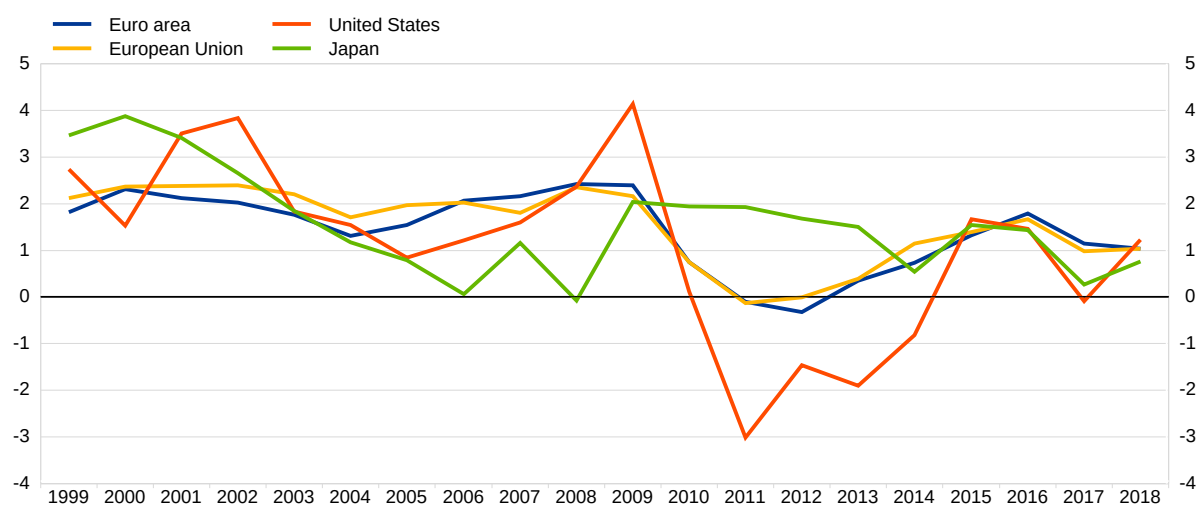
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	2.4	3.6	1.1	4.1	5.1	1.6	0.8
Germany	0.9	0.8	1.1	0.1	4.6	3.2	5.4
Estonia	4.7	7.7	1.7	-6.4	7.0	10.3	11.1
Ireland	5.2	5.1	5.4	45.0	56.7	-31.9	6.6
Greece	-2.6	4.4	-9.1	-12.5	6.1	10.0	1.8
Spain	1.7	5.3	-1.8	9.0	2.5	5.4	5.4
France	2.0	3.4	0.6	2.2	0.9	5.3	1.1
Italy	0.1	2.4	-2.2	2.4	3.7	2.2	3.2
Cyprus	2.6	8.4	-2.9	18.1	21.9	31.8	-0.3
Latvia	4.5	11.2	-1.9	2.4	2.5	14.0	15.0
Lithuania	3.5	8.9	-1.7	22.1	-4.5	4.3	1.7
Luxembourg	3.7	4.9	2.5	-4.7	7.6	1.2	.
Malta	1.9	0.9	2.6	51.2	1.5	-12.8	0.5
Netherlands	1.6	2.5	0.7	29.1	-6.7	4.4	4.4
Austria	1.5	1.8	1.2	3.2	4.2	5.6	3.0
Portugal	-1.0	0.4	-2.3	6.4	1.8	9.2	5.6
Slovenia	1.6	6.9	-3.3	0.1	0.0	13.2	12.6
Slovakia	2.1	3.6	0.6	16.1	-3.1	1.1	8.9
Finland	1.6	3.2	0.0	1.6	7.6	4.7	5.1
Euro area	1.2	2.6	-0.2	5.1	4.3	2.4	3.4
Bulgaria	5.1	14.6	-3.7	1.4	-4.6	6.5	6.6
Czech Republic	2.8	5.4	0.2	13.0	-4.3	4.0	5.7
Denmark	1.8	2.5	1.1	5.2	6.2	4.0	5.1
Croatia	2.5	7.9	-2.6	8.9	7.7	4.6	6.1
Hungary	1.5	2.2	0.8	-1.3	-5.4	17.1	17.2
Poland	3.9	5.0	2.8	4.9	-2.0	6.2	10.0
Romania	5.5	12.1	-0.7	6.8	-0.2	4.2	8.7
Sweden	3.4	4.2	2.6	8.4	3.6	6.4	4.7
United Kingdom	2.1	1.4	2.9	4.6	1.6	0.3	2.1
European Union	1.5	2.7	0.4	5.2	3.4	2.5	3.8
United States	2.4	2.2	2.5	4.4	-0.9	4.0	5.4
Japan	-0.2	-0.9	0.5	2.9	-0.8	2.8	1.7

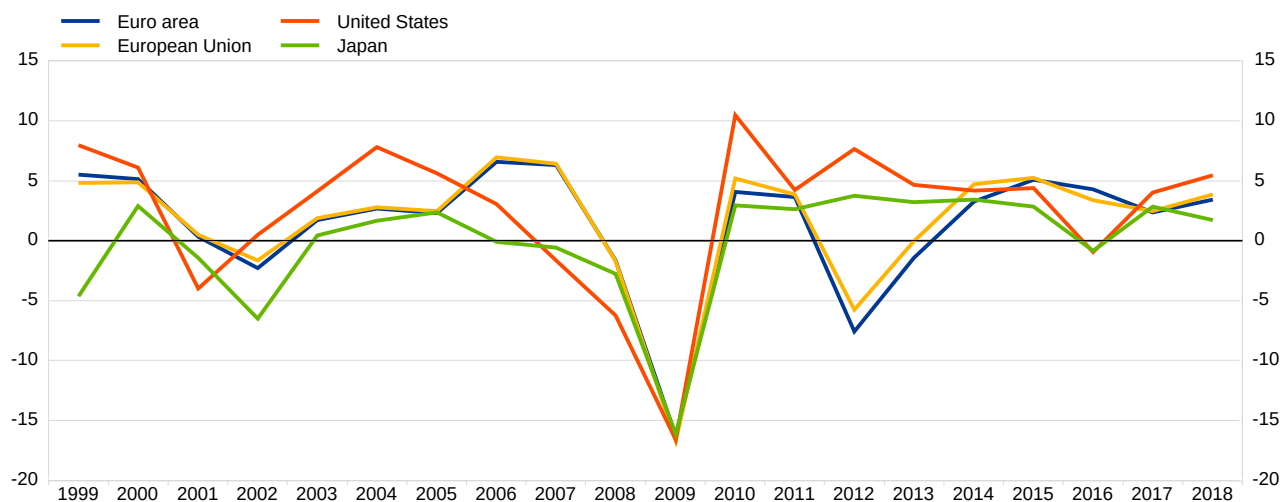
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	3.9	4.6	3.2	3.5	7.6	5.0	3.5
Germany	5.1	7.2	3.0	5.3	2.3	4.6	2.0
Estonia	5.6	7.0	4.3	-1.4	5.2	3.5	4.3
Ireland	8.1	7.6	8.6	39.3	4.4	7.8	8.9
Greece	4.2	7.5	1.1	3.1	-1.8	6.8	8.7
Spain	3.8	4.5	3.1	4.2	5.2	5.2	2.2
France	3.2	4.0	2.5	4.6	1.5	4.5	3.0
Italy	2.3	2.9	1.6	4.4	2.1	5.9	1.9
Cyprus	2.4	1.9	2.8	5.2	4.6	6.0	3.3
Latvia	6.3	8.4	4.2	3.1	4.4	6.2	1.4
Lithuania	8.1	9.6	6.7	0.9	4.0	13.6	4.9
Luxembourg	5.9	8.1	3.6	5.3	3.8	-1.9	.
Malta	5.4	6.2	4.7	15.6	4.5	5.6	2.1
Netherlands	4.3	5.3	3.3	7.4	1.7	5.3	2.7
Austria	4.3	6.3	2.3	3.5	2.7	4.7	4.4
Portugal	4.3	4.4	4.2	6.1	4.4	7.8	3.7
Slovenia	6.2	8.8	3.6	5.0	6.4	10.7	7.2
Slovakia	8.7	12.6	5.0	6.0	5.5	5.9	4.8
Finland	3.4	7.1	-0.2	0.8	3.5	7.7	1.5
Euro area	4.3	5.5	3.1	6.6	3.0	5.2	3.0
Bulgaria	4.0	3.7	4.3	5.7	8.1	5.8	-0.8
Czech Republic	8.0	11.4	4.7	6.0	4.3	6.7	4.5
Denmark	3.8	5.8	1.7	3.6	3.9	3.6	0.5
Croatia	4.5	6.5	2.6	9.4	5.6	6.4	2.8
Hungary	8.3	12.9	3.8	7.2	5.1	4.7	4.7
Poland	7.6	8.8	6.3	7.7	8.8	9.5	6.2
Romania	10.5	12.7	8.4	4.6	16.0	10.0	4.7
Sweden	3.9	5.7	2.2	5.7	3.0	3.2	3.5
United Kingdom	3.1	4.3	1.9	4.4	1.0	5.6	0.2
European Union	4.4	5.7	3.1	6.3	3.2	5.4	2.9
United States	3.7	4.7	2.8	0.6	-0.1	3.0	3.3
Japan	4.2	6.6	1.9	2.9	1.7	6.8	3.1

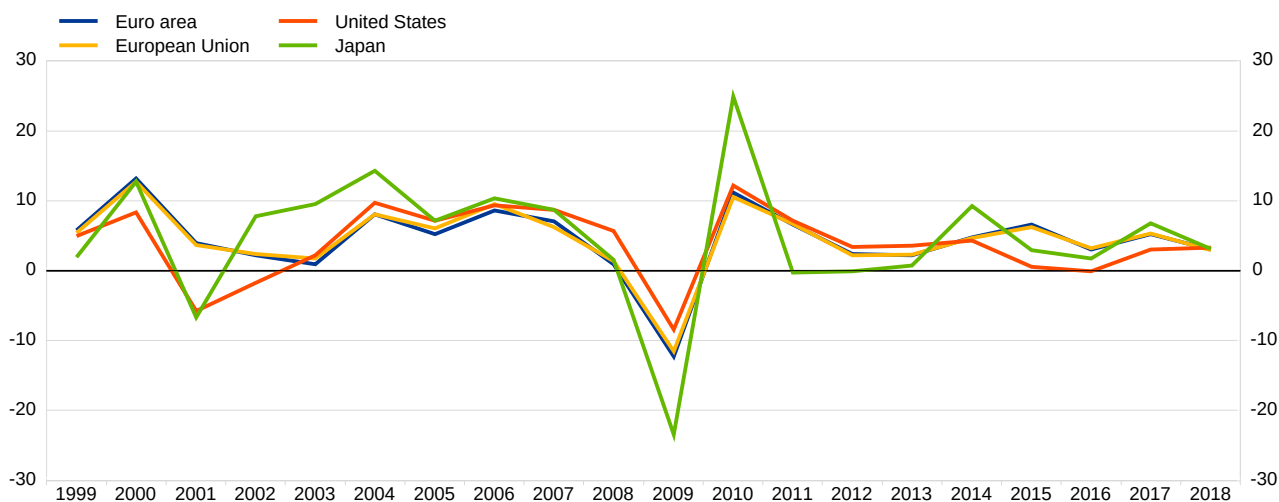
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	3.8	4.4	3.2	3.4	8.5	4.3	2.7
Germany	4.5	5.6	3.3	5.6	4.1	4.8	3.3
Estonia	5.9	8.4	3.5	-1.7	5.5	3.6	6.1
Ireland	6.9	7.8	5.9	33.2	18.5	-9.4	7.0
Greece	2.1	7.2	-2.9	0.4	0.3	7.1	4.2
Spain	3.2	6.3	0.2	5.4	2.9	5.6	3.6
France	3.9	5.2	2.6	5.9	3.0	4.0	1.2
Italy	2.2	3.5	0.9	6.8	3.6	5.5	2.3
Cyprus	2.8	4.7	1.0	8.4	6.6	12.2	2.0
Latvia	5.3	8.8	2.0	2.1	4.4	8.9	4.7
Lithuania	7.6	11.0	4.3	6.8	3.8	12.0	4.3
Luxembourg	6.3	8.4	4.1	4.3	4.5	-2.2	.
Malta	4.3	5.6	3.3	18.3	1.6	0.6	1.3
Netherlands	4.1	5.2	3.1	14.5	-2.0	4.9	2.7
Austria	3.6	4.9	2.4	3.6	3.4	5.1	2.8
Portugal	3.1	4.0	2.2	8.5	4.7	8.1	4.9
Slovenia	5.2	8.4	2.1	4.7	6.6	10.3	7.7
Slovakia	6.9	10.2	3.7	8.0	3.4	5.3	5.3
Finland	4.0	7.0	1.0	2.7	5.4	3.8	4.2
Euro area	4.0	5.4	2.5	7.6	4.2	3.9	2.9
Bulgaria	6.9	12.0	2.0	5.4	4.5	7.5	3.7
Czech Republic	7.5	10.9	4.3	6.8	2.8	5.9	6.0
Denmark	4.2	6.6	1.8	4.6	4.2	3.6	2.9
Croatia	4.0	7.3	0.8	9.2	6.2	8.1	5.5
Hungary	7.6	12.0	3.4	5.8	3.9	7.7	7.1
Poland	6.3	7.9	4.8	6.6	7.6	10.0	7.0
Romania	11.3	17.2	5.7	8.0	16.5	11.3	8.6
Sweden	3.9	5.0	2.8	5.2	4.3	4.8	2.9
United Kingdom	3.6	4.9	2.2	5.5	3.3	3.5	0.8
European Union	4.2	5.7	2.6	7.2	4.3	4.3	3.0
United States	4.1	5.3	2.9	5.5	1.9	4.6	4.6
Japan	3.0	3.9	2.2	0.8	-1.6	3.4	3.3

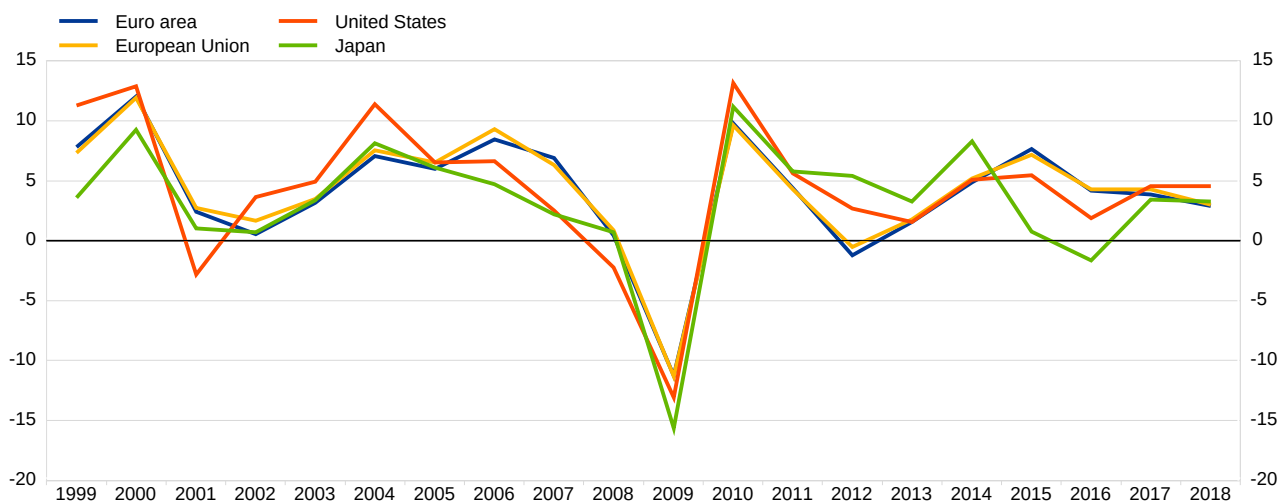
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2018 ¹⁾	1999-2008	2009-2018 ¹⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	348.0	296.2	399.8	411.0	424.7	439.1	450.6
Germany	2,598.4	2,283.0	2,913.9	3,048.9	3,159.8	3,277.3	3,386.0
Estonia	14.8	10.2	19.4	20.7	21.7	23.6	25.7
Ireland	185.4	150.1	220.8	262.5	273.2	294.1	318.5
Greece	190.1	186.3	194.0	177.3	176.5	180.2	184.7
Spain	969.8	849.0	1,090.7	1,081.2	1,118.7	1,166.3	1,206.9
France	1,915.1	1,688.8	2,141.4	2,198.4	2,228.6	2,291.7	2,349.0
Italy	1,532.5	1,417.5	1,647.5	1,652.1	1,689.8	1,724.2	1,753.9
Cyprus	16.4	13.9	19.0	17.7	18.5	19.6	20.7
Latvia	18.3	13.5	23.1	24.3	25.0	27.0	29.5
Lithuania	27.4	19.3	35.5	37.4	38.8	42.2	45.1
Luxembourg	37.2	28.6	46.8	51.6	53.3	55.3	.
Malta	6.8	5.0	8.7	9.6	10.3	11.3	12.3
Netherlands	605.3	529.8	680.7	690.0	708.3	737.0	772.7
Austria	288.2	243.9	332.6	344.3	356.2	369.9	386.1
Portugal	165.5	150.4	180.6	179.8	186.5	194.6	201.5
Slovenia	33.3	27.9	38.7	38.9	40.4	43.0	45.9
Slovakia	56.2	36.4	76.1	79.1	81.2	84.9	90.2
Finland	182.0	158.3	205.7	210.0	216.1	223.9	233.2
Euro area	9,192.0	8,108.2	10,275.7	10,534.7	10,827.7	11,205.2	11,569.8
Bulgaria	33.2	22.0	44.4	45.3	48.1	51.7	55.2
Czech Republic	134.8	100.8	168.9	168.5	176.4	191.7	207.4
Denmark	233.7	202.8	264.7	273.0	282.1	292.8	297.3
Croatia	39.5	33.3	45.8	44.6	46.6	49.0	51.5
Hungary	93.2	78.2	108.2	110.9	113.9	124.1	131.9
Poland	322.1	236.7	407.5	430.3	426.5	467.2	496.6
Romania	113.3	73.6	153.0	160.3	170.4	187.5	202.1
Sweden	363.9	304.6	423.3	449.2	463.1	475.2	467.0
United Kingdom	2,043.9	1,921.1	2,166.6	2,611.9	2,403.4	2,338.0	2,390.2
European Union	12,569.7	11,081.3	14,058.1	14,828.6	14,958.3	15,382.4	15,869.1
United States	12,236.2	10,549.6	13,922.9	16,421.0	16,900.5	17,248.6	17,391.2
Japan	4,125.5	4,072.2	4,178.8	3,955.8	4,459.2	4,302.1	4,209.5

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

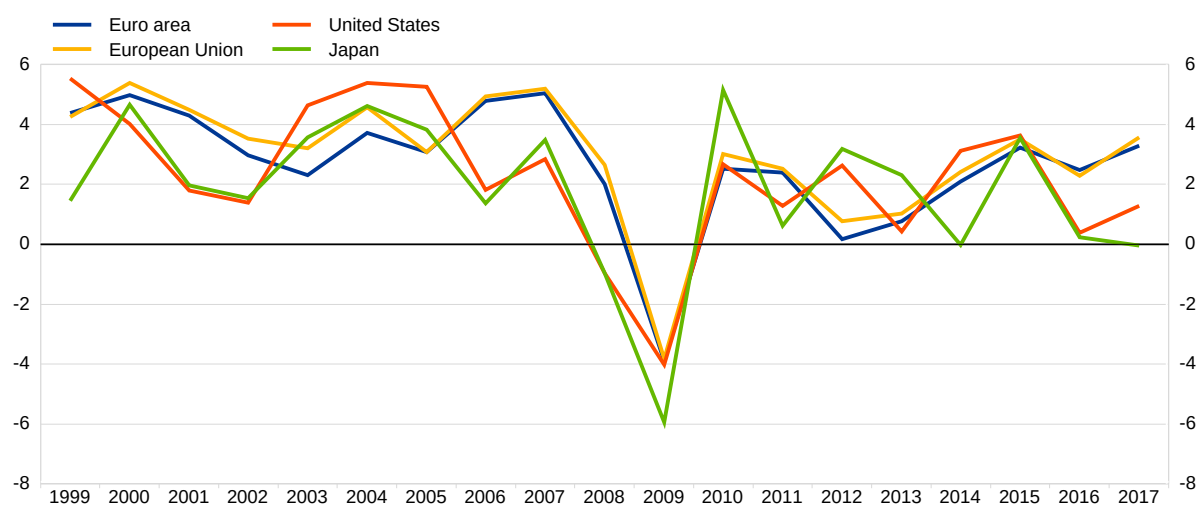
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	30.0	27.0	33.3	33.6	34.5	35.2	36.0
Germany	30.4	26.8	34.4	35.5	36.2	37.1	38.3
Estonia	16.2	12.4	20.5	21.8	22.1	23.0	24.4
Ireland	36.4	31.7	41.6	38.5	52.1	52.8	56.0
Greece	20.8	20.8	20.9	20.2	20.3	20.3	20.8
Spain	24.0	22.3	25.9	25.4	26.5	27.3	28.5
France	27.3	25.0	29.9	30.2	30.9	31.2	32.2
Italy	26.5	25.2	27.9	27.1	27.8	29.0	29.8
Cyprus	23.6	22.4	25.0	22.9	23.8	25.0	26.3
Latvia	14.0	11.3	17.0	17.9	18.7	19.2	20.7
Lithuania	15.1	10.9	19.7	21.2	21.8	22.5	24.3
Luxembourg	63.9	55.8	73.0	75.9	77.6	77.8	78.3
Malta	21.3	18.2	24.7	25.1	27.3	28.5	30.2
Netherlands	33.9	31.0	37.1	37.0	38.0	38.2	39.6
Austria	32.1	28.5	36.1	36.7	37.7	38.4	39.2
Portugal	20.0	18.5	21.8	21.6	22.4	23.1	23.7
Slovenia	21.5	19.9	23.3	23.2	23.9	24.7	26.3
Slovakia	15.5	10.5	21.2	21.8	22.4	23.0	23.6
Finland	28.8	26.3	31.6	31.2	31.9	32.5	33.7
Euro area	27.3	24.9	30.0	30.1	31.1	31.8	32.9
Bulgaria	10.2	7.8	13.0	13.2	13.7	14.5	15.3
Czech Republic	20.5	17.4	23.9	24.3	25.4	26.2	27.7
Denmark	31.6	27.9	35.7	36.0	37.0	37.7	39.6
Croatia	14.5	12.3	16.9	16.6	17.4	18.2	19.1
Hungary	15.8	13.3	18.6	19.2	19.9	20.0	21.0
Poland	14.7	11.3	18.5	19.0	20.0	20.4	21.5
Romania	11.5	7.9	15.5	15.5	16.3	17.7	19.4
Sweden	31.4	28.4	34.8	35.0	36.6	36.5	37.4
United Kingdom	28.0	26.0	30.1	30.7	31.8	31.9	32.7
European Union	25.1	22.5	28.0	28.2	29.2	29.9	31.0
United States	37.6	34.9	40.6	41.3	42.8	43.0	43.5
Japan	27.2	25.5	29.1	29.5	30.5	30.6	30.6

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2 Economic activity

2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.9	1.3	1.4	1.2
Germany	0.8	0.6	0.9	0.9	1.3	1.4	1.3
Estonia	0.3	0.6	0.1	2.9	0.3	2.7	1.2
Ireland	1.9	3.4	0.4	3.5	3.8	2.9	3.5
Greece	-0.1	1.2	-1.4	0.7	0.5	1.5	1.7
Spain	1.4	3.4	-0.7	2.8	2.6	2.6	2.1
France	0.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1	1.0
Italy	0.6	1.3	0.0	0.7	1.3	1.2	0.9
Cyprus	1.6	2.9	0.3	1.5	4.6	4.3	4.0
Latvia	-0.4	0.8	-1.6	1.4	-0.3	0.0	1.6
Lithuania	-0.4	-0.5	-0.4	1.3	2.0	-0.5	1.1
Luxembourg	3.2	3.9	2.4	2.6	3.0	3.4	.
Malta	2.4	0.9	3.8	4.1	4.3	7.8	5.6
Netherlands	0.9	1.3	0.4	1.0	1.1	2.2	2.4
Austria	1.0	1.1	0.9	0.6	1.3	1.7	1.7
Portugal	0.1	0.4	-0.3	1.4	1.6	3.3	2.3
Slovenia	0.7	1.2	0.2	1.3	1.8	2.9	3.0
Slovakia	0.7	0.6	0.7	2.0	2.4	2.2	2.0
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.1	0.5	1.2	.
Euro area	0.8	1.3	0.3	1.0	1.4	1.6	1.5
Bulgaria	0.1	1.0	-0.8	0.4	0.5	1.8	-0.1
Czech Republic	0.4	0.4	0.4	1.4	1.6	1.6	1.6
Denmark	0.5	0.8	0.1	1.4	1.5	1.7	1.8
Croatia	0.2	1.3	-0.9	1.2	0.3	2.2	.
Hungary	0.6	0.1	1.2	2.4	3.1	2.0	2.2
Poland	0.7	1.0	0.4	1.5	0.8	1.1	0.5
Romania	-1.2	-1.6	-0.8	-1.3	-1.1	2.6	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.1	1.5	1.9	2.3	1.8
United Kingdom	1.0	1.0	0.9	1.7	1.5	1.0	1.2
European Union	0.7	1.0	0.3	1.1	1.3	1.6	1.3
United States	0.8	1.0	0.5	1.7	1.7	.	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.4	1.0	.	.

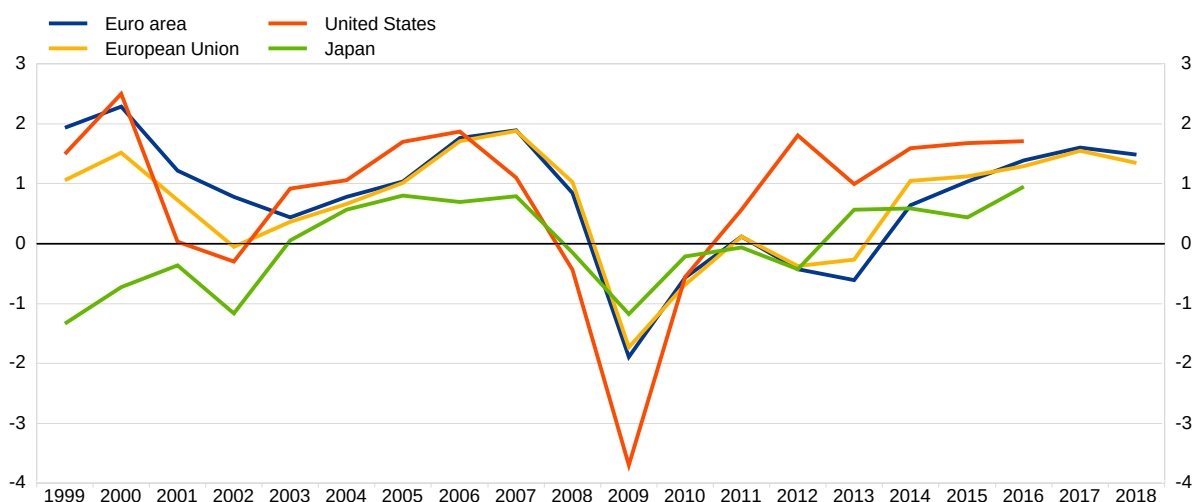
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017. However, for Japan and the United States the average refers to the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.10 Labour productivity

(per person employed; annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.8	0.2	0.3	0.2
Germany	0.6	1.0	0.3	0.8	0.9	0.7	0.1
Estonia	3.3	5.1	1.5	-0.9	3.2	2.2	2.6
Ireland	3.3	1.7	4.8	20.7	1.2	4.1	3.4
Greece	0.5	2.2	-1.3	-1.2	-0.7	0.0	0.2
Spain	0.6	0.1	1.1	0.8	0.6	0.4	0.4
France	0.8	1.0	0.5	0.9	0.5	1.0	0.6
Italy	-0.2	0.0	-0.3	0.3	-0.2	0.4	0.0
Cyprus	0.8	1.5	0.1	0.5	0.2	0.2	-0.1
Latvia	4.1	5.8	2.5	1.5	2.4	4.7	3.1
Lithuania	4.2	6.6	1.8	0.7	0.4	4.7	2.4
Luxembourg	0.1	0.5	-0.4	1.3	-0.6	-1.8	.
Malta	1.0	1.2	0.9	6.4	1.4	-1.1	0.9
Netherlands	0.8	1.2	0.4	1.0	1.1	0.7	0.1
Austria	0.7	1.3	0.1	0.5	0.7	0.8	1.0
Portugal	0.8	1.2	0.5	0.4	0.3	-0.5	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.6	1.0	1.2	1.9	1.5
Slovakia	3.0	4.5	1.5	2.2	0.7	1.0	2.1
Finland	0.8	1.7	0.0	0.6	2.3	1.5	-0.5
Euro area	0.7	0.8	0.5	1.0	0.6	0.8	0.3
Bulgaria	2.9	3.4	2.4	3.1	3.4	2.0	3.2
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	3.8	0.8	2.8	1.4
Denmark	0.9	0.9	0.8	1.0	0.9	0.6	-0.6
Croatia	1.5	2.4	0.6	1.1	3.2	0.7	.
Hungary	1.8	3.3	0.3	1.1	-0.7	2.1	2.7
Poland	3.0	3.1	3.0	2.3	2.2	3.6	4.5
Romania	5.0	7.1	2.9	5.2	6.0	4.3	3.9
Sweden	1.3	1.9	0.7	2.9	0.8	-0.2	0.5
United Kingdom	0.9	1.5	0.4	0.6	0.3	0.8	0.2
European Union	1.0	1.3	0.6	1.2	0.7	0.9	0.6
United States	1.4	1.6	1.1	1.2	-0.1	.	.
Japan	0.8	1.1	0.4	0.8	-0.3	.	.

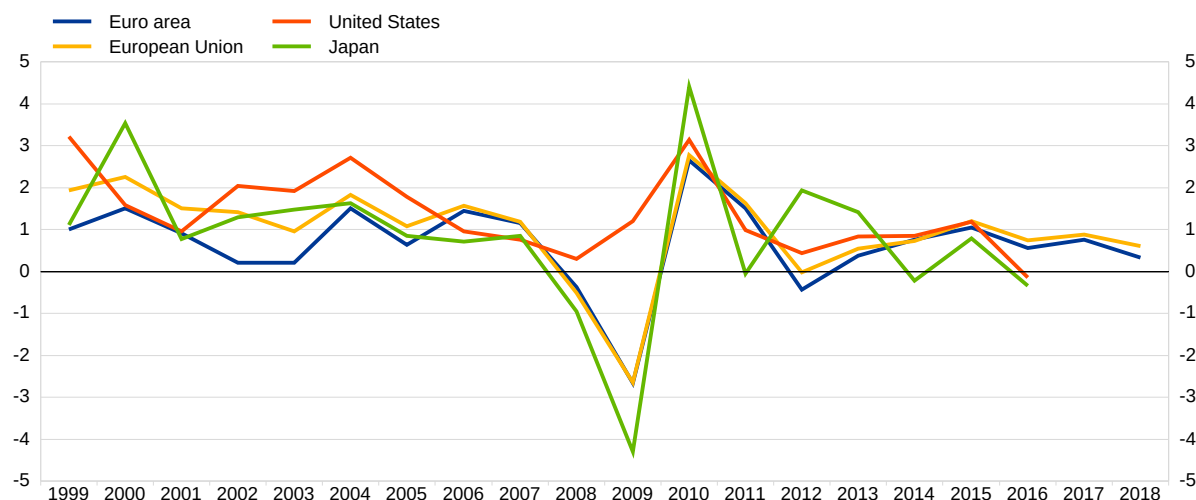
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017. However, for the United States and Japan the average refers to the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.10 Labour productivity

(per person employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

	1999-2018 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ^{1), 2)}	2015	2016	2017	2018
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	7.8	7.1	5.9
Germany	7.3	9.1	5.4	4.6	4.1	3.8	3.4
Estonia	9.5	9.3	9.7	6.2	6.8	5.8	.
Ireland	8.4	5.0	12.1	10.0	8.4	6.7	5.8
Greece	15.2	10.0	21.0	24.9	23.6	21.5	19.3
Spain	15.8	10.7	21.5	22.1	19.6	17.2	15.3
France	9.3	8.9	9.8	10.4	10.1	9.4	9.1
Italy	9.3	8.2	10.5	11.9	11.7	11.2	10.6
Cyprus	7.8	4.3	11.4	14.9	13.0	11.1	8.4
Latvia	12.0	10.9	13.2	9.9	9.6	8.7	7.4
Lithuania	11.4	11.0	11.9	9.1	7.9	7.1	6.3
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.5	6.3	5.6	5.3
Malta	6.4	6.9	5.8	5.4	4.7	4.0	3.8
Netherlands	5.1	4.4	5.8	6.9	6.0	4.9	3.8
Austria	5.0	4.7	5.3	5.7	6.0	5.5	4.9
Portugal	9.9	7.3	12.7	12.6	11.2	9.0	7.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.0	8.0	6.6	5.4
Slovakia	14.3	16.0	12.3	11.5	9.7	8.1	6.6
Finland	8.5	8.5	8.4	9.4	8.8	8.6	7.4
Euro area	9.5	8.6	10.6	10.9	10.0	9.1	8.2
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	9.2	7.6	6.2	5.2
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	5.1	4.0	2.9	2.2
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.2	6.2	5.7	5.0
Croatia	13.5	13.1	14.0	16.1	13.4	11.1	8.5
Hungary	7.5	6.6	8.6	6.8	5.1	4.2	3.7
Poland	12.1	15.5	8.4	7.5	6.2	4.9	3.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	5.9	4.9	4.2
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.4	6.9	6.7	6.3
United Kingdom	5.9	5.2	6.6	5.3	4.8	4.4	.
European Union	9.0	8.5	9.5	9.4	8.6	7.6	6.8
United States	6.0	5.0	7.1	5.3	4.9	4.4	3.9
Japan	4.3	4.6	4.0	3.4	3.1	2.8	2.4

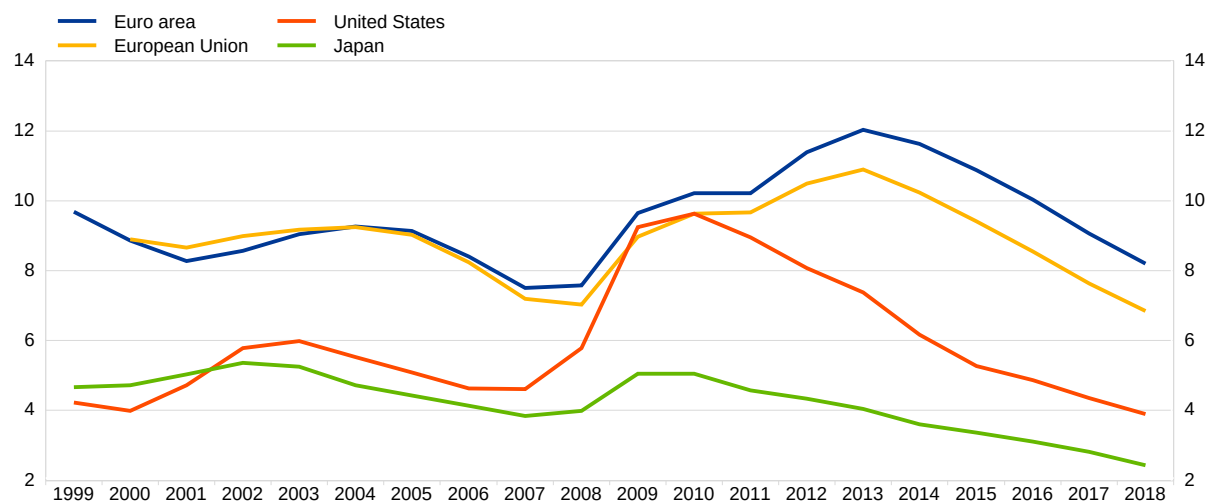
Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾

(percentages of GDP)

	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	49.1	42.5	56.6	58.6	59.2	59.4	60.2
Germany	61.8	67.3	55.8	54.0	53.2	52.9	52.7
Estonia	34.3	25.5	44.0	38.9	39.7	40.1	39.4
Ireland	78.4	72.1	85.3	80.9	56.3	52.6	47.8
Greece	43.7	28.3	60.8	63.1	61.9	60.0	56.2
Spain	68.0	61.7	75.0	73.0	67.9	64.5	61.1
France	47.1	39.6	55.5	55.6	56.1	57.2	58.6
Italy	35.8	29.7	42.7	42.7	41.9	41.3	41.1
Cyprus	100.8	82.4	121.1	130.0	127.7	118.8	107.1
Latvia	33.8	34.5	33.4	26.4	24.5	23.7	22.2
Lithuania	17.6	11.2	24.8	21.5	22.2	22.8	22.4
Luxembourg	52.5	44.3	61.6	61.6	62.7	64.6	66.9
Malta	53.5	48.3	56.4	56.3	52.4	51.0	49.4
Netherlands	106.6	99.8	114.1	112.5	110.6	108.6	105.5
Austria	50.1	48.3	52.0	51.0	50.9	51.4	50.4
Portugal	77.8	72.9	83.2	81.7	76.7	72.1	68.9
Slovenia	24.3	19.1	28.9	28.3	27.6	27.4	27.1
Slovakia	20.3	10.5	31.1	32.6	34.9	38.2	40.8
Finland	52.0	41.2	63.9	65.4	66.6	67.0	67.0
Euro area	57.3	53.9	61.2	60.2	58.8	58.6	58.1
Bulgaria	18.9	12.0	25.7	25.2	23.8	23.2	22.9
Czech Republic	21.9	14.3	30.3	30.4	30.2	31.2	31.6
Denmark	118.9	105.9	133.3	131.1	128.6	127.9	126.6
Croatia	34.4	29.0	39.1	40.0	38.4	35.1	34.1
Hungary	23.3	18.2	28.8	25.5	21.3	20.3	18.8
Poland	28.4	18.7	34.8	35.6	36.0	36.6	34.9
Romania	13.3	7.8	19.3	18.0	17.5	16.7	16.2
Sweden	68.4	56.5	81.7	83.2	83.5	86.2	88.2
United Kingdom	83.1	78.2	88.4	84.7	85.2	86.1	86.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	84.4	85.0	83.9	79.8	77.8	78.1	77.8
Japan	62.3	65.3	58.9	57.9	56.7	57.1	57.2

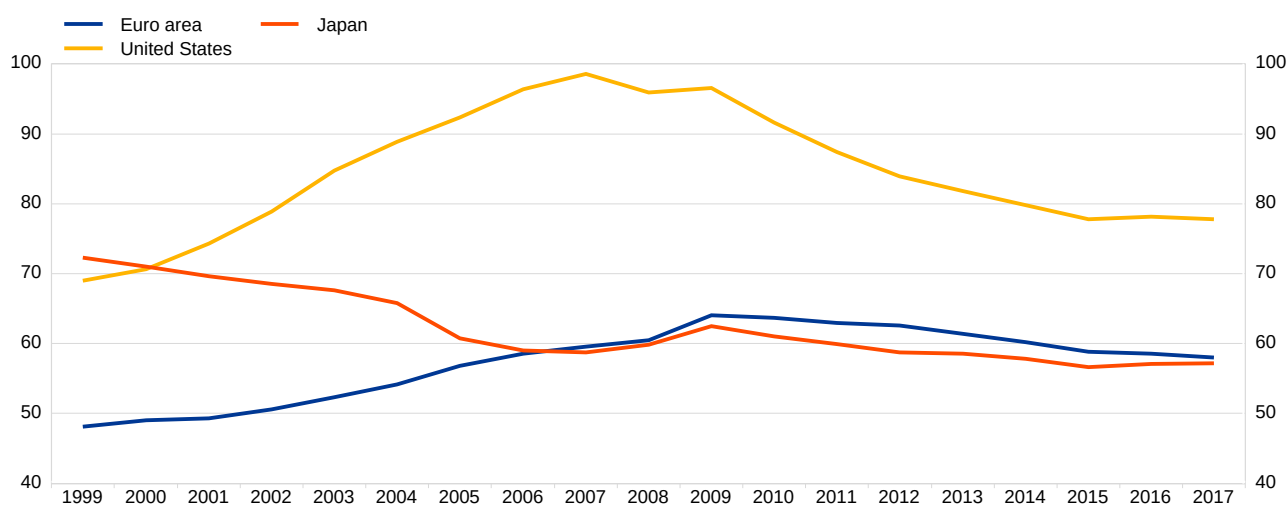
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia and Slovenia since 2001; for Poland since 2003; for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt

(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income ¹⁾)

	1999-2017 ^{2),3)}	1999-2008 ²⁾	2009-2017 ³⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	14.7	16.0	13.2	12.5	11.8	11.3	11.5
Germany	16.4	16.1	16.8	16.8	17.0	17.2	17.3
Estonia	5.8	1.5	10.6	10.7	10.9	10.4	11.6
Ireland	8.5	7.0	10.1	8.0	8.5	8.2	10.8
Greece	2.6	6.7	-2.0	-3.6	-5.2	-6.9	-7.3
Spain	9.4	9.5	9.3	9.3	8.7	7.8	5.5
France	14.3	14.1	14.6	14.3	13.8	13.6	13.9
Italy	12.7	14.3	10.9	11.3	10.6	10.5	9.6
Cyprus	4.3	7.5	0.8	-6.2	-4.5	-3.1	-3.1
Latvia	1.7	1.5	1.9	-1.9	1.7	5.2	3.3
Lithuania	2.4	2.5	2.3	0.2	0.4	0.2	-1.5
Luxembourg	18.3	16.6	20.1	20.6	19.6	19.4	22.0
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.6	10.3	15.1	16.3	15.9	16.3	15.4
Austria	14.7	15.8	13.6	12.8	12.4	13.2	12.4
Portugal	8.3	9.5	7.0	5.2	5.3	5.0	4.7
Slovenia	13.7	15.8	12.7	12.4	12.4	13.0	13.9
Slovakia	7.6	7.9	7.4	7.2	8.7	8.7	8.2
Finland	8.2	8.5	7.8	7.2	6.9	6.1	5.7
Euro area	12.9	13.1	12.6	12.6	12.4	12.3	11.8
Bulgaria	-3.2	-6.2	0.1	0.5	-0.9	-0.3	0.6
Czech Republic	11.4	11.3	11.6	11.8	12.0	11.6	9.5
Denmark	6.9	5.5	8.5	4.2	10.0	10.5	11.8
Croatia	10.3	7.8	12.5	13.2	14.2	14.0	-
Hungary	11.5	11.1	11.8	12.9	11.2	12.8	12.1
Poland	6.0	8.7	3.0	2.3	2.3	4.2	1.9
Romania	-9.0	-8.2	-9.8	-11.2	-10.9	-10.1	-9.2
Sweden	13.1	9.8	16.7	18.8	17.6	18.5	17.6
United Kingdom	8.4	8.2	8.6	8.6	9.4	6.7	4.2
European Union	11.4	11.6	11.1	10.9	10.8	10.6	9.6
United States	9.0	7.8	10.3	10.7	10.9	10.1	10.1
Japan	10.6	12.2	8.9	6.1	7.1	9.2	8.8

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

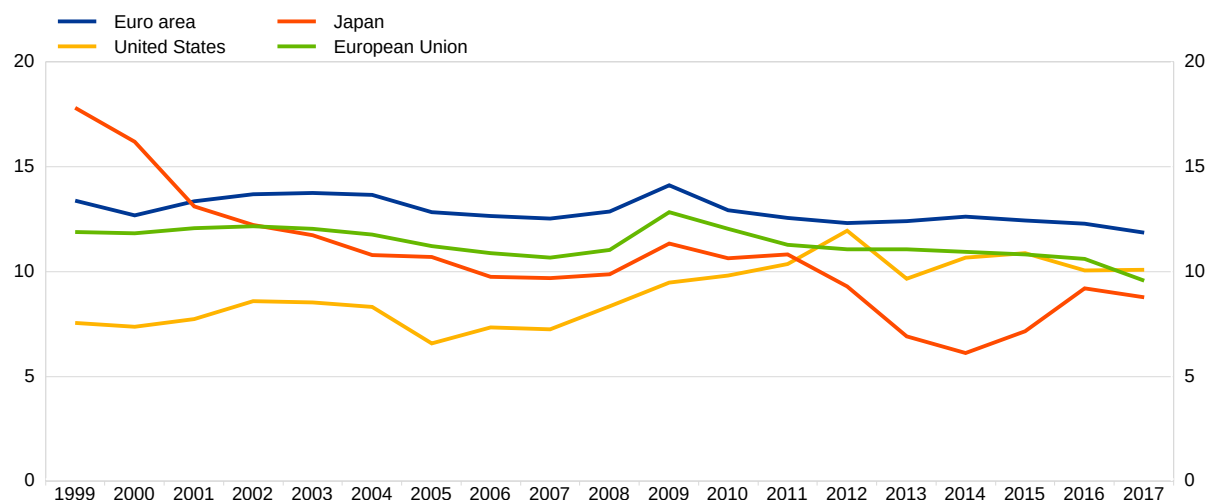
1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Malta are not available. Data for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

3) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.14 Non-financial corporations' debt ¹⁾ (percentages of GDP)

	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	133.1	114.2	154.0	149.7	152.3	172.8	159.6
Germany	64.3	65.8	62.5	61.2	61.2	60.9	62.2
Estonia	83.3	79.0	88.0	89.2	85.8	81.5	75.2
Ireland	159.4	108.1	216.5	218.7	267.3	248.5	202.8
Greece	56.2	47.5	65.9	67.5	66.0	65.1	61.1
Spain	105.5	94.4	117.9	113.8	106.9	102.1	96.7
France	113.1	101.5	125.9	131.3	136.5	141.5	143.3
Italy	77.4	70.5	85.1	85.6	81.8	79.2	77.1
Cyprus	202.6	193.9	212.3	225.0	228.3	221.9	210.7
Latvia	77.2	66.6	83.0	77.0	77.6	72.9	67.8
Lithuania	43.7	45.6	42.6	36.6	36.9	40.3	41.9
Luxembourg	247.2	173.7	328.9	340.1	352.3	362.9	346.6
Malta	144.8	124.9	155.9	157.0	148.9	143.9	136.8
Netherlands	143.8	126.5	163.1	176.7	176.9	180.1	173.9
Austria	93.0	90.5	95.6	94.8	94.8	95.8	95.3
Portugal	113.3	101.3	126.6	129.1	121.6	113.8	108.5
Slovenia	77.9	71.8	81.2	79.0	67.8	60.9	55.4
Slovakia	48.6	45.4	52.2	52.6	51.5	55.0	59.6
Finland	100.7	89.7	112.9	118.4	124.1	113.6	115.0
Euro area	97.8	88.2	108.4	109.2	112.5	112.3	109.8
Bulgaria	87.4	68.8	105.9	108.8	96.3	91.4	86.2
Czech Republic	52.9	48.0	58.2	63.0	59.2	58.5	56.7
Denmark	86.8	80.5	93.8	90.5	94.4	92.6	88.8
Croatia	82.4	63.7	99.1	100.7	99.5	96.7	94.6
Hungary	70.4	60.6	81.3	80.2	75.4	72.1	67.1
Poland	39.4	33.0	43.7	46.1	47.3	49.6	46.3
Romania	47.8	44.1	51.8	45.1	43.8	40.2	35.8
Sweden	132.6	115.1	152.1	154.0	152.8	147.7	151.8
United Kingdom	120.3	117.7	123.1	124.0	117.6	124.7	121.5
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ⁽³⁾	67.0	65.1	69.0	68.3	70.1	72.0	73.9
Japan	106.3	110.1	102.0	100.3	97.1	99.4	100.2

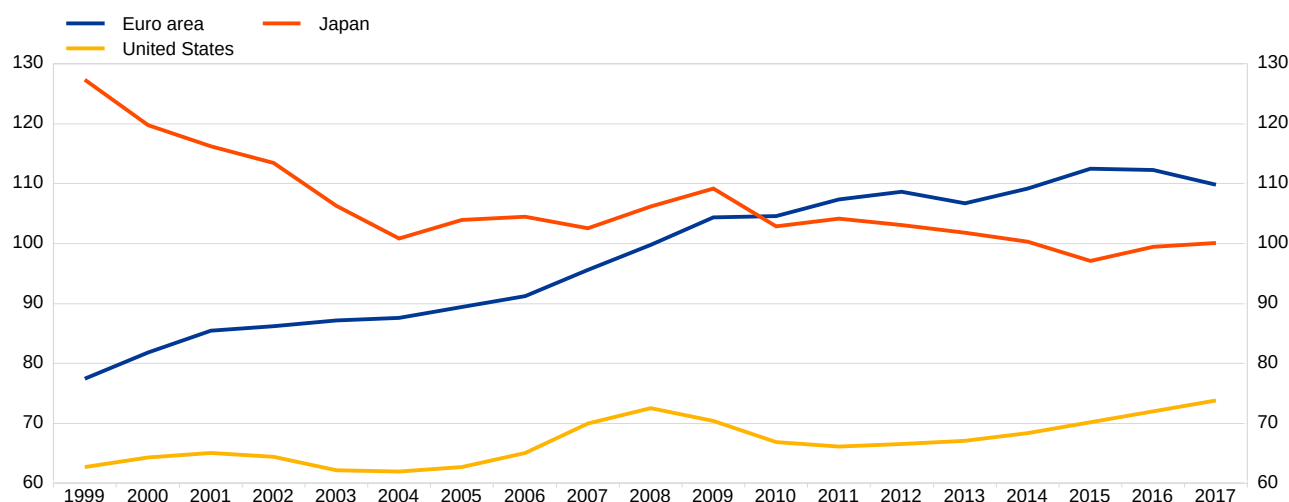
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria since 2000; for Croatia since 2001; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

3 Prices and costs

3.1 HICP

(annual percentage changes)

	1999-2018 ¹⁾	1999-2008	2009-2018 ¹⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	2.0	2.2	1.7	0.6	1.8	2.2	2.3
Germany	1.5	1.7	1.3	0.7	0.4	1.7	1.9
Estonia	3.5	4.6	2.4	0.1	0.8	3.7	3.4
Ireland	1.7	3.4	0.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.1	0.0	1.1	0.8
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.6	-0.3	2.0	1.7
France	1.5	1.9	1.2	0.1	0.3	1.2	2.1
Italy	1.8	2.4	1.3	0.1	-0.1	1.3	1.2
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-1.5	-1.2	0.7	0.8
Latvia	3.5	5.6	1.5	0.2	0.1	2.9	2.6
Lithuania	2.4	2.7	2.0	-0.7	0.7	3.7	2.5
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.1	0.0	2.1	2.0
Malta	2.1	2.6	1.6	1.2	0.9	1.3	1.7
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	1.3	1.6
Austria	1.8	1.9	1.8	0.8	1.0	2.2	2.1
Portugal	2.0	2.9	1.1	0.5	0.6	1.6	1.2
Slovenia	3.3	5.5	1.3	-0.8	-0.2	1.6	1.9
Slovakia	3.7	6.2	1.4	-0.3	-0.5	1.4	2.5
Finland	1.7	1.8	1.5	-0.2	0.4	0.8	1.2
Euro area	1.7	2.2	1.3	0.2	0.2	1.5	1.8
Bulgaria	3.9	6.7	1.1	-1.1	-1.3	1.2	2.6
Czech Republic	2.1	2.7	1.5	0.3	0.6	2.4	2.0
Denmark	1.6	2.1	1.1	0.2	0.0	1.1	0.7
Croatia	2.4	3.4	1.3	-0.3	-0.6	1.3	1.6
Hungary	4.6	6.7	2.6	0.1	0.4	2.4	2.9
Poland	2.8	3.9	1.7	-0.7	-0.2	1.6	1.2
Romania	10.9	19.5	2.9	-0.4	-1.1	1.1	4.1
Sweden	1.5	1.7	1.3	0.7	1.1	1.9	2.0
United Kingdom	2.0	1.8	2.3	0.0	0.7	2.7	2.5
European Union	2.1	2.7	1.5	0.0	0.3	1.7	1.9
United States ²⁾	2.2	2.8	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4
Japan ²⁾	0.1	-0.2	0.3	0.8	-0.1	0.5	1.0

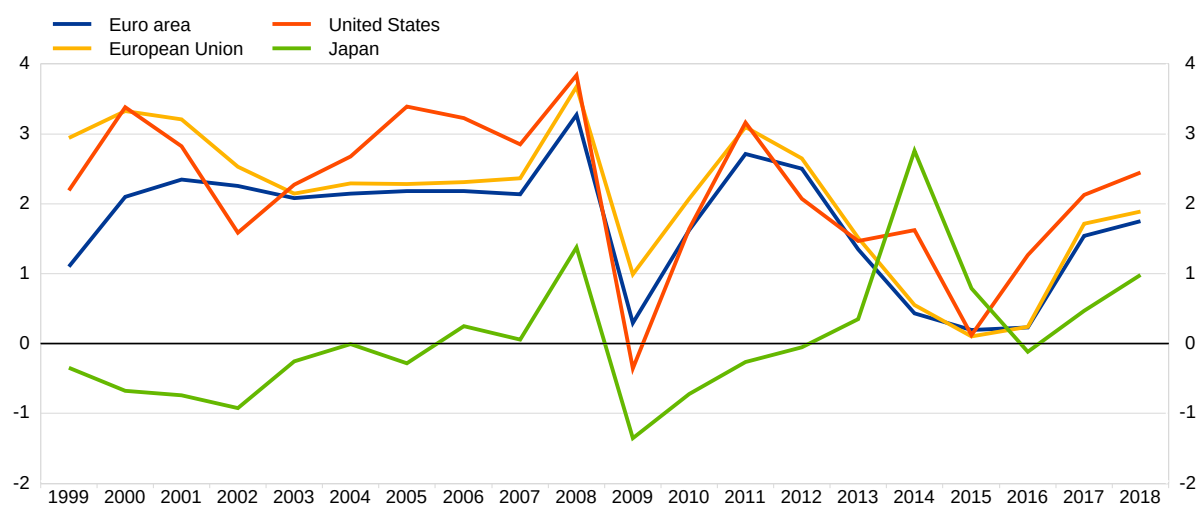
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP¹⁾

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.6	1.8	1.5	1.3
Germany	1.1	1.0	1.2	1.9	1.0	1.3	1.3
Estonia	2.7	3.8	1.6	1.2	1.2	2.0	1.7
Ireland	1.5	3.0	0.0	1.6	0.7	0.2	0.3
Greece	1.6	2.9	0.2	-0.4	0.6	0.3	0.3
Spain	1.8	2.7	0.9	0.3	0.7	1.2	1.0
France	1.2	1.4	0.9	0.6	0.6	0.5	0.9
Italy	1.7	2.1	1.2	0.7	0.5	0.8	0.6
Cyprus	0.8	1.3	0.4	-0.4	-0.8	0.4	0.1
Latvia	2.4	4.3	0.6	1.5	1.2	1.7	1.9
Lithuania	1.5	1.7	1.3	1.9	1.7	2.6	1.9
Luxembourg	1.8	1.9	1.6	1.7	1.0	1.4	0.9
Malta	1.6	2.1	1.2	1.5	1.0	0.9	1.7
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.9	0.6	0.8	1.0
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.6	2.1	1.8
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.6	0.9	1.2	0.8
Slovenia	2.7	4.9	0.6	0.3	0.7	0.7	1.0
Slovakia	3.2	5.1	1.4	0.5	0.9	1.4	2.0
Finland	1.4	1.5	1.4	0.8	1.1	0.6	0.3
Euro area	1.4	1.6	1.1	1.1	0.8	1.0	1.0
Bulgaria	3.5	6.5	0.6	-0.6	-1.0	-0.5	2.1
Czech Republic	1.3	2.0	0.8	0.7	1.2	1.9	1.8
Denmark	1.4	1.8	1.0	1.2	0.5	0.7	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.8	0.2	1.0	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.2	1.7	1.5	1.4	1.6
Poland	2.3	3.5	1.0	0.5	0.2	0.7	0.2
Romania	5.2	9.3	2.5	1.6	0.0	0.2	2.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.9	1.2	1.4	1.0
United Kingdom	1.5	1.1	2.0	1.0	1.2	2.3	2.1
European Union	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	1.2	1.2
United States ³⁾	2.0	2.4	1.8	1.8	2.2	1.8	2.1
Japan ³⁾	-0.2	-0.2	0.0	1.0	0.4	-0.1	0.1

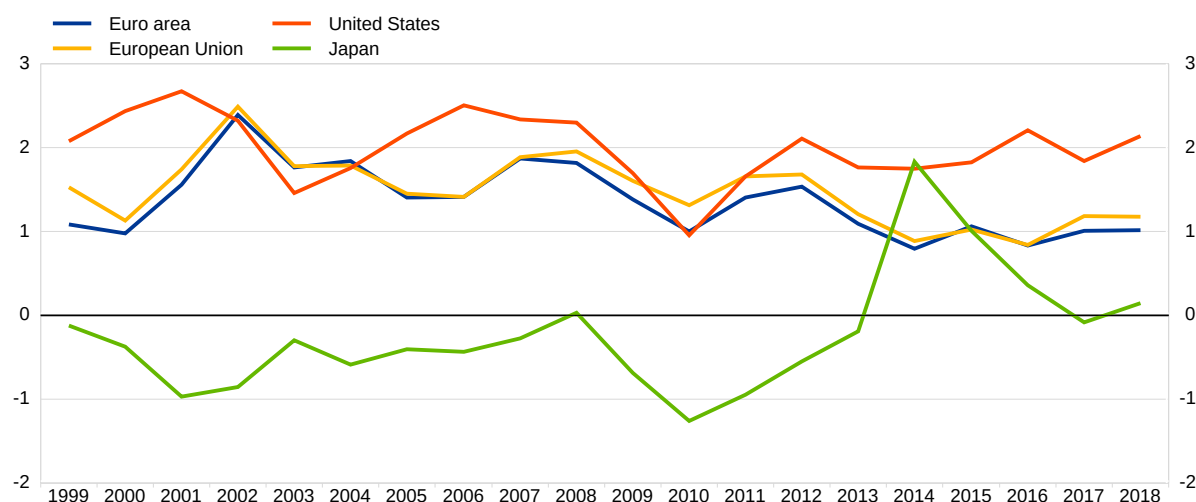
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

3) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy ¹⁾
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.6	1.9	1.4	1.0	1.8	1.7	1.2
Germany	1.2	0.8	1.6	2.0	1.4	1.5	1.9
Estonia	4.7	6.5	2.8	1.0	1.5	3.9	4.6
Ireland	1.8	3.5	0.2	7.4	-0.8	0.4	1.5
Greece	1.6	3.2	0.0	-0.3	-0.2	0.6	0.5
Spain	1.9	3.6	0.4	0.5	0.3	1.2	0.9
France	1.3	1.8	0.8	1.1	0.2	0.7	1.0
Italy	1.7	2.4	1.1	0.9	1.2	0.4	0.8
Cyprus	1.8	3.1	0.4	-1.2	-0.6	1.7	1.6
Latvia	4.4	7.8	1.0	0.0	0.9	3.2	4.2
Lithuania	2.6	3.3	1.9	0.3	1.4	4.3	3.4
Luxembourg	2.7	3.2	2.2	-0.4	0.9	2.2	.
Malta	2.5	2.5	2.4	2.6	1.4	2.5	2.2
Netherlands	1.7	2.5	0.9	0.8	0.5	1.2	2.2
Austria	1.7	1.6	1.7	2.2	1.4	1.3	1.6
Portugal	2.1	3.2	1.1	2.0	1.8	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.2	1.0	0.8	1.6	2.3
Slovakia	2.5	4.6	0.5	-0.2	-0.5	1.2	2.1
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	0.1	0.9	1.9
Euro area	1.6	2.0	1.1	1.4	0.8	1.1	1.4
Bulgaria	4.2	6.0	2.4	2.2	2.2	3.4	3.6
Czech Republic	1.8	2.4	1.3	1.2	1.3	1.4	2.3
Denmark	1.8	2.5	1.2	0.4	0.7	1.4	0.5
Croatia	2.5	4.1	1.0	0.0	-0.1	1.1	1.7
Hungary	4.7	6.4	2.9	1.9	0.9	3.8	4.5
Poland	2.5	3.5	1.6	0.8	0.3	2.0	0.9
Romania	13.3	23.9	3.6	2.6	2.5	4.7	5.5
Sweden	1.7	1.8	1.7	2.1	1.6	2.3	2.2
United Kingdom	1.9	2.2	1.7	0.4	2.1	2.2	1.7
European Union	1.5	2.0	1.0	3.0	-1.1	0.4	1.2
United States	2.0	2.6	1.6	1.1	1.1	1.9	2.3
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	2.1	0.3	-0.2	-0.1

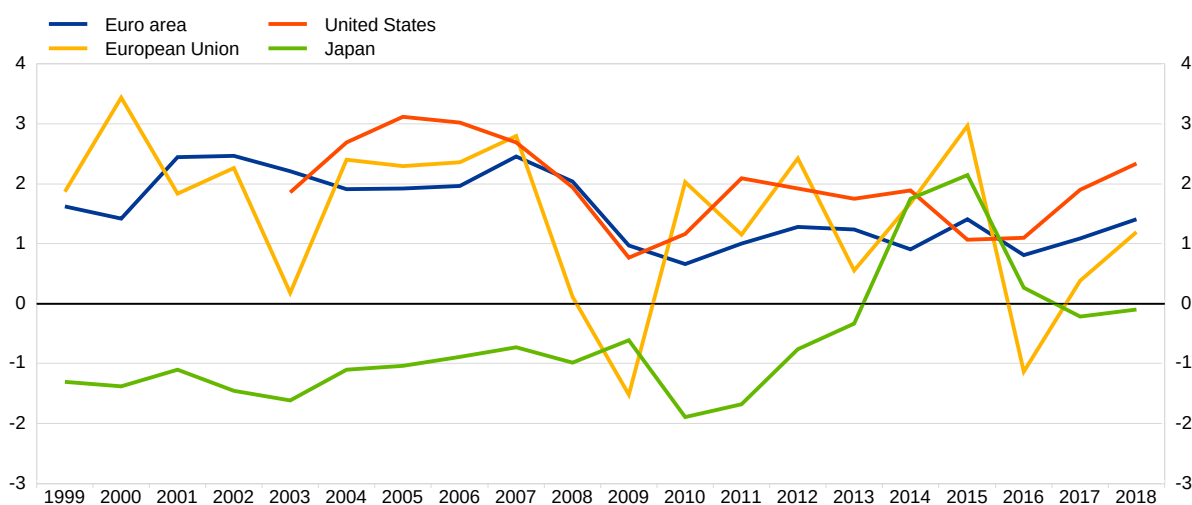
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.4 Industrial producer prices

(annual percentage changes; domestic sales only)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	2.5	3.8	1.4	-4.2	-1.8	8.9	7.1
Germany	1.4	2.4	0.5	-1.7	-1.6	2.4	2.6
Estonia	3.1	4.7	2.2	-2.8	-2.1	3.3	7.1
Ireland	1.1	4.0	0.2	-4.3	0.4	-0.4	-1.9
Greece	2.5	4.9	0.6	-5.8	-5.4	4.2	3.3
Spain	2.3	3.3	1.2	-2.0	-3.1	4.4	3.0
France	1.4	2.4	0.5	-2.2	-2.3	2.4	2.7
Italy	1.6	3.1	0.4	-3.4	-2.2	2.6	3.9
Cyprus	2.5	4.8	0.6	-5.7	-4.7	3.7	3.0
Latvia	4.3	8.4	1.6	-1.4	-3.3	2.2	5.5
Lithuania	2.5	4.8	0.1	-9.1	-3.5	4.0	4.2
Luxembourg	2.3	6.4	-0.8	-0.5	-2.5	-1.9	0.6
Malta	3.6	5.2	2.3	-3.2	-0.1	0.9	0.9
Netherlands	1.9	4.5	-0.2	-4.4	-2.5	4.4	3.1
Austria	1.1	1.9	0.5	-2.1	-2.5	1.9	3.0
Portugal	1.8	2.9	0.8	-4.2	-1.8	3.6	3.0
Slovenia	2.4	4.6	0.7	-0.5	-1.4	1.3	1.9
Slovakia	1.9	5.0	-0.5	-4.2	-4.3	2.0	5.0
Finland	1.8	2.6	1.1	-2.2	-1.5	2.7	3.9
Euro area	1.6	2.7	0.6	-2.6	-2.1	3.0	3.2
Bulgaria	3.8	6.3	1.7	-1.7	-2.8	4.2	4.1
Czech Republic	1.4	2.6	0.3	-3.2	-3.3	1.8	2.0
Denmark	3.0	5.6	1.0	-6.5	-1.5	3.3	6.4
Croatia	1.9	3.0	1.1	-3.8	-3.9	2.1	2.4
Hungary	4.4	7.4	2.1	-3.1	-3.1	4.6	6.2
Poland	2.6	3.4	2.0	-2.3	0.0	4.8	2.8
Romania	9.1	18.0	2.5	-1.8	-2.6	3.1	5.2
Sweden	2.1	3.1	1.1	-1.0	0.0	4.1	5.5
United Kingdom	2.9	4.3	1.6	-7.6	-0.3	6.3	5.7
European Union	1.9	3.0	0.8	-3.3	-1.8	3.5	3.6
United States ³⁾	2.3	3.1	1.4	-3.3	-1.0	3.2	3.1
Japan ⁴⁾	0.1	0.5	-0.2	-2.3	-3.5	2.3	2.5

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Austria, Belgium, Cyprus, Greece, Italy, Luxembourg, Malta, Netherlands, Portugal, Slovenia, Slovakia, Bulgaria, Denmark, Croatia, Hungary, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

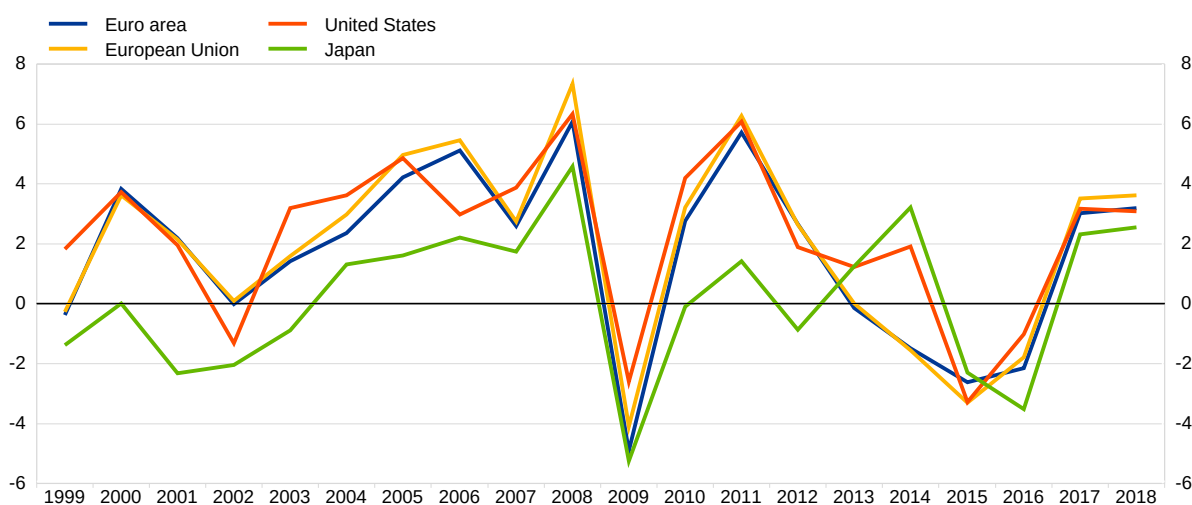
2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

3) Data refer to finished goods.

4) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices ¹⁾

(annual percentage changes; domestic sales only)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

3 Prices and costs

3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)

	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	1.6	1.8	1.4	-0.8	0.3	1.6	1.8
Germany	1.1	0.2	2.0	1.9	1.3	1.8	2.8
Estonia	4.9	7.0	2.8	4.3	3.0	4.7	6.0
Ireland	-0.1	3.9	-4.0	-15.2	0.9	-3.2	-0.1
Greece	1.6	3.6	-0.4	-1.3	-0.3	0.6	1.1
Spain	1.5	3.3	-0.3	0.6	-0.7	0.2	1.1
France	1.5	1.8	1.2	0.2	0.4	0.8	1.3
Italy	1.9	2.7	1.1	0.7	0.7	-0.3	2.0
Cyprus	1.4	2.9	-0.1	-1.7	-1.4	0.6	0.3
Latvia	4.8	8.8	1.0	6.1	4.8	3.1	4.6
Lithuania	2.4	2.8	2.0	5.1	6.4	3.8	5.2
Luxembourg	2.9	3.3	2.5	0.3	1.5	5.2	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-0.8	1.5	0.8	0.8
Netherlands	1.5	2.0	1.0	-1.3	0.6	0.5	.
Austria	1.4	1.0	1.9	1.4	1.6	0.6	1.5
Portugal	1.4	2.6	0.2	0.0	1.4	2.1	2.4
Slovenia	3.0	4.6	1.4	0.3	1.8	1.3	2.5
Slovakia	2.7	3.6	1.8	1.3	1.3	4.2	3.3
Finland	1.5	1.6	1.5	0.8	-1.2	-2.7	1.7
Euro area	1.4	1.7	1.2	0.3	0.6	0.8	1.9
Bulgaria	5.2	5.5	4.9	2.5	2.3	8.4	2.4
Czech Republic	2.4	2.8	1.9	-0.8	3.1	3.6	6.1
Denmark	1.9	2.7	1.1	0.8	0.6	1.1	2.6
Croatia	1.5	3.4	-0.6	-0.8	-1.8	-1.8	.
Hungary	4.2	6.1	2.3	-2.6	5.2	4.1	6.7
Poland	1.2	1.2	1.3	-0.6	2.5	2.6	.
Romania	11.9	20.9	3.6	-3.1	8.5	8.0	13.1
Sweden	2.0	2.2	1.9	-0.2	1.7	2.2	2.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.8	0.5	2.5	2.2	2.3
European Union	1.6	1.9	1.3	0.1	0.9	1.3	2.2
United States	0.7	0.2	1.1	4.2	0.3	2.6	0.9
Japan	-1.3	-1.9	-0.6	-0.3	1.5	-0.4	.

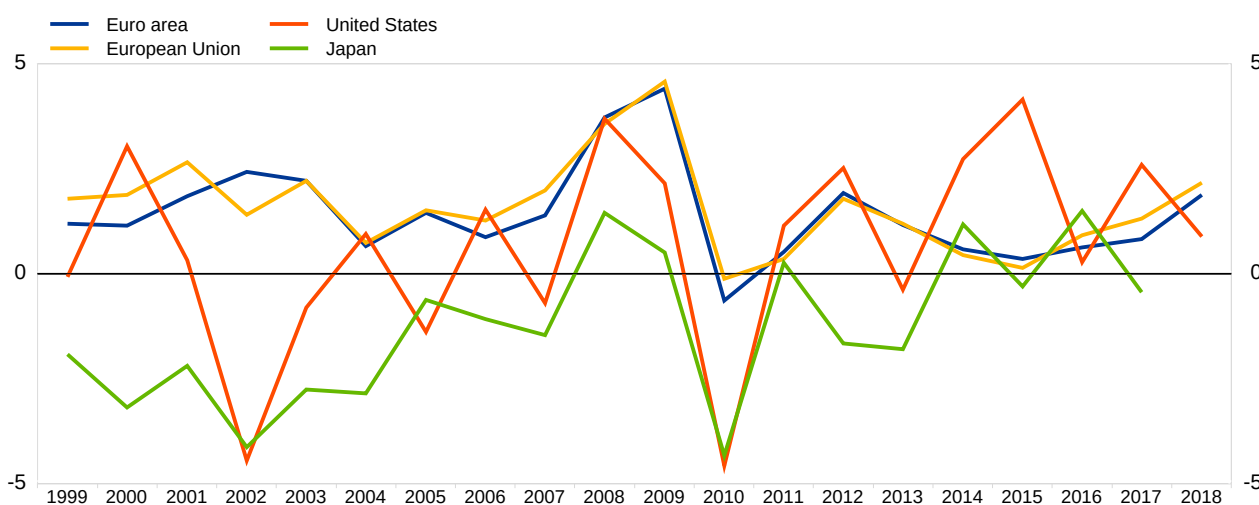
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States), OECD (for Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States), OECD (for Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

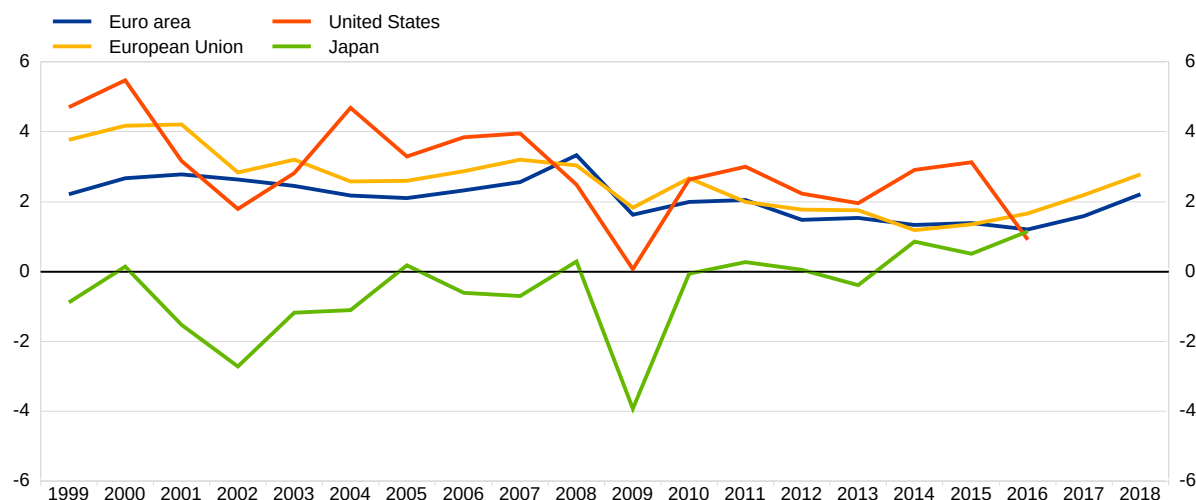
	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	2.3	2.9	1.7	0.0	0.5	1.9	2.0
Germany	1.7	1.2	2.3	2.7	2.2	2.6	3.0
Estonia	8.4	12.4	4.4	3.3	6.2	6.9	8.8
Ireland	3.1	5.7	0.6	2.4	2.1	0.7	3.3
Greece	2.1	6.0	-1.7	-2.4	-0.9	0.5	1.3
Spain	2.1	3.5	0.8	1.4	-0.2	0.6	1.5
France	2.3	2.8	1.8	1.1	0.8	1.7	1.9
Italy	1.7	2.6	0.7	1.0	0.5	0.1	2.0
Cyprus	2.2	4.5	-0.1	-1.3	-1.1	0.7	0.1
Latvia	9.2	15.1	3.5	7.7	7.3	8.0	7.8
Lithuania	6.7	9.6	3.9	5.9	6.7	8.7	7.7
Luxembourg	3.0	3.7	2.1	1.6	0.9	3.3	.
Malta	3.3	4.2	2.5	5.5	2.9	-0.3	1.6
Netherlands	2.4	3.2	1.4	-0.3	1.7	1.2	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.4	1.5	2.5
Portugal	2.2	3.8	0.7	0.4	1.7	1.6	2.2
Slovenia	4.9	7.9	2.0	1.3	3.0	3.2	4.0
Slovakia	5.8	8.3	3.3	3.5	2.1	5.2	5.4
Finland	2.4	3.3	1.5	1.4	1.1	-1.2	1.2
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.4	1.2	1.6	2.2
Bulgaria	8.2	9.1	7.4	5.6	5.8	10.5	5.6
Czech Republic	4.8	6.5	3.0	3.0	4.0	6.4	7.6
Denmark	2.8	3.6	1.9	1.7	1.5	1.7	2.0
Croatia	3.0	5.9	0.0	0.4	1.3	-1.1	.
Hungary	6.1	9.6	2.6	-1.5	4.4	6.2	9.6
Poland	4.2	4.3	4.2	1.7	4.8	6.3	.
Romania	17.5	29.5	6.6	1.9	15.0	12.6	17.5
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.7	2.5	2.0	3.4
United Kingdom	3.2	4.3	2.1	1.1	2.8	3.1	2.6
European Union	2.6	3.2	1.9	1.3	1.7	2.2	2.8
United States	2.9	3.6	2.1	3.1	0.9	.	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.5	1.2	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017. However, for the United States and Japan the average refers to the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

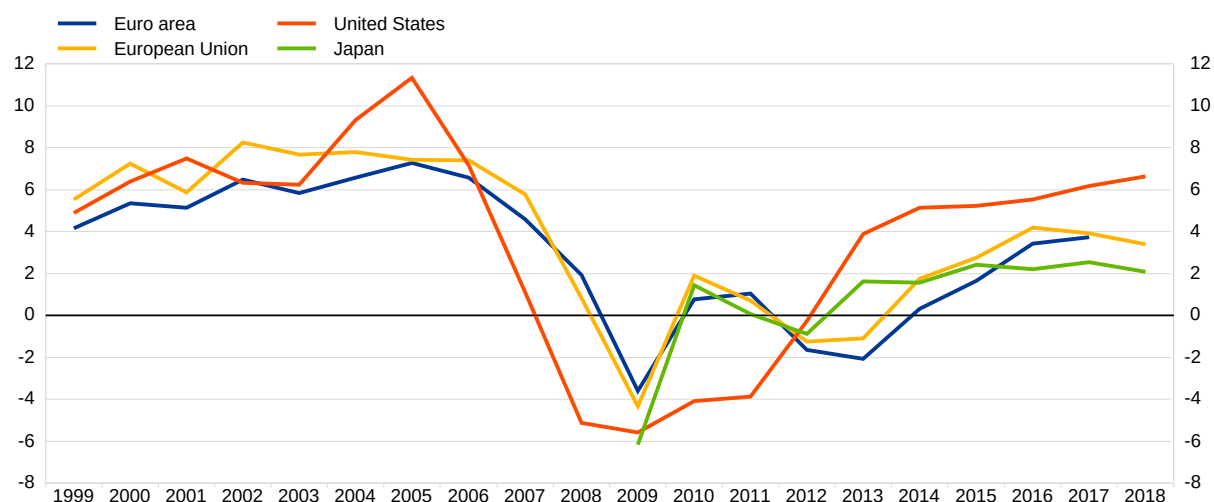
	1999-2018 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2018 ²⁾	2015	2016	2017	2018
Belgium	5.1	7.8	2.3	2.0	1.6	3.8	.
Germany	2.8	1.5	3.5	4.6	6.0	5.8	7.7
Estonia	5.4	17.7	1.5	6.9	4.7	5.5	.
Ireland	-0.8	4.7	-2.6	11.5	7.5	10.9	.
Greece	1.5	8.6	-5.2	-5.0	-2.4	-1.0	1.5
Spain	3.8	10.5	-3.1	3.6	4.7	6.2	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.9	0.9	3.0	.
Italy	1.9	5.6	-2.1	-3.8	0.2	-1.1	.
Cyprus	3.4	15.3	-3.9	-4.3	-1.4	1.1	.
Latvia	1.1	17.4	-2.2	-3.4	8.5	8.8	.
Lithuania	1.8	17.3	-1.4	3.7	5.4	8.9	.
Luxembourg	4.2	3.4	4.3	5.4	5.9	5.6	.
Malta	5.5	17.2	1.8	5.8	5.4	5.3	.
Netherlands	3.8	7.4	0.3	2.9	5.0	7.6	9.0
Austria	3.1	1.0	5.5	4.2	7.3	3.8	.
Portugal	0.9	-	0.9	3.1	7.1	9.2	.
Slovenia	2.2	14.4	-1.6	0.8	3.3	8.0	.
Slovakia	3.9	20.9	-1.2	0.9	4.3	6.3	.
Finland	2.3	4.1	1.7	0.0	0.5	1.6	.
Euro area	3.0	5.4	0.4	1.7	3.4	3.7	.
Bulgaria	3.2	22.7	-2.6	2.8	7.0	8.7	.
Czech Republic	1.9	-	1.9	4.0	7.2	11.7	.
Denmark	4.1	10.0	1.0	7.0	5.2	4.5	.
Croatia	3.5	-	-1.9	-2.9	0.9	3.8	.
Hungary	2.0	2.4	1.9	13.1	13.4	5.9	.
Poland	0.0	-	0.0	1.5	1.9	3.9	.
Romania	-1.7	-	-1.7	2.9	6.0	6.0	.
Sweden	7.5	8.5	6.3	13.1	8.6	6.4	.
United Kingdom	6.1	9.5	2.5	6.0	7.0	4.5	3.3
European Union	3.7	6.4	0.9	2.8	4.2	3.9	.
United States	3.4	5.4	1.3	5.2	5.5	6.2	6.6
Japan	1.4	-	1.4	2.4	2.2	2.5	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland, Slovakia and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2018, the average indicated is for the periods 1999-2017 and 2009-2017.

Chart 3.7 Residential property prices
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.1 Effective exchange rates of the euro

(period averages; index: 1999 Q1=100)

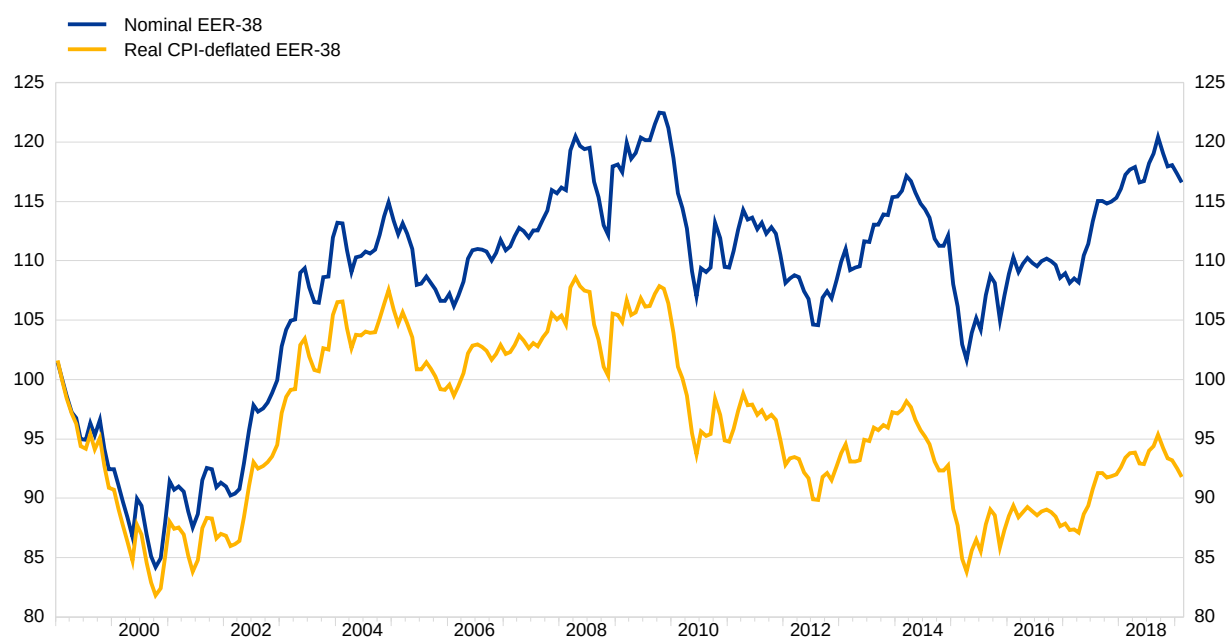
	1999-2018	1999-2008	2009-2018	2015	2016	2017	2018
EER-19							
Nominal	99.4	98.8	99.9	91.7	94.4	96.6	98.9
Real CPI	97.3	98.6	96.0	87.5	89.4	91.3	93.3
Real PPI	96.9	98.6	95.3	88.6	90.9	92.0	93.5
Real GDP deflator	94.0	96.8	90.9	82.9	85.1	86.0	
Real ULCM ⁽¹⁾	96.6	97.1	96.1	81.3	79.4	78.8	
Real ULCT	97.1	97.2	97.0	88.4	89.1	89.9	
EER-38							
Nominal	108.0	103.8	112.3	105.7	109.7	112.0	117.9
Real CPI	96.0	97.7	94.2	86.8	88.7	89.9	93.7

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

Chart 4.1 Effective exchange rates of the euro

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.2 Bilateral exchange rates of the euro

(units of national currency per euro; period averages)

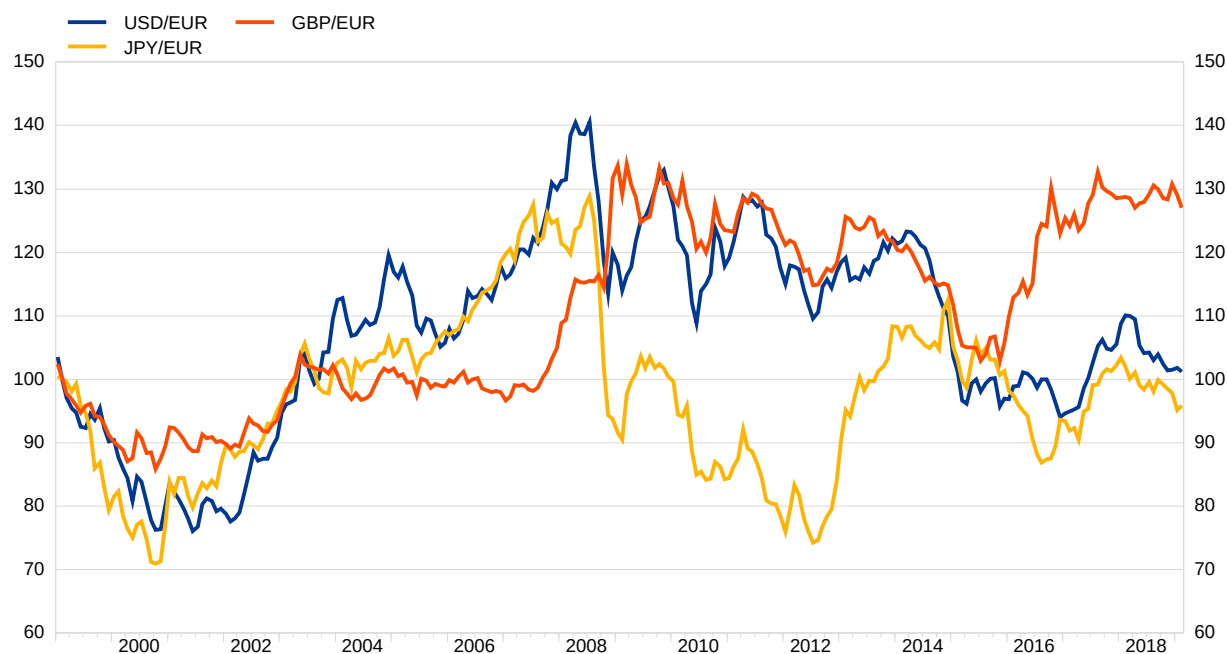
	1999-2018 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Chinese renminbi	8.748	9.468	8.171	6.973	7.352	7.629	7.808
Croatian kuna	7.449	7.406	7.483	7.614	7.533	7.464	7.418
Czech koruna	28.659	31.193	26.126	27.279	27.034	26.326	25.647
Danish krone	7.448	7.446	7.450	7.459	7.445	7.439	7.453
Hungarian forint	275.617	253.282	297.953	309.996	311.438	309.193	318.890
Japanese yen	127.557	130.952	124.161	134.314	120.197	126.711	130.396
Polish zloty	4.099	3.991	4.208	4.184	4.363	4.257	4.261
Pound sterling	0.756	0.674	0.839	0.726	0.819	0.877	0.885
Romanian leu	3.775	3.132	4.417	4.445	4.490	4.569	4.654
Swedish krona	9.284	9.132	9.436	9.353	9.469	9.635	10.258
Swiss franc	1.388	1.555	1.220	1.068	1.090	1.112	1.155
US dollar	1.206	1.155	1.258	1.110	1.107	1.130	1.181

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.3 Real effective exchange rates ¹⁾

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2018	1999-2008	2009-2018	2015	2016	2017	2018
Belgium	99.8	99.2	100.4	96.2	98.6	100.0	102.8
Germany	92.6	95.2	95.2	85.7	86.8	87.6	89.8
Estonia	115.7	106.5	124.9	124.1	126.1	128.2	132.9
Ireland	107.4	108.9	105.9	98.2	99.3	99.6	100.7
Greece	100.1	99.3	101.0	94.8	95.8	96.3	97.2
Spain	106.0	104.8	107.1	102.4	102.9	104.1	106.8
France	95.8	97.6	94.0	89.9	90.8	91.2	93.3
Italy	99.4	100.2	98.6	94.6	95.3	95.7	97.8
Cyprus	104.1	104.1	104.2	99.7	99.7	99.9	100.2
Latvia	109.8	104.7	114.8	112.5	113.6	113.9	116.7
Lithuania	122.9	115.7	130.1	127.0	129.3	130.8	134.5
Luxembourg	106.1	104.4	107.8	104.4	105.0	106.2	107.8
Malta	105.9	105.1	106.7	101.7	103.8	104.8	107.9
Netherlands	100.8	102.5	99.1	94.6	95.5	96.2	98.1
Austria	96.5	97.0	95.9	94.0	95.4	96.4	98.4
Portugal	102.5	103.1	101.9	98.7	100.0	100.4	102.3
Slovenia	99.8	99.4	100.3	97.2	97.7	98.1	99.9
Slovakia	164.9	139.3	190.5	186.5	186.7	186.3	189.7
Finland	95.9	96.9	94.9	93.0	94.0	93.4	95.3
Euro area	96.0	97.7	94.2	86.8	88.7	89.9	93.7
Bulgaria	133.9	121.0	146.8	140.3	139.8	140.7	145.3
Czech Republic	134.2	122.6	145.8	134.3	137.8	143.7	150.1
Denmark	98.4	99.5	97.4	93.4	94.4	94.8	95.9
Croatia	104.8	103.8	105.9	101.6	102.7	103.8	105.6
Hungary	128.8	125.4	132.2	123.7	124.7	127.3	126.7
Poland	116.7	117.4	116.0	112.8	108.8	112.1	113.4
Romania	133.3	127.6	139.1	137.6	136.0	133.8	136.8
Sweden	92.3	95.3	89.4	85.5	86.3	85.6	82.1
United Kingdom	88.7	97.9	79.5	88.1	79.0	74.9	76.5
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	95.0	99.4	90.5	95.1	98.8	98.3	99.1
Japan	81.7	89.4	74.0	60.4	68.5	65.2	64.7

Source: ECB.

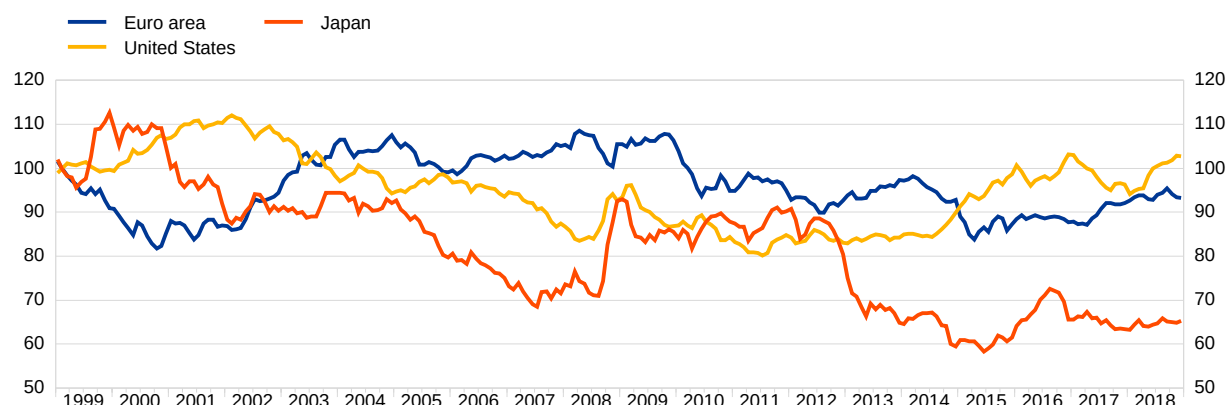
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, harmonised competitiveness indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency is calculated vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area).

Chart 4.3 Real effective exchange rates

(vis-à-vis 38 trading partners; deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of nominal GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

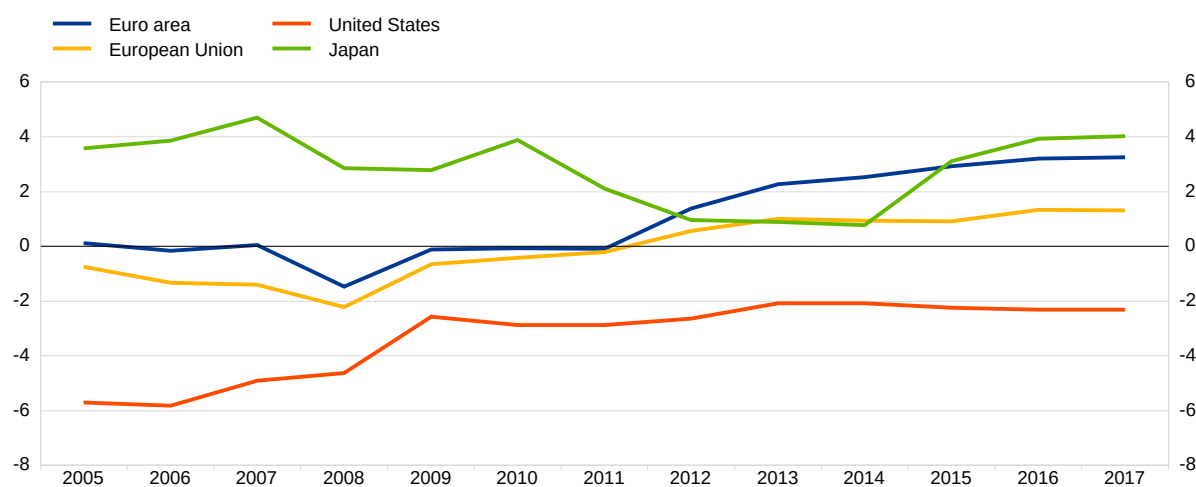
	2005-2017	2005-2011	2012-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.2	0.7	-0.4	-0.9	-1.0	-0.6	0.7
Germany	6.7	5.7	7.8	7.5	8.9	8.5	8.0
Estonia	-2.7	-6.0	1.1	0.8	1.8	2.0	3.2
Ireland	-2.2	-5.3	1.3	1.1	4.4	-4.2	8.5
Greece	-7.4	-12.1	-2.0	-1.6	-0.8	-1.7	-1.8
Spain	-3.0	-6.7	1.3	1.1	1.2	2.3	1.8
France	-0.5	-0.4	-0.7	-1.0	-0.4	-0.8	-0.6
Italy	-0.4	-2.1	1.6	1.9	1.5	2.5	2.8
Cyprus ¹⁾	-6.9	-9.6	-5.0	-4.3	-1.5	-5.1	-8.4
Latvia	-5.0	-8.4	-1.0	-1.7	-0.5	1.6	0.7
Lithuania	-3.9	-7.4	0.1	3.2	-2.3	-0.8	0.9
Luxembourg	6.9	8.3	5.2	5.2	5.1	5.1	4.9
Malta	-1.3	-5.6	3.6	5.8	2.3	3.4	10.4
Netherlands	7.9	7.0	8.9	8.5	6.3	8.1	10.5
Austria	2.5	3.0	2.0	2.5	1.7	2.5	2.0
Portugal	-5.2	-9.9	0.2	0.1	0.1	0.6	0.5
Slovenia	1.2	-1.9	4.9	5.8	4.5	5.5	7.2
Slovakia	-3.7	-6.5	-0.3	1.1	-1.7	-2.2	-2.0
Finland	0.4	1.9	-1.4	-1.8	-0.7	-0.7	-0.7
Euro area	1.1	-0.3	2.6	2.5	2.9	3.2	3.2
Bulgaria	-5.7	-12.0	1.8	1.2	0.0	2.6	6.5
Czech Republic	-1.4	-2.8	0.2	0.2	0.2	1.6	1.0
Denmark	5.8	4.1	7.8	8.9	8.2	7.9	8.0
Croatia	-1.7	-5.1	2.2	1.9	4.4	2.5	3.9
Hungary	-0.7	-3.9	3.2	1.5	2.7	6.1	3.2
Poland	-3.2	-4.8	-1.3	-2.1	-0.6	-0.5	0.2
Romania	-5.5	-8.3	-2.2	-0.7	-1.2	-2.1	-3.2
Sweden	5.7	6.8	4.4	4.5	4.3	3.8	3.1
United Kingdom	-3.8	-3.1	-4.6	-5.0	-4.9	-5.1	-3.3
European Union	-0.1	-1.0	1.0	0.9	0.9	1.3	1.3
United States	-3.3	-4.2	-2.3	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3
Japan	2.9	3.4	2.3	0.8	3.1	3.9	4.0

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

1) Data for Cyprus available since 2008.

Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of nominal GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

4 Exchange rates and balance of payments

4.5 Net international investment position

(percentages of nominal GDP; end-of-period averages)

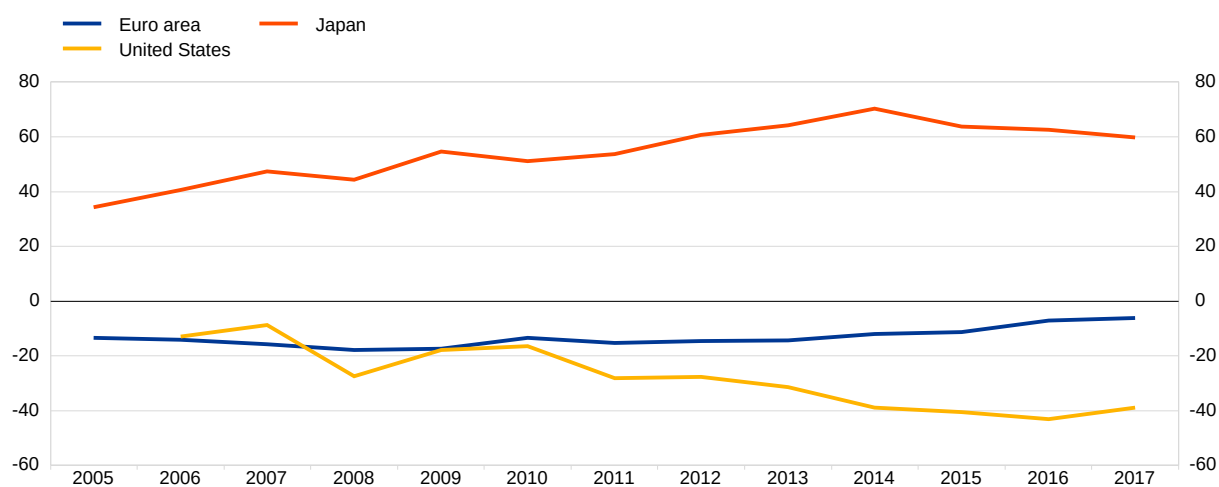
	2005-2017	2005-2011	2012-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	49.7	48.8	50.7	45.1	45.9	57.0	52.4
Germany	30.7	20.5	42.5	40.6	46.4	50.7	54.0
Estonia	-59.2	-73.0	-43.1	-47.0	-40.2	-38.9	-31.4
Ireland	-112.9	-73.4	-159.0	-164.3	-198.7	-170.7	-149.3
Greece	-107.3	-86.1	-132.0	-131.9	-135.4	-137.8	-140.5
Spain	-84.8	-80.1	-90.3	-98.0	-89.5	-85.3	-83.8
France	-11.9	-8.9	-15.5	-15.6	-12.9	-14.9	-20.1
Italy	-18.5	-19.9	-17.0	-21.0	-19.5	-10.2	-6.3
Cyprus ¹⁾	-122.4	-105.1	-134.0	-147.0	-145.0	-123.0	-121.1
Latvia	-67.8	-71.9	-63.0	-66.1	-63.5	-58.4	-56.3
Lithuania	-48.6	-52.0	-44.6	-45.1	-43.4	-42.7	-35.9
Luxembourg	22.9	2.7	46.4	48.8	31.1	46.9	47.0
Malta	26.9	17.2	38.3	43.0	38.0	36.1	66.1
Netherlands	21.6	0.4	46.3	48.0	50.1	62.7	59.8
Austria	-3.8	-8.6	1.8	3.4	2.2	3.7	3.7
Portugal	-101.6	-92.3	-112.5	-118.6	-113.2	-105.5	-104.9
Slovenia	-36.9	-32.6	-41.9	-45.8	-39.6	-36.8	-32.3
Slovakia	-62.8	-61.9	-64.0	-63.6	-64.4	-66.6	-65.6
Finland	-0.1	-3.7	4.2	-3.2	1.5	8.6	2.4
Euro area	-13.3	-15.3	-11.0	-12.0	-11.5	-7.1	-6.1
Bulgaria	-70.8	-77.5	-63.0	-72.3	-63.0	-49.2	-41.8
Czech Republic	-36.0	-37.1	-34.8	-36.3	-33.2	-26.9	-27.3
Denmark	22.6	4.9	43.3	43.4	33.4	54.6	55.4
Croatia	-79.5	-80.2	-78.6	-85.0	-76.1	-69.7	-62.6
Hungary	-86.5	-99.0	-72.0	-78.5	-66.3	-58.8	-52.7
Poland	-58.5	-53.1	-64.7	-67.6	-60.9	-60.9	-62.2
Romania	-52.2	-49.1	-55.9	-56.8	-53.7	-48.5	-46.9
Sweden	-6.8	-7.9	-5.6	-2.2	-4.0	0.1	4.3
United Kingdom	-11.1	-6.4	-16.6	-22.8	-19.9	-2.3	-8.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-27.7	-18.6	-36.8	-38.9	-40.7	-43.1	-39.0
Japan	54.4	46.5	63.6	70.3	63.8	62.7	60.3

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Cyprus available since 2008.

Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of nominal GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

5 Fiscal developments

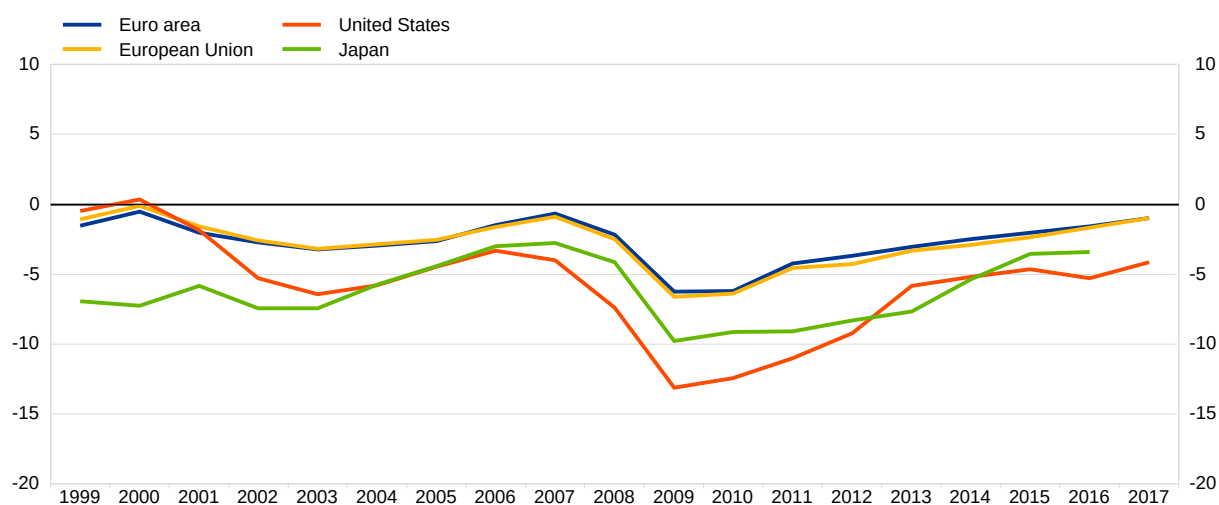
5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	-1.9	-0.6	-3.3	-3.1	-2.5	-2.4	-0.9
Germany	-1.4	-2.1	-0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.1	0.7	0.1	-0.3	-0.4
Ireland	-3.8	0.7	-8.8	-3.6	-1.9	-0.5	-0.2
Greece	-7.0	-6.7	-7.4	-3.6	-5.6	0.5	0.8
Spain	-3.6	-0.3	-7.4	-6.0	-5.3	-4.5	-3.1
France	-3.6	-2.7	-4.7	-3.9	-3.6	-3.5	-2.7
Italy	-3.1	-2.9	-3.3	-3.0	-2.6	-2.5	-2.4
Cyprus	-2.9	-2.1	-3.9	-9.0	-1.3	0.3	1.8
Latvia	-2.4	-1.9	-3.1	-1.5	-1.4	0.1	-0.6
Lithuania	-2.6	-1.9	-3.4	-0.6	-0.3	0.3	0.5
Luxembourg	1.7	2.6	0.7	1.3	1.3	1.6	1.4
Malta	-3.2	-4.9	-1.4	-1.7	-1.0	0.9	3.5
Netherlands	-1.6	-0.6	-2.7	-2.2	-2.0	0.0	1.2
Austria	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-1.0	-1.6	-0.8
Portugal	-5.1	-4.2	-6.2	-7.2	-4.4	-2.0	-3.0
Slovenia	-3.6	-2.2	-5.2	-5.5	-2.8	-1.9	0.1
Slovakia	-4.4	-5.0	-3.9	-2.7	-2.6	-2.2	-0.8
Finland	1.0	3.8	-2.2	-3.2	-2.8	-1.7	-0.7
Euro area	-2.7	-2.0	-3.4	-2.5	-2.0	-1.6	-1.0
Bulgaria	-0.5	0.6	-1.7	-5.4	-1.7	0.2	1.1
Czech Republic	-2.8	-3.6	-2.0	-2.1	-0.6	0.7	1.5
Denmark	0.6	2.4	-1.3	1.1	-1.5	-0.4	1.1
Croatia	-4.1	-3.7	-4.4	-5.1	-3.4	-0.9	0.9
Hungary	-4.6	-6.0	-3.1	-2.6	-1.9	-1.6	-2.2
Poland	-4.0	-3.9	-4.1	-3.7	-2.7	-2.2	-1.4
Romania	-3.3	-2.8	-3.9	-1.3	-0.7	-2.9	-2.9
Sweden	0.5	1.2	-0.2	-1.6	0.2	1.1	1.5
United Kingdom	-3.9	-2.0	-6.1	-5.4	-4.2	-2.9	-1.8
European Union	-2.7	-1.9	-3.7	-2.9	-2.3	-1.7	-1.0
United States	-5.8	-3.9	-7.9	-5.2	-4.6	-5.3	-4.1
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-5.4	-3.6	-3.4	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.1 General government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.2 Primary general government balance ¹⁾ (percentages of GDP)

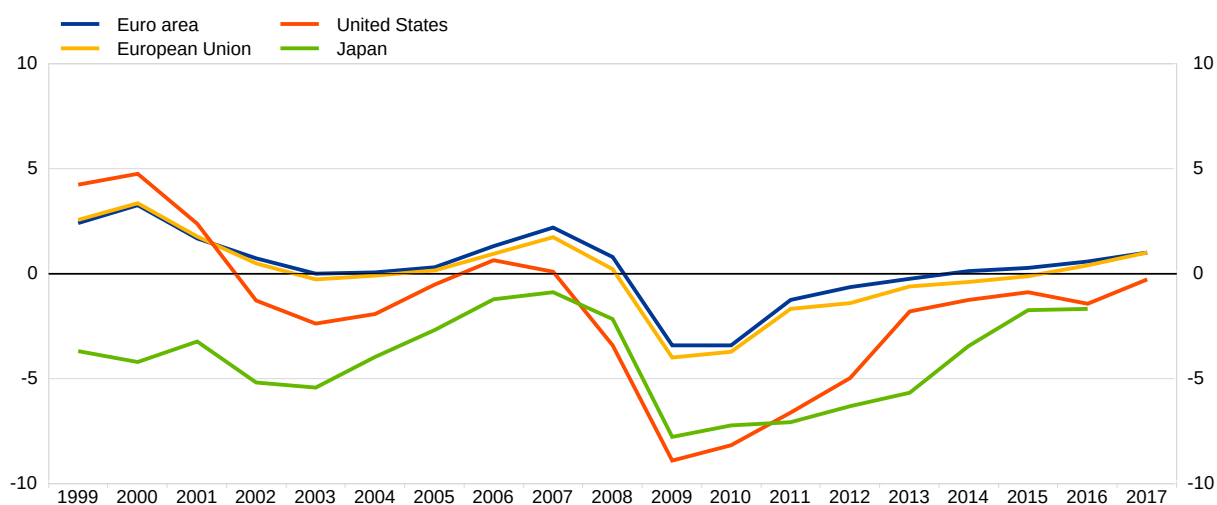
	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	4.7	0.0	0.2	0.6	0.4	1.6
Germany	1.0	0.8	1.3	2.2	2.2	2.1	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	0.8	0.2	-0.3	-0.3
Ireland	-1.6	2.1	-5.7	0.3	0.7	1.7	1.7
Greece	-2.0	-1.3	-2.8	0.3	-2.1	3.7	3.9
Spain	-1.1	2.0	-4.6	-2.5	-2.2	-1.7	-0.5
France	-1.0	0.2	-2.4	-1.7	-1.6	-1.7	-0.8
Italy	1.8	2.3	1.1	1.5	1.5	1.4	1.4
Cyprus	-0.1	0.9	-1.1	-5.8	1.9	3.1	4.3
Latvia	-1.4	-1.2	-1.7	-0.1	0.0	1.1	0.3
Lithuania	-1.3	-0.8	-1.8	1.0	1.3	1.6	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.1	1.7	1.7	2.0	1.7
Malta	0.0	-1.1	1.4	1.0	1.4	3.1	5.4
Netherlands	0.4	1.9	-1.2	-0.7	-0.7	1.2	2.2
Austria	0.6	1.1	0.0	-0.3	1.3	0.5	1.0
Portugal	-1.7	-1.4	-2.0	-2.3	0.2	2.2	0.9
Slovenia	-1.5	-0.4	-2.9	-2.3	0.4	1.1	2.6
Slovakia	-2.4	-2.4	-2.3	-0.8	-0.8	-0.6	0.6
Finland	2.6	5.8	-0.9	-2.0	-1.6	-0.6	0.3
Euro area	0.3	1.3	-0.8	0.1	0.3	0.6	1.0
Bulgaria	1.1	2.9	-0.9	-4.6	-0.7	1.1	1.9
Czech Republic	-1.7	-2.6	-0.8	-0.8	0.5	1.6	2.3
Denmark	2.8	5.0	0.3	2.6	0.1	0.9	2.2
Croatia	-1.6	-1.8	-1.4	-1.7	0.0	2.1	3.5
Hungary	-0.4	-1.6	0.8	1.4	1.6	1.6	0.6
Poland	-1.6	-1.2	-2.0	-1.7	-0.9	-0.5	0.2
Romania	-1.4	-0.7	-2.3	0.4	0.9	-1.4	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.5	-0.9	0.6	1.5	1.8
United Kingdom	-1.6	0.1	-3.4	-2.7	-1.9	-0.5	0.9
European Union	0.0	1.1	-1.2	-0.4	-0.1	0.4	1.0
United States	-1.7	0.3	-3.8	-1.2	-0.9	-1.4	-0.3
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-3.5	-1.7	-1.7	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

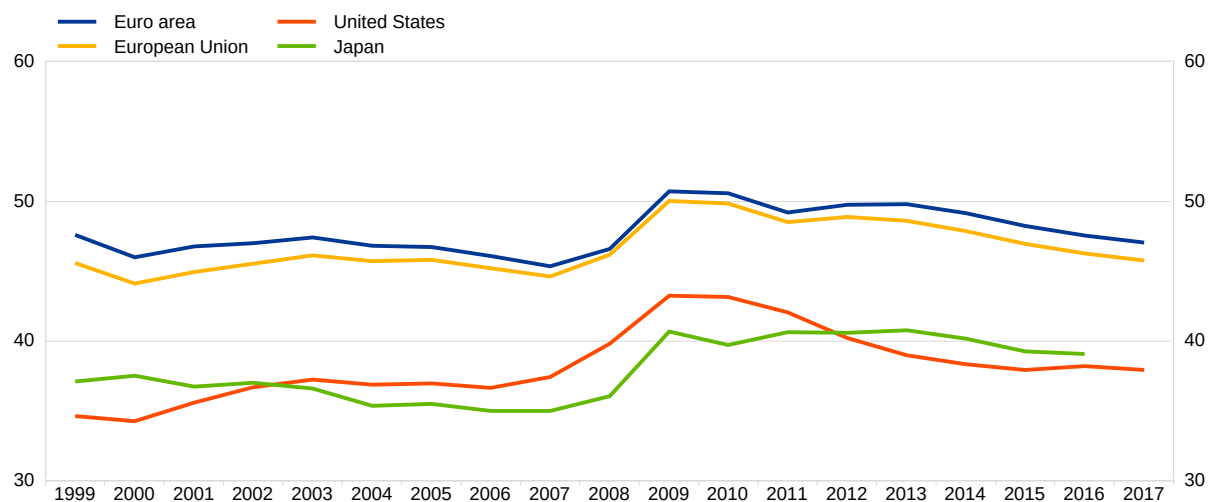
5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	51.8	49.6	54.2	55.3	53.7	53.0	52.2
Germany	45.4	45.8	44.9	44.0	43.7	43.9	43.9
Estonia	37.7	35.9	39.8	37.8	39.6	39.5	39.3
Ireland	37.0	34.2	40.1	37.4	28.9	27.5	26.3
Greece	49.8	46.7	53.2	50.2	53.5	48.9	47.3
Spain	41.7	39.0	44.7	44.8	43.7	42.2	41.0
France	54.7	52.7	56.9	57.2	56.8	56.7	56.5
Italy	48.6	47.2	50.1	50.9	50.3	49.1	48.7
Cyprus	39.4	37.4	41.7	48.8	40.6	38.0	37.5
Latvia	37.6	35.8	39.7	38.1	38.2	37.0	37.8
Lithuania	36.8	36.2	37.6	34.6	34.9	34.1	33.1
Luxembourg	41.7	40.5	43.1	42.0	42.0	41.9	43.1
Malta	41.3	42.1	40.4	41.3	40.1	37.1	36.2
Netherlands	44.4	43.1	45.8	45.7	44.6	43.6	42.5
Austria	51.3	51.1	51.5	52.4	51.1	50.3	49.2
Portugal	46.7	44.6	49.0	51.8	48.2	44.8	45.7
Slovenia	47.0	45.1	49.1	49.9	47.7	45.3	43.2
Slovakia	41.9	41.9	42.0	42.0	45.1	41.5	40.2
Finland	52.0	48.6	55.9	58.1	57.1	55.9	54.0
Euro area	47.8	46.6	49.1	49.1	48.3	47.5	47.0
Bulgaria	38.0	38.6	37.3	43.1	40.5	35.1	35.1
Czech Republic	42.5	42.7	42.3	42.4	41.7	39.5	39.0
Denmark	53.7	52.1	55.4	55.2	54.8	53.6	51.9
Croatia	47.6	47.6	47.6	48.1	48.3	46.9	45.0
Hungary	49.0	49.1	48.9	49.5	50.1	46.8	46.9
Poland	43.6	44.2	42.9	42.4	41.7	41.1	41.1
Romania	36.3	35.8	36.9	35.4	36.2	34.9	33.6
Sweden	51.7	52.5	50.7	51.1	49.6	49.7	49.3
United Kingdom	41.5	39.1	44.2	43.0	42.2	41.4	40.9
European Union	46.7	45.4	48.1	47.9	46.9	46.3	45.8
United States	38.2	36.6	40.0	38.3	37.9	38.2	38.0
Japan	37.9	36.2	40.1	40.2	39.3	39.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.4 General government debt ¹⁾ (percentages of GDP)

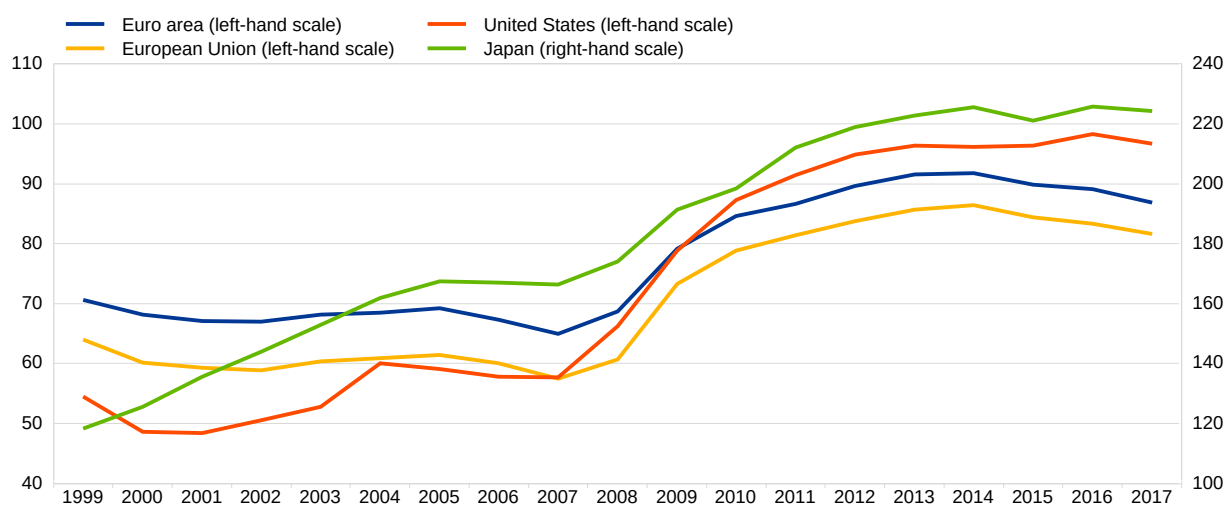
	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	101.8	99.8	103.9	107.6	106.5	106.1	103.4
Germany	68.0	62.6	74.1	74.5	70.8	67.9	63.9
Estonia	6.7	5.0	8.6	10.5	9.9	9.2	8.7
Ireland	60.2	32.2	91.2	104.1	76.8	73.4	68.4
Greece	133.4	104.4	165.7	178.9	175.9	178.5	176.1
Spain	64.9	47.3	84.5	100.4	99.3	99.0	98.1
France	76.9	63.4	91.9	94.9	95.6	98.2	98.5
Italy	113.2	102.9	124.8	131.8	131.6	131.4	131.2
Cyprus	71.5	58.0	86.5	108.0	108.0	105.5	96.1
Latvia	25.8	12.6	40.4	40.9	36.8	40.3	40.0
Lithuania	28.3	19.6	38.0	40.5	42.6	39.9	39.4
Luxembourg	14.2	8.1	20.9	22.7	22.2	20.7	23.0
Malta	64.4	65.2	63.4	63.7	58.6	56.3	50.9
Netherlands	56.0	50.2	62.6	67.9	64.6	61.9	57.0
Austria	74.0	66.7	82.0	84.0	84.8	83.0	78.3
Portugal	87.8	60.8	117.8	130.6	128.8	129.2	124.8
Slovenia	42.8	25.3	62.2	80.4	82.6	78.7	74.1
Slovakia	43.7	39.4	48.5	53.5	52.2	51.8	50.9
Finland	47.0	39.8	55.1	60.2	63.6	63.0	61.3
Euro area	77.3	68.0	87.7	91.8	89.9	89.1	86.8
Bulgaria	32.0	42.1	20.7	27.1	26.2	29.6	25.6
Czech Republic	31.7	24.9	39.3	42.2	40.0	36.8	34.7
Denmark	42.2	42.7	41.8	44.3	39.9	37.9	36.1
Croatia	57.2	38.7	71.6	84.0	83.7	80.2	77.5
Hungary	68.3	60.1	77.4	76.6	76.6	75.9	73.3
Poland	47.5	43.0	52.5	50.4	51.3	54.2	50.6
Romania	26.1	18.7	34.4	39.2	37.8	37.3	35.1
Sweden	44.9	48.3	41.0	45.5	44.2	42.4	40.8
United Kingdom	59.5	39.2	82.1	87.0	87.9	87.9	87.4
European Union	70.6	60.3	82.1	86.4	84.4	83.3	81.6
United States	73.3	55.6	92.9	96.1	96.3	98.3	96.7
Japan	181.7	151.3	215.6	225.6	221.0	225.7	224.3

Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.4 General government debt
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

© Den Europæiske Centralbank, 2019

Postadresse 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

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

Den generelle skæringsdato for data i denne årsberetning var den 8. februar 2019 (med undtagelse af arbejdsløshedsprocenten december 2018). Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 14. marts 2019.

Specifik terminologi og forkortelser kan ses i [ECB's glossar](#).

HTML ISBN 978-92-899-3450-3, ISSN 1725-2830, doi:10.2866/27208, QB-AA-19-001-DA-Q