DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

Årsberetning

2017

Indhold

Året kort fortalt 4

Året i tal 6

ECB's politikker og aktiviteter i det økonomiske og finansielle miljø i 2017 8

1 Euroområdets økonomiske opsving blev drevet af gunstige forhold og pengepolitik 8

1.1 Den globale økonomiske vækst tiltog 8

1.2 Den makroøkonomiske, finanspolitiske og strukturelle udvikling i euroområdet 12

Boks 1 Strukturpolitiske tiltag på arbejdsmarkedet i euroområdet 21

Boks 2 Et nærmere indblik i den afdæmpede inflationsudvikling 23

Boks 3 Hvad driver gennemførelsen af strukturreformer? 26

1.3 Den finansielle og monetære udvikling 28

Boks 4 Den strukturelle dimension af ikke-finansielle selskaber og husholdningers finansiering i euroområdet 35

2 Pengepolitik: tålmodighed, vedholdenhed og forsigtighed 39

2.1 Den pengepolitiske linje: stærkt lempelig 40

Boks 5 Benchmarks på euroområdets pengemarked: den seneste udvikling 43

2.2 Gennemslaget fra ECB's pengepolitiske foranstaltninger var effektivt 45

2.3 Udviklingen i Eurosystemets balance 51

3 Den europæiske finansielle sektor: robust, men med udfordringer 54

3.1 Risici og sårbarheder i euroområdets finansielle system 54

Boks 6 Udvikling i markedet for bolig- og erhvervsejendomme i euroområdet 59

3.2 ECB's makroprudentielle funktion 62

3.3 ECB's bidrag til regulatoriske tiltag 64

3.4 ECB's mikroprudentielle funktion 68

4 Betalingsinfrastruktur og betalinger 69

4.1 Innovation og integration af betalingsinfrastruktur og betalinger 70

4.2 Betalingsinfrastrukturens og betalingernes sikkerhed 71

Boks 7 Straksbetalinger og nye detailbetalingsløsninger 73

Boks 8 Cyberrobustheden i det finansielle system 74

5 Finansielle serviceydelser til andre institutioner 76

5.1 Administration af lån- og udlånstransaktioner 76

5.2 Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver 77

6 Sedler og mønter 77

6.1 Cirkulation af sedler og mønter 77

Boks 9 Euroområdets husholdningers brug af kontanter 79

6.2 Falske eurosedler 81

6.3 Den anden serie eurosedler 82

7 Statistik 83

7.1 Nye og forbedrede statistikker for euroområdet 83

7.2 Øvrig statistisk udvikling 84

Boks 10 Samarbejde om statistik på europæisk og internationalt plan 86

Boks 11 Hovedtræk ved det igangværende arbejde med AnaCredit 88

8 Økonomisk forskning 90

8.1 ECB's forskningsprioriteter 90

8.2 Eurosystemets/ESCB's forskningsgrupper og -netværk 91

8.3 Konferencer og publikationer 93

9 Juridiske aktiviteter og forpligtelser 94

9.1 ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau 94

9.2 ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse 96

9.3 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang 99

10 Internationalt og europæisk samarbejde 100

10.1 Europæiske relationer 100

10.2 Internationale relationer 102

11 Ekstern kommunikation 104

11.1 Kommunikation er en central del af ECB's politik 104

11.2 Styrkede outreach-aktiviteter 105

12 Institutionel ledelse og corporate governance 106

13 Organisatorisk udvikling og udviklingen i personaleforvaltningen 108

Årsregnskab **A1**

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2017 **C1**

Statistikafsnit (findes kun på engelsk) **S1**

Året kort fortalt

I 2017 udviklede det økonomiske opsving i euroområdet sig til en solid og bredt funderet vækst. **Økonomien voksede 2,5 pct.** og havde ved årets slutning været i vækst i 18 kvartaler i træk. Det er den kraftigste vækst de seneste 10 år og den bredest funderede de seneste 20 år. **Vækstraternes spredning mellem eurolandene faldt** til det laveste niveau siden starten af Den Monetære Union.

Den robuste vækst sikrede, at opsvinget på arbejdsmarkedet fortsatte i et højt tempo. **Beskæftigelsen steg 1,6 pct.** og nåede det højeste niveau nogensinde, holdt oppe af en rekordhøj erhvervsfrekvens for kvinder og ældre arbejdstagere. Arbejdsløsheden faldt til det laveste niveau siden januar 2009. Alt i alt er der skabt 7,5 mio. arbejdspladser siden midten af 2013, som har udlignet alle tab af arbejdspladser under krisen.

ECB's pengepolitik har som i tidligere år spillet en central rolle i denne opsvings- og konvergenshistorie. I 2017 forsvandt tidligere asymmetrier i transmissionen af ECB's pengepolitik stort set, og finansieringsforholdene stabiliserede sig på et rekordlavt niveau i euroområdet. Dette bidrog til den kraftigste stigning i kreditgivningen til den private sektor, siden krisen begyndte i 2008.

De robuste resultater i realøkonomien blev dog ikke matchet af inflationsudviklingen. Mens **den samlede inflation** igen var steget fra det tidligere lave niveau til **gennemsnitlig 1,5 pct.** i løbet af året, forblev det indenlandske prispres dæmpet, og den underliggende inflation viste ingen tegn på en vedvarende opadrettet tendens.

De forskellige udsigter for vækst og inflation formede ECB's **pengepolitiske beslutninger** i løbet af året og førte til, at vi justerede opkøbsprogrammet.

I oktober besluttede Styrelsesrådet at reducere opkøbet af aktiver yderligere, fra 60 mia. euro til 30 mia. euro pr. måned, og at forlænge programmet med mindst ni måneder til september 2018. Desuden blev den eksplicitte henvisning til, at Styrelsesrådet er parat til at udvide opkøbsprogrammet, hvis udsigterne bliver mindre gunstige, i marts 2018 fjernet i den officielle kommunikation.

Styrelsesrådets beslutninger afspejlede den større tillid til de økonomiske udsigter. I en sådan kontekst ville en uændret pengepolitik være blevet stadig mere lempelig. Med beslutningerne erkendtes det dog også, at tålmodighed er en nødvendighed for, at der kan opbygges et inflationspres, og at vedholdenhed er en nødvendighed i vores pengepolitik, for at inflationsudviklingen kan blive vedvarende og få sin egen selvbærende dynamik.

Selv om pengepolitikken har den ønskede virkning, kan den også have bivirkninger. I 2017 fortsatte ECB derfor med nøje at overvåge **risici for finansiel stabilitet**, som syntes at være inddæmmede.

Den kraftigere nominelle vækst bidrog til at mindske risici, idet den forbedrede holdbarheden af virksomheders og husholdningers gæld. Gældskvoterne i begge sektorer faldt til niveauet i begyndelsen af 2008, hvilket viser, at opsvinget ikke er

kommet på bekostning af en højere gældsætning i den private sektor. Det er nemlig stort set første gang siden starten af Den Monetære Union, at det private forbrug er steget, samtidig med at den private gældsætning er faldet.

For bankerne betød en økonomi i bedring også, at der var mulighed for yderligere at styrke deres balancer. Den stærkere økonomi bidrog til at stabilisere rentabiliteten gennem et øget forretningsomfang og lavere nedskrivningsomkostninger. Bankernes modstandskraft over for stød fortsatte med at stige, idet kernekapitalprocenten nåede 14,5 pct. i 3. kvartal 2017, og aktivkvaliteten var forbedret.

Bankerne i euroområdet forstærkede deres reduktion af **misligholdte lån**, der faldt fra 8 pct. af de samlede lån i 2014 til 5,2 pct. i 3. kvartal 2017. Værdien af de misligholdte lån faldt med 119 mia. euro alene i de tre første kvartaler af 2017, hvor salg af lån på de sekundære markeder udgjorde en stigende andel af afhændelserne. Dette blev fremmet af ECB's initiativer til at forbedre gennemsigtigheden på markederne for misligholdte lån. En yderligere indsats for at nedbringe de store beholdninger af misligholdte lån er dog stadig nødvendig.

ECB fortsatte også med at overvåge forholdene på de finansielle markeder. Markederne var forholdsvis rolige i 2017, men de var stadig sårbare over for en pludselig revurdering af risiko og stigninger i volatiliteten på de finansielle markeder. Disse risici opstod på de globale aktiemarkeder i begyndelsen af 2018. Indtil videre har der dog ikke været nogen større afsmitning på kreditmarkederne i euroområdet og dermed på de generelle finansielle forhold.

I 2017 skete der også en vigtig udvikling i betalingsarkitekturen i euroområdet. Den sidste migreringsbølge til **TARGET2-Securities** blev gennemført, og derefter gennemførtes der i gennemsnit 566.684 transaktioner dagligt på platformen. Den nye 50-euroseddel blev sendt i omløb og forbedrede betalingssikkerheden for borgerne euroområdet, som stadig anser kontanter som deres foretrukne betalingsmåde i forretninger.

Endelig tog ECB en række skridt til at forbedre **gennemsigtigheden og ansvarligheden** i forhold til EU's borgere. Vi besvarede 138 spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet i 2017. Vi lukkede dørene op til vores nye Visitor Centre, hvor vi hvert år regner med at tage imod 40.000 besøgende. Vores websted blev besøgt over 17 millioner gange af folk fra hele verden.

Fremadrettet forventer vi, at den økonomiske vækst forbliver kraftig i 2018. Selvom vi fortsat er overbevist om, at inflationen igen vil nærme sig vores mål på mellemlangt sigt, er der stadig usikkerhed om den ledige kapacitet i økonomien.

En tålmodig, vedvarende og forsigtig pengepolitik er derfor fortsat nødvendig for at sikre, at inflationen igen når vores mål.

Frankfurt am Main, april 2018

Mario Draghi
Formand

Året i tal

En solid og bredt funderet økonomisk vækst

2,5 pct.

En kraftigere nettoeksport og et robust indenlandsk forbrug af varer og tjenesteydelser understøttede år til år-væksten i euroområdets bruttonationalprodukt.

Inflationen er inde i en bedring

1,5 pct.

Den gennemsnitlige samlede inflation i euroområdet steg, hvilket primært skyldtes stigende priser på energi – og i mindre grad – på fødevarer.

Beskæftigelsen er over niveauet før krisen

1,6 pct.

Opsvinget på arbejdsmarkedet fortsatte med en robust beskæftigelsesvækst, der afspejler både det positive økonomiske klima og de vellykkede politiske foranstaltninger.

Vækstraternes spredning er historisk lav

1998: 1,47σ

2017: 0,75σ

I 2017 var forskellen i de økonomiske vækstrater i euroområdet, målt i standardafvigelser i bruttoværditilvæksten, den laveste, der nogensinde er målt i Den Monetære Unions historie.

Bankernes solvens er forbedret

14,5 pct.

Solvensen hos euroområdets banker blev stadig bedre, idet kernekapitalprocenten nåede 14,5 pct. i 3. kvartal 2017.

Hurtigere nedbringelse af misligholdte lån

-119 mia. euro

Den samlede værdi af misligholdte lån i bankerne i euroområdet faldt mærkbart i årets første tre kvartaler.

Stigende antal T2S-transaktioner

556.684 pr. dag

Afslutningen af migreringen til Target2-Securities var et betydeligt skridt i retning af en integreret europæisk infrastruktur for værdipapirafvikling, som det fremgår af det gennemsnitlige antal transaktioner pr. dag efter den endelige migreringsbølge.

Mange svar givet til Europa-Parlamentet

138

ECB's formand Mario Draghi svarede på over 130 spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet, hvilket afspejler ECB's høje standarder for ansvarlighed og gennemsigtighed.

ECB's politikker og aktiviteter i det økonomiske og finansielle miljø i 2017

1 Euroområdets økonomiske opsving blev drevet af gunstige forhold og pengepolitik

Konjunkturopsvinget i euroområdet, som begyndte i 2013, fortsatte i 2017, hvor det var modstandsdygtigt over for en række usikkerhedsfaktorer. Produktionsvæksten stabiliserede sig og blev bredere funderet, idet spredningen i vækstrater på tværs af både lande og sektorer var den laveste i to årtier. Arbejdsmarkederne i euroområdet nød fortsat godt af det igangværende opsving. Beskæftigelsen steg til det højeste niveau siden etableringen af euroområdet, mens ledigheden faldt til et niveau, der ikke er set siden 1. kvartal 2009.

Opsvinget i euroområdet blev understøttet af en række gunstige konjunkturmæssige og strukturelle faktorer. Den globale produktionsvækst tiltog og medførte en øget eksportefterspørgsel, mens adskillige års balancejustering, opbygning af institutioner samt strukturreformer i euroområdet også bar frugt. Desuden var finanspolitikken overordnet set mere eller mindre neutral. ECB's pengepolitiske foranstaltninger bidrog fortsat til væksten i pengemængden og kreditgivningen og spillede en central rolle i at fremme både husholdningernes forbrug og erhvervsinvesteringerne ved at sikre lave renter og fortsat gunstige finansieringsforhold.

Trods det robuste økonomiske opsving viste inflationen endnu ingen overbevisende tegn på en holdbar opjustering til et niveau på mellemlangt sigt på under, men tæt på, 2 pct. i overensstemmelse med ECB's definition af prisstabilitet. Det underliggende inflationspres var stadig afdæmpet i lyset af den fortsat betydelige ledige kapacitet på arbejdsmarkedet. De observerede forbedringer på arbejdsmarkedet havde endnu ikke givet sig udslag i en mere dynamisk lønvækst. Desuden var det vigtigt at se igennem volatiliteten i de kortsigtede inflationsdata, som ikke eller kun i begrænset omfang påvirkede udsigterne for prisstabiliteten på mellemlangt sigt.

Den solide og bredt funderede vækst har skabt tillid til, at inflationen vil stige med tiden. I den forbindelse har ECB's styrelsesråd understreget, at der er brug for tålmodighed, vedholdenhed og forsigtighed, da denne proces vil tage tid og kræve en meget lempelig pengepolitik.

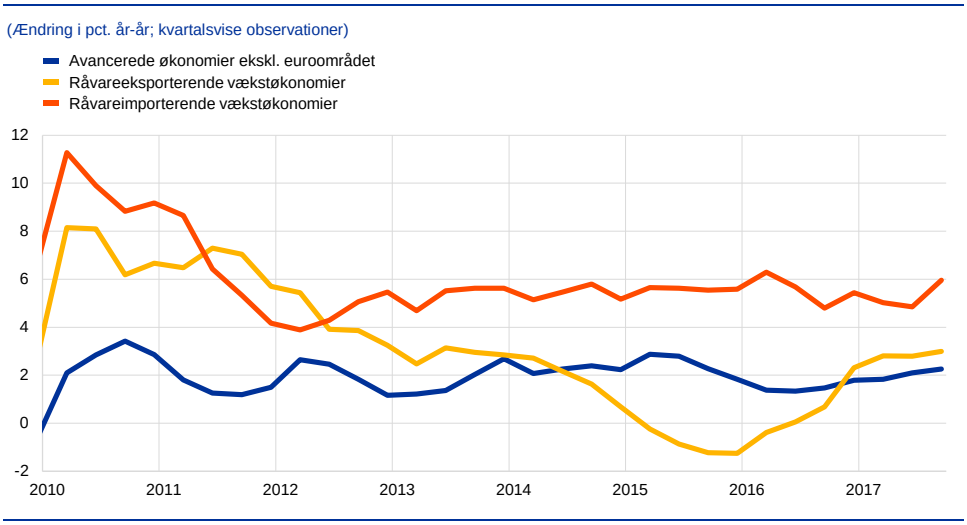
1.1 Den globale økonomiske vækst tiltog

Konjunkturopsvinget i den globale økonomi fortsatte i 2017 (se figur 1). Desuden blev det bredere fordelt på lande og komponenter. Forbruget var fortsat en central drivkraft for den globale vækst, mens investeringsefterspørgslen tiltog, især i de

avancerede økonomier. Opsvinget i verdenshandlen faldt sammen med en mere positiv stemning i erhvervslivet og et skift i efterspørgslen hen imod mere importintensive regioner, især Europa.

Figur 1

Globalt realt BNP



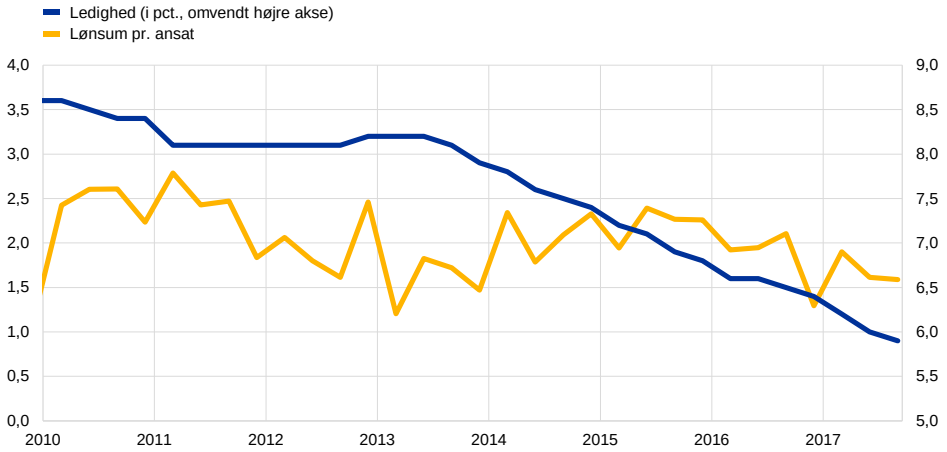
Kilder: Haver Analytics, nationale kilder og ECB's beregninger.
Anm.: Købekraftsjusteret (PPP-justeret) BNP. Avancerede økonomier er bl.a. Australien, Canada, Japan, New Zealand, Norge, Schweiz, Storbritannien, Sverige og USA. Råvareeksportører er bl.a. Argentina, Brasilien, Chile, Colombia, Indonesien, Malaysia, Mexico, Rusland, Saudi-Arabien, Sydafrika og Venezuela. Råvareimportører er bl.a. Hongkong, Indien, Korea, Singapore, Taiwan, Thailand og Tyrkiet.

Det globale økonomiske opsving havde medvind på en række områder i de avancerede økonomier, mens den stærke modvind for vækstøkonomierne aftog. I de avancerede økonomier aftog den ledige kapacitet yderligere, både med hensyn til produktionskapacitet og på arbejdsmarkederne, efterhånden som kilderne til vækst blev mere og mere endogene. Lempelige politikker samt voksende tillid blandt både virksomheder og husholdninger understøttede den økonomiske aktivitet i de avancerede økonomier. I vækstøkonomierne understøttede lempelige politikker fortsat den robuste vækst i de råvareimporterende lande, mens væksten på ny steg i de råvareeksporterende lande som følge af højere råvarepriser og en fornyet indstrømning af kapital.

Figur 2

Udviklingen på arbejdsmarkederne i OECD

(Kvartalsvise observationer)



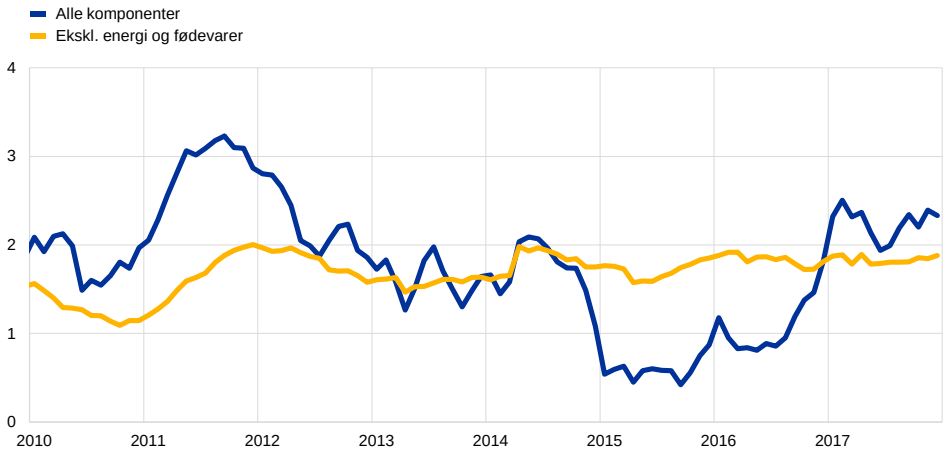
Kilder: Haver Analytics, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) og ECB's beregninger.
Anm.: Lønsum pr. ansat beregnes som summen af de (sæsonkorrigerede) årlige ændringer i enhedslønomkostningerne og arbejdskraftsproduktiviteten.

Den øgede nationale efterspørgsel og de observerede fald i ledigheden har endnu ikke givet sig udslag i højere lønninger (se figur 2) eller højere kerneinflation i de fleste af de vigtigste økonomier. Sammenlignet med sidste år var den globale inflation ekskl. fødevarer og energi stadig stort set stabil. Den globale samlede inflation steg ikke desto mindre som følge af højere råvarepriser (se figur 3).

Figur 3

OECD-inflation

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

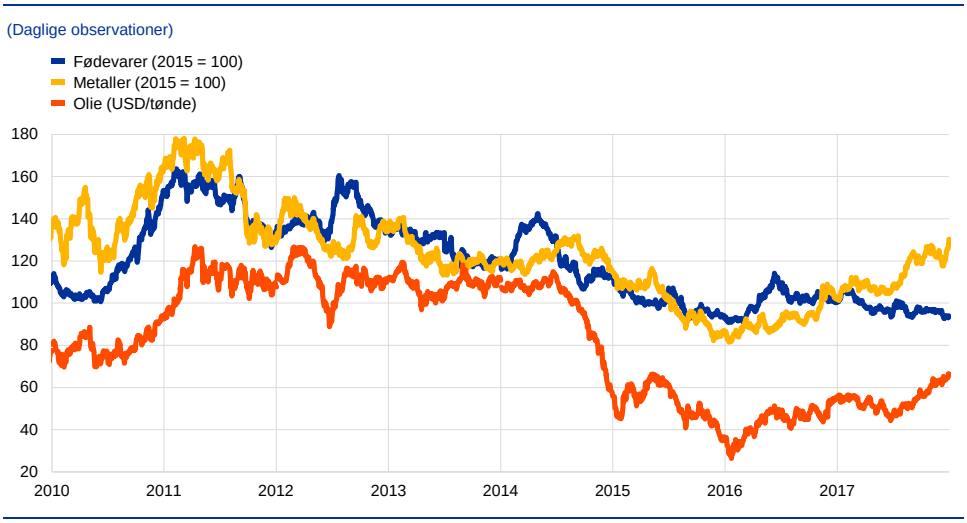


Kilder: Haver Analytics, OECD og ECB's beregninger.

Højere råvarepriser fik den globale inflation til at stige

Prisen på Brent-råolie rettede sig i 2. halvår 2017 (se figur 4) efter en faldende tendens i 1. halvår – fra 56 dollar pr. tønde i januar til 44 dollar pr. tønde i juni, primært på grund af tvivl om effektiviteten af den aftale, som Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) og de vigtigste olieproducerende lande uden for OPEC i 2016 indgik om at skære i produktionen på baggrund af en stærk olieforsyning fra USA. I overensstemmelse med den globale inflationsudvikling steg prisen på Brent-råolie til 67 dollar pr. tønde ultimo december, hvilket tydede på en afbalancering af markedet som følge af højere efterspørgsel end forventet i 2017, forlængelsen i maj 2017 af produktionsnedskæringerne i OPEC-landene og lande uden for OPEC samt afbrydelse af forsyningen i nogle producerende lande, hvilket medførte en fortsat nedbringelse af olielagrene. Ultimo året blev priserne yderligere understøttet af geopolitiske spændinger, forventninger om en yderligere forlængelse af aftalen om produktionsnedskæringer mellem OPEC-landene og lande uden for OPEC, som blev bekræftet den 30. november 2017, hvor aftalen blev forlænget til udgangen af 2018, samt en kraftig global efterspørgsel efter olie.

Figur 4
Råvarepriser



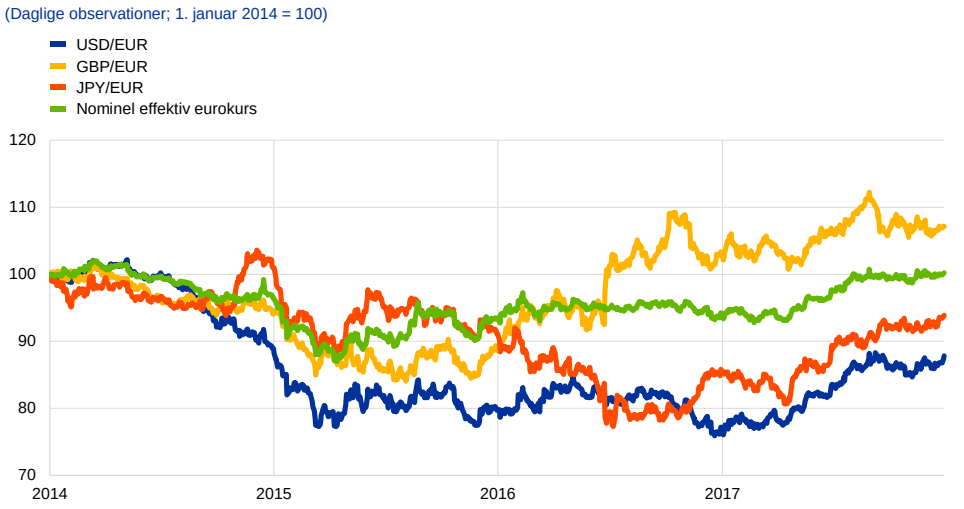
Kilder: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics, ECB og ECB's beregninger.

Priserne på råvarer ekskl. olie steg samlet set i 2017, primært drevet af stigende metalpriser. Efter en kortvarig nedgang i løbet af sommeren steg metalpriserne, navnlig i 3. kvartal, som følge af en stærk efterspørgsel samt afbrydelse af forsyningen i nogle eksporterende lande. Derimod faldt fødevarepriserne samlet set i 2017, hovedsagelig på grund af en rigelig global forsyning af sojabønner, hvede, palmeolie og majs. Udviklingen i fødevarepriserne blev dog stort set udlignet af stigningen i metalpriserne.

Den effektive eurokurs apprecierede

I 2017 apprecierede den nominelle effektive eurokurs (se figur 5). Bilateralt apprecierede euroen over for de fleste af de andre store valutaer. Euroen steg særligt markant over for den amerikanske dollar, men også betydeligt over for den japanske yen og – i mindre omfang – det britiske pund.

Figur 5
Eurokursen



Kilder: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics, ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Nominel effektiv eurokurs over for 38 vigtige handelspartnere.

Den danske krone er i øjeblikket den eneste valuta i den europæiske valutakursmekanisme ERM2. Den danske krone lå tæt på centralkursen inden for ERM2 i 2017. I april 2017 afskaffede Česká národní banka den nedre grænse for den tjekkiske korunas kurs over for euroen, og euroen deprecierede efterfølgende over for den tjekkiske koruna. Hrvatska narodna banka fortsatte med at intervenere på valutamarkederne i overensstemmelse med valutakursordningen med styret flydning, og den kroatiske kuna forblev stort set stabil over for euroen. Den bulgarske lev forblev fast knyttet til euroen. Euroen var også stort set stabil over for den ungarske forint og den rumænske leu, mens den apprecierede over for den svenske krona og den schweiziske franc og deprecierede over for den polske zloty.

1.2 Den makroøkonomiske, finanspolitiske og strukturelle udvikling i euroområdet

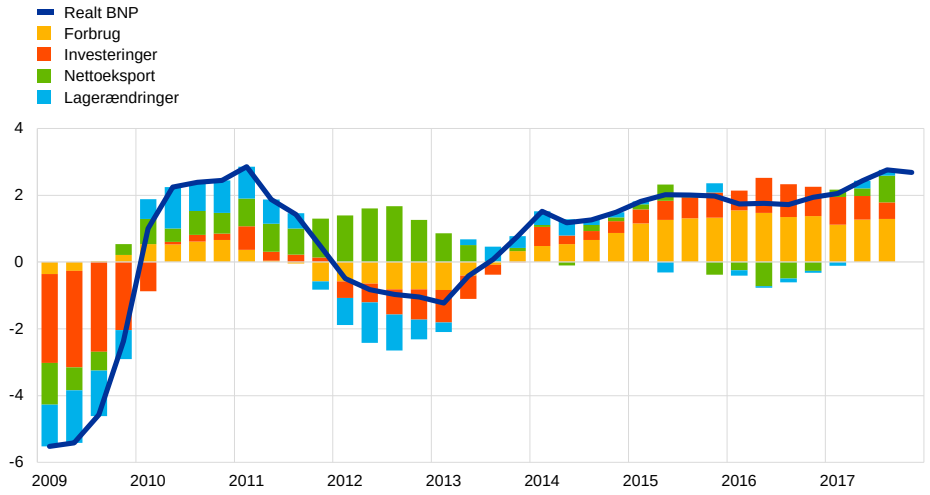
Det økonomiske opsving i euroområdet tog til i tempo i 2017, idet et positivt bidrag fra nettoeksporten, understøttet af det bredt funderede globale opsving, forstærkede den indenlandske efterspørgsel (se figur 6). Det private forbrug blev drevet af husholdningernes voksende nettoformue og stigende beskæftigelse, hvilket også var et resultat af tidligere arbejdsmarkedsreformer (se boks 1). Samtidig steg det offentlige forbrug yderligere og bidrog således positivt til den økonomiske vækst. Opgangen i erhvervsinvesteringerne fortsatte i kraft af meget gunstige

finansieringsforhold og øget indtjening i virksomhederne. Byggeinvesteringerne styrkedes fortsat efter at have nået et tydeligt lavpunkt i 2015. De offentlige investeringer steg også i 2017 efter et fald året før.

Figur 6

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 2017 vedrører det foreløbige skøn, mens de seneste observationer for komponenterne er for 3. kvartal 2017.

Euroområdets økonomi blev mere robust i 2017

Det private forbrug i euroområdet styrkedes yderligere i 2017, idet den gennemsnitlige årlige vækst var omkring 1,8 pct. Den vigtigste drivkraft for stigningen i forbruget var den øgede arbejdsindkomst. I den henseende var det hovedsagelig et højere antal beskæftigede, frem for højere lønninger, som bidrog til væksten i den samlede nominelle arbejdsindkomst. Samtidig steg den reale disponible indkomst noget mindre end året før. De lave renter understøttede også fortsat det private forbrug. Endelig sås der ingen stigning i husholdningernes gæld som andel af BNP, og boliginvesteringerne var fortsat lave sammenholdt med perioden før krisen.

Euroområdets stærke indenlandske og udenlandske efterspørgsel i 2017 bidrog til erhvervsinvesteringerne. Sidstnævnte nød også godt af virksomhedernes stigende overskud, øget kapacitetsudnyttelse og en meget lempelig pengepolitik, som mindskede virksomhedernes nettorentebetalinger og lempede finansieringsforholdene. Hvis der ses bort fra volatiliteten som følge af Irlands statistiske omklassifikation af investeringer i immaterielle anlægsaktiver, var opsvinget bredt funderet på tværs af aktiver som transportudstyr, maskiner og udstyr i øvrigt samt produkter omfattet af intellektuelle ejendomsrettigheder. Ikke desto mindre var virksomhedernes investeringsaktiviteter stadig tynget af visse faktorer, som fx at de langsigtede vækstforventninger i euroområdet har stabiliseret sig på et forholdsvis lavt niveau (som prognoserne fra Consensus Economics forecasts 6-10

år frem viser), geopolitisk usikkerhed, ugunstige institutionelle og lovgivningsmæssige forhold samt virksomhedernes løbende balancejustering på grund af høj gældsætning i nogle eurolande.

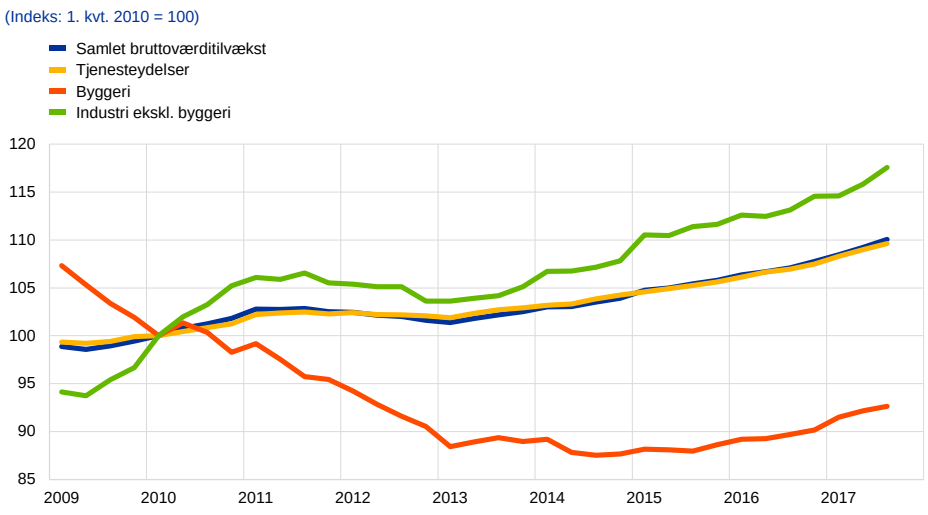
Investeringerne i byggeriet fortsatte også med at stige, men fra et lavt niveau, i forbindelse med, at boligmarkederne i euroområdet rettede sig. Dette afspejlede en stigende efterspørgsel, som blev understøttet af voksende realindkomst og øget forbrugertillid samt gunstige realkreditrenter og kreditforhold. Opsvinget på boligmarkedet sås i hele euroområdet, idet der dog stadig var betydelige forskelle i investeringerne i byggeriet i forhold til niveauet før krisen.

Den økonomiske vækst blev understøttet af en forbedret nettoeksport fra euroområdet i 2017 trods en vis modvind fra den effektive eurokurs. Vareeksporten steg, især til handelspartnere i Europa, men også til Kina og USA, mens varehandlen med Storbritannien og OPEC-landene stadig var afdæmpet. Som i 2016 blev eksportvæksten hovedsagelig drevet af handlen med færdigvarer og halvfabrikata. Handlen inden for euroområdet tog til i styrke og afspejlede den underliggende usvækkede vækst i den indenlandske efterspørgsel.

Stigningen i produktionen i 2017 var bredt fordelt på sektorer (se figur 7). Den samlede værditilvækst, som allerede i 2015 passerede toppunktet fra perioden før krisen, steg i gennemsnit med ca. 2,4 pct. Værditilvæksten i industrien (ekskl. byggeriet) steg til omkring 2,9 pct. i 2017, mens væksten i servicesektoren var ca. 2,2 pct. på årsbasis, hvilket også var højere end i 2016. Selv om værditilvæksten i byggeriet stadig lå langt under niveauet fra før krisen, tiltog den yderligere til ca. 3,0 pct. – den højeste vækstrate siden 2006. Det bekræfter, at udviklingen i byggeriet bliver stadig mere positiv efter en langvarig periode med nedgang eller langsom vækst fra finanskrisens udbrud i 2008 og frem.

Figur 7

Euroområdets bruttoværditilvækst fordelt på økonomisk aktivitet



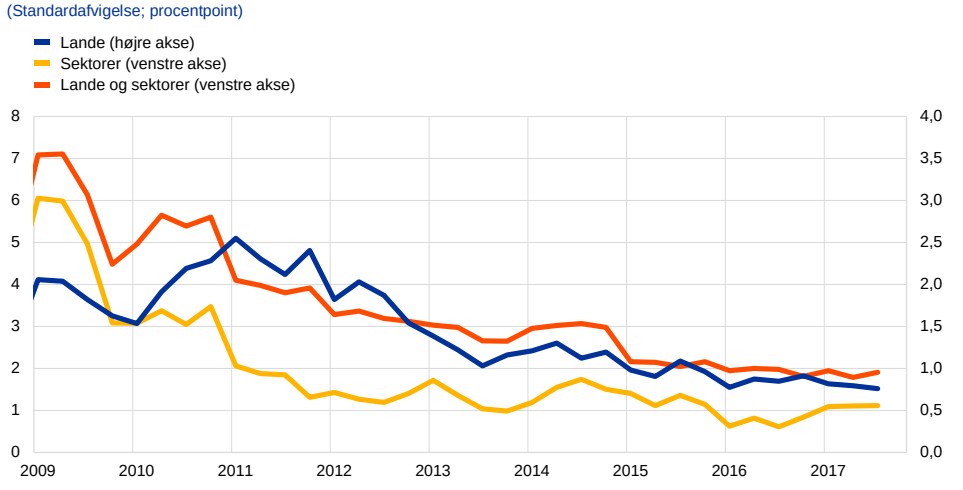
Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: De seneste observationer er for 3. kvartal 2017.

Selv om det økonomiske opsving, der begyndte i 2013, var gradvist og beskedent til at begynde med, har det med tiden bidt sig fast og bredt sig til alle dele af euroområdet. Denne gunstige udvikling står i skarp kontrast til det kortvarige opsving i 2009-10, hvor produktionsvæksten var relativt ujævn. Den aktuelle bredere fordeling af det økonomiske opsving er kommet til udtryk i en betydeligt mindre spredning af værditilvækstraterne på tværs af lande og sektorer. ECB's pengepolitik og den deraf følgende lempelse af finansieringsforholdene har spillet en central rolle i opsvinget og konvergensen mellem landene.

Siden 2009 har den vægtede standardafvigelse i år til år-værditilvæksten mellem de 19 eurolande samt de ni hovedsektorer i euroområdets økonomi (ekskl. landbruget) været faldende (se figur 8). Sektorspredningens toppunkt i 2009 skyldtes sammenbruddet i verdenshandlen (som påvirkede industrisektoren) og lavpunktet på boligmarkedet (som påvirkede byggeriet), mens landespredningens toppunkt i 2011 var forbundet med statsgældskrisen. De seneste data viser, at sektor- og landespredningen af værditilvæksten samlet set er lavere end nogensinde før i Den Økonomiske og Monetære Unions levetid. Det lover godt for den økonomiske vækst, da opsving ofte er stærkere og mere robuste, når væksten hviler på et bredere fundament.

Figur 8

Real bruttoværditilvækst i euroområdet fordelt på lande og sektorer



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: Landespredningen af væksten måles som den vægtede standardafvigelse i år til år-værditilvæksten (der foreligger ingen data for Malta, og værditilvæksten for Irland er ikke medtaget fra 2015 og frem). Sektorspredningen af væksten måles som den vægtede standardafvigelse i år til år-værditilvæksten i de ni hovedsektorer i euroområdets økonomi ekskl. landbruget. De seneste observationer er for 3. kvartal 2017.

Ledigheden i euroområdet fortsatte med at falde

Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkederne i euroområdet i 2017 (se figur 9). I 3. kvartal 2017 var antallet af beskæftigede i euroområdet 1,7 pct. højere end på samme tidspunkt i 2016, eller 5,0 pct. højere end det seneste lavpunkt i 2. kvartal 2013. Set over hele opsvingsperioden er beskæftigelsen steget med ca. 7,5 mio. personer. Dermed har beskæftigelsen oversteget det tidligere toppunkt fra før krisen

i 1. kvartal 2008 og har nået det højeste niveau siden euroens indførelse. Beskæftigelsesvæksten i løbet af opsvinget har været bredt fordelt på både lande og sektorer.

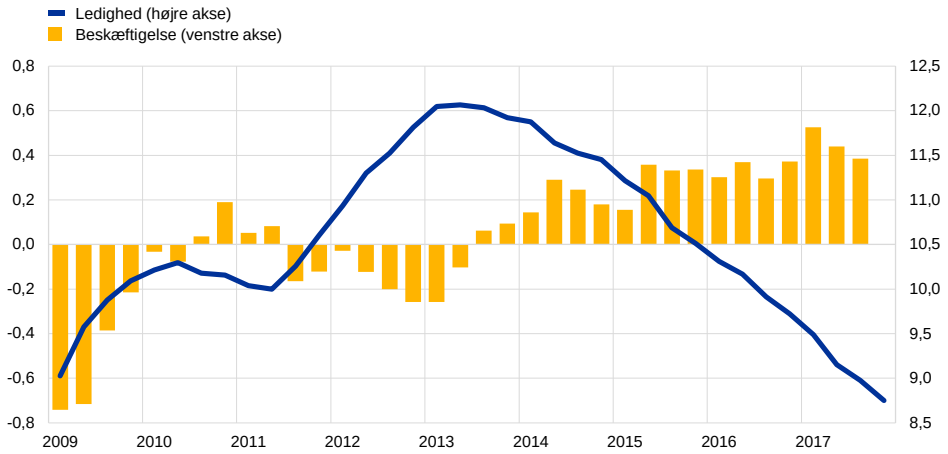
I de første tre kvartaler af 2017 steg det samlede antal præsterede arbejdstimer med nogenlunde samme takt som antallet af beskæftigede, så den gennemsnitlige arbejdstid lå mere eller mindre stabilt. Den årlige produktivitetsvækst pr. ansat var fortsat lav, idet den i gennemsnit var omkring 0,8 pct. i de første tre kvartaler af 2017 sammenholdt med en årlig stigning på 0,4 pct. i 2016.

Ledigheden fortsatte med at falde i 2017 og lå på 8,7 pct. i december. Det er det laveste niveau siden begyndelsen af 2009 (se figur 9). Den nedgang i ledigheden, som begyndte i 2. halvår 2013, har været bredt fordelt på køn og aldersgrupper og har fundet sted på baggrund af yderligere stigninger i udbuddet af arbejdskraft. De bredere mål for underudnyttelse af arbejdskraften ligger dog stadig højt. (Se også boks 1).

Figur 9

Indikatorer for arbejdsmarkedet

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



Kilde: Eurostat.

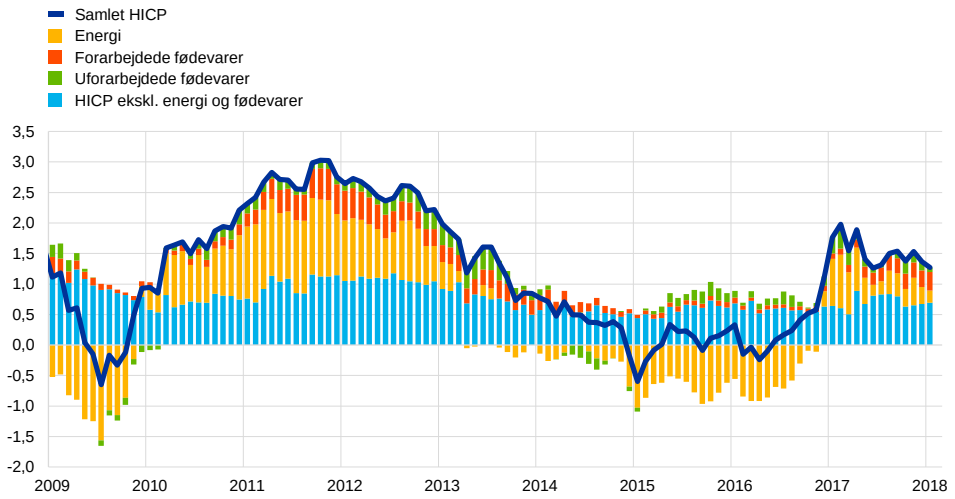
Lønstigninger og inflation var fortsat afdæmpede

Den gennemsnitlige samlede inflation i euroområdet, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), steg til 1,5 pct. i 2017 fra 0,2 pct. året før. Stigningen afspejlede først og fremmest større bidrag fra energipriserne og i mindre grad fødevarepriserne. Den underliggende inflation, målt ved HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer, steg kun en smule til 1,0 pct. i gennemsnit i 2017 i forhold til 0,9 pct. i 2016, fordi det indenlandske omkostningspres fortsat var ret afdæmpet (se figur 10).

Figur 10

HICP-inflation og bidrag fra de enkelte komponenter

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Udviklingen i den samlede HICP-inflation inden for året var også betydeligt påvirket af udviklingen i energipriserne. Højere oliepriser ved årsskiftet og basiseffekter i forbindelse med udviklingen et år før fik den samlede inflation til at stige til et toppunkt på 2,0 pct. i februar 2017. Efterhånden som oliepriserne faldt igen, blev en stor del af denne stigning udlignet hen imod midten af året. Bratte stigninger i frugt- og grøntpriserne som følge af vejrforholdene medførte et solidt bidrag fra priserne på uforarbejdede fødevarer i årets begyndelse, mens priserne på forarbejdede fødevarer tegnede sig for det største bidrag i 2. halvår. Det afspejlede til dels, at den tidligere udvikling i fødevareråvarepriserne og producentpriserne i landbruget langsomt er slået igennem på forbrugerpriserne.

Hvis der ses bort fra virkningen af disse typisk mere volatile komponenter, svingede HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer tæt omkring det afdæmpede niveau i 2016, trods en moderat og kortvarig opgang omkring midten af året. Hverken HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer eller andre mål for den underliggende inflation viste overbevisende tegn på en vedvarende opadrettet tendens i 2. halvår (se boks 2 om euroområdets erfaring med en lav underliggende inflation).

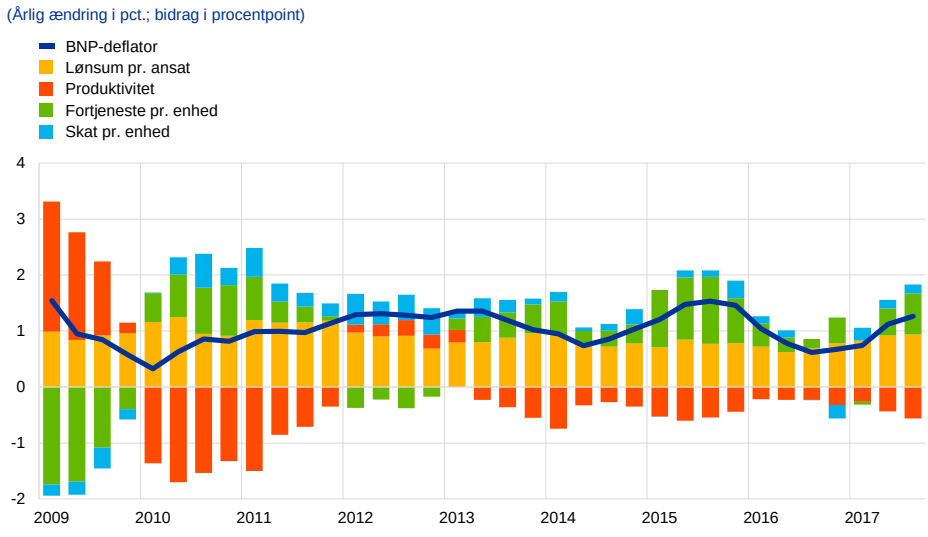
Heller ikke de to hovedkategorier i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer, nemlig priserne på industrivarer ekskl. energi samt tjenesteydelser, viste overbevisende tegn på en vedvarende opadrettet tendens. Alt i alt var priserne på industrivarer ekskl. energi forholdsvis stabile med en gennemsnitlig vækst på 0,4 pct. i 2017, hvilket var uændret i forhold til 2016. Det tydede på et ret svagt prispres som følge af inputpriser, da hverken de tidligere olieprisstigninger eller euroens depreciering synes at have medført mærkbare gennemslagseffekter på de endelige forbrugerpriser. Selv om den årlige ændring i importpriserne på forbrugsvarer ekskl. fødevarer reagerede som forventet på valutakursudviklingen, blev virkningen af disse udsving mindsket af den fortsat beskedne årlige ændring i de indenlandske producentpriser for forbrugsvarer ekskl. fødevarer hele året. De dæmpede pres, der

opstod i henholdsvis den indenlandske produktionskæde og detailprissætningsskæde, var sandsynligvis også udtryk for den afbødende effekt fra avancer på de forskellige stadier. Prisstigningstakten for tjenesteydelser var i gennemsnit 1,4 pct. i 2017 og således højere end i 2016, men lå stadig et godt stykke under det langsigtede gennemsnit. Stigningen ophørte i den sidste del af 2017, til dels som følge af særlige faktorer, men generelt synes priserne på tjenesteydelser at have været påvirket af de afdæmpede indenlandske omkostningspres.

Det indenlandske omkostningspres, målt ved BNP-deflatoren, steg noget, men var overordnet set fortsat afdæmpet i 2017 (se figur 11). Den årlige vækst i lønsum pr. ansat nåede et vendepunkt medio 2016 og tiltog gradvis til 1,7 pct. i 3. kvartal 2017. Nogle af de faktorer, der kan have holdt lønvæksten nede, er den fortsat betydelige ledige kapacitet på arbejdsmarkedet (navnlig når underudnyttelsen af arbejdskraften tages i betragtning), en svag produktivitetsvækst, virkningen af tidligere lav inflation via formelle og uformelle indekseringsordninger, samt den aktuelle effekt af de arbejdsmarkedsreformer, som nogle lande indførte under finanskrisen. Den højere lønvækst kom ikke til udtryk i en højere vækst i enhedslønomkostningerne, eftersom væksten i arbejdskraftsproduktiviteten også tiltog. Omkostningspresset fra udviklingen i avancerne (målt ved bruttooverskuddet af produktionen) forblev relativt beskedent, til dels som følge af den afdæmpende negative effekt fra forværringen af bytteforholdene, der skyldtes højere oliepriser.

Figur 11

BNP-deflatoren og dens underkomponenter



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

De langsigtede inflationsforventninger steg i løbet af 2017 i forhold til 2016. ECB's Survey of Professional Forecasters viste, at inflationsforventningerne på 5-års sigt lå uændret på 1,8 pct. i flere kvartaler i træk og steg en smule til 1,9 pct. i 4. kvartal. Markedsbaserede mål for de langsigtede inflationsforventninger, fx den 5-årige inflationsindekserede swaprente på 5-års sigt, steg også for det meste, og sandsynligheden for deflation var ifølge inflationsoptionsmarkederne fortsat meget

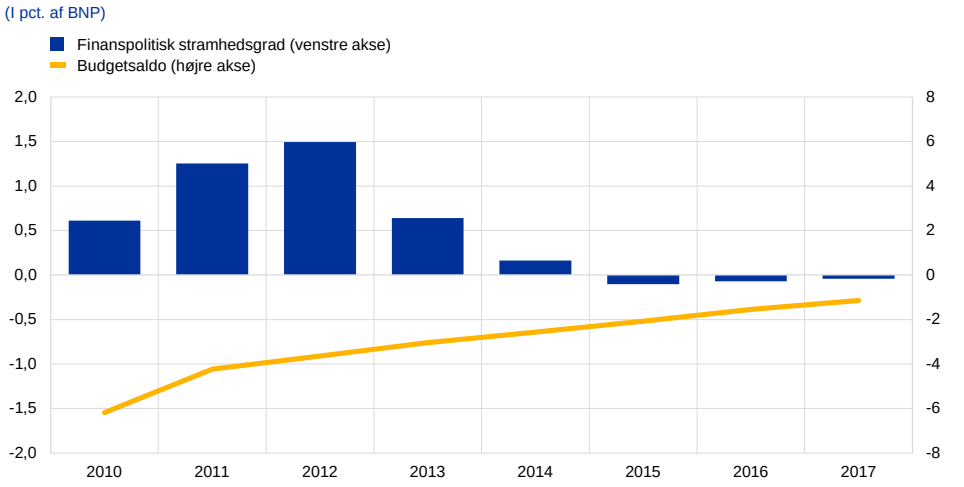
lav. Samtidig signalerede den fremadrettede profil af markedsbaserede mål for inflationsforventningerne fortsat en længere periode med lav inflation og en meget gradvis tilbagevenden til en inflation på under, men tæt på 2 pct.

Neutral finanspolitik og understøttende strukturreformer

Gunstige konjunkturforhold og lave rentebetalinger medførte en yderligere nedgang i det nominelle offentlige budgetunderskud i 2017 for euroområdet som helhed. Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2017 faldt euroområdets budgetunderskud fra 1,5 pct. af BNP i 2016 til 1,1 pct. af BNP i 2017 (se figur 12). Det gennemsnitlige bidrag fra strukturelle konsolideringstiltag var begrænset.

Figur 12

Budgetsaldo og finanspolitisk stramhedsgrad



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2017.
Anm.: Den finanspolitiske stramhedsgrad måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo ekskl. midlertidige tiltag som fx offentlig støtte til den finansielle sektor. En positiv værdi af den finanspolitiske stramhedsgrad indikerer en stramning af finanspolitikken og omvendt.

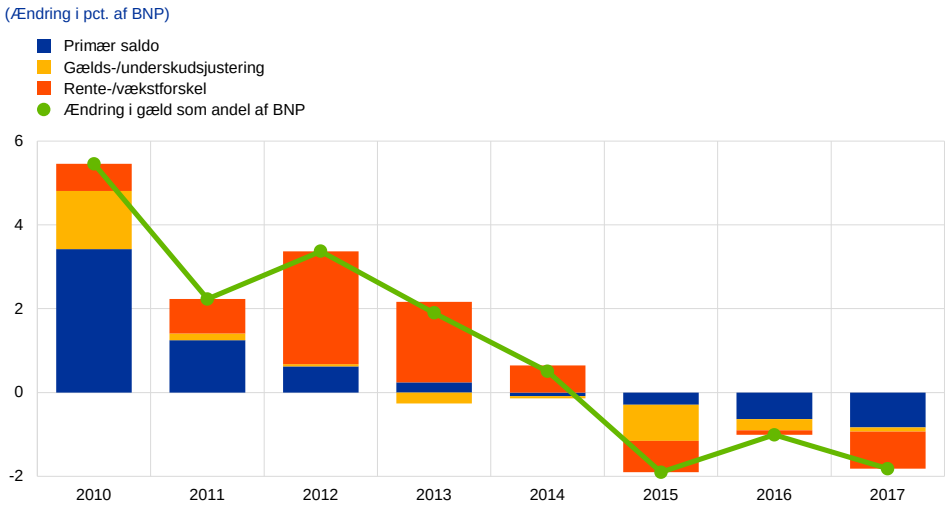
Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger var den finanspolitiske stramhedsgrad i euroområdet stort set neutral i 2017, målt ved ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo (se figur 12).[1] For euroområdet som helhed kan en neutral finanspolitik ses som passende for at sikre balance mellem behovet for økonomisk stabilisering og behovet for finanspolitisk holdbarhed. Set fra et landespecifikt synspunkt var sammensætningen af euroområdets overordnede finanspolitik tilsyneladende ikke optimal. Nogle eurolande, som har brug for yderligere finanspolitisk stramning, nemlig dem som stadig har en høj offentlig gæld i forhold til BNP, gennemførte ikke de strukturelle finanspolitiske tilpasninger, som var påkrævet for at mindske de risici, der er forbundet med den offentlige gælds holdbarhed. Samtidig var der andre lande, som havde holdbare offentlige finanser, men som ikke udnyttede deres finanspolitiske råderum.

[1] Euroområdets finanspolitiske stramhedsgrad er beskrevet nærmere i artiklen "The euro area fiscal stance", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2016.

Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger medførte den positive udvikling i den primære offentlige budgetsaldo, den gunstige økonomiske vækst og de lave renter en yderligere reduktion i euroområdets samlede offentlige gæld som andel af BNP fra 88,9 pct. i 2016 til 87 pct. i 2017 (se figur 13). En række eurolande havde imidlertid stadig en høj offentlig gæld og var dermed sårbare over for en pludselig vending i renteudviklingen eller fornyet ustabilitet på de finansielle markeder.

Figur 13

Faktorer bag den offentlige gæld



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2017.
Anm.: Den primære budgetsaldo har en negativ indvirkning på den offentlige gældsandel, dvs. et overskud på den primære saldo mindsker gældsandelen.

Overholdelsen af stabilitets- og vækstpagten varierede fortsat mellem eurolandene. På den positive side sås en yderligere forbedring af overholdelsen af kriteriet for det nominelle underskud. Efter afslutningen af proceduren for uforholdsmæssigt store underskud for Grækenland og Portugal i 2017, og i lyset af, at Frankrig forventes at have korrigeret sit uforholdsmæssigt store underskud i 2017, er Spanien det eneste euroland, der fortsat er underlagt budgetunderskudsproceduren i 2018. På den negative side var overholdelsen af kravene vedrørende en strukturel finanspolitisk tilpasning, jf. stabilitets- og vækstpagtens forebyggende del, generelt ikke særlig god, hvilket også blev bekræftet af Europa-Kommissionens efterårsprognose 2017.

Overordnet set har erfaringen med kriserne vist, at de mere fleksible økonomier er mere modstandsdygtige over for stød, ofte retter sig hurtigere og har en højere langsigtet vækst. Endvidere har eurolande, som har indført reformer af produkt- og/eller arbejdsmarkedet, siden opnået gode resultater. Virkningerne er endnu ikke slået fuldt igennem, og de støttes også af finans- og makroøkonomiske politikker.

Ganske vist er det økonomiske opsving fortsat og bliver bredere og bredere funderet, men der kan gøres mere for at afhjælpe hindringer for en mere holdbar og inkluderende vækst i euroområdet, fx ved at indføre strukturreformer, som sætter skub i væksten i arbejdskraftsproduktivitet – der er afgørende for at kunne øge levestandarden[2] – eller tiltag, der gør det lettere at forbedre balancerne og gør retlige og udenretlige processer mere effektive.[3]

Som omtalt i boks 3 er der evidens for, at den lempelige pengepolitik ikke hindrer gennemførelse af reformer, men der er mindre sandsynlighed for, at landene vil indføre gennemgribende reformer i et gunstigere makroøkonomisk miljø med mindre eksternt pres. Samtidig opfattes barriererne for gennemførelse af reformer, især politiske begrænsninger og særlige interesser, stadig som vigtige.[4]

I sin vurdering af gennemførelsen af reformer på grundlag af de landespecifikke henstillinger i 2017 konkluderede Kommissionen, at kun ganske få af de landespecifikke henstillinger var enten "fuldt gennemført" eller "gennemført i væsentlig grad", mens langt størstedelen var "gennemført i en vis grad", "gennemført i begrænset grad" eller "ikke gennemført". Det tyder på, at der er et betydeligt behov for yderligere fremskridt med reformarbejdet.

Boks 1

Strukturpolitiske tiltag på arbejdsmarkedet i euroområdet

Der var fortsat fremgang på arbejdsmarkedet i euroområdet i 2017. Som følge af opsvinget med høj beskæftigelse er antallet af beskæftigede steget med omkring 7,5 mio. siden midten af 2013, og ledigheden er faldet vedvarende. Endvidere er opsvinget på arbejdsmarkedet blevet mærkbart bredere fordelt, også på tværs af sektorerne (se figur A). Ikke desto mindre er både den samlede ledighed og ledigheden blandt unge stadig høj, og brede ledighedsmål indikerer, at underudnyttelsen af arbejdskraften ligger på et højt niveau.[5]

2 Se artiklen "The slowdown in euro area productivity in a global context", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2017.

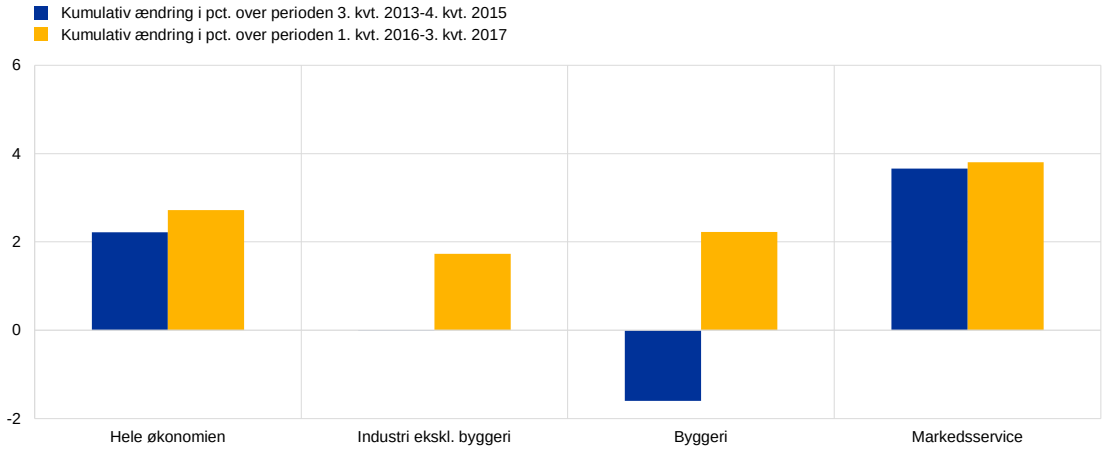
3 Se boksen "Private sector indebtedness and deleveraging in the euro area countries", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2017.

4 Se boksen "Structural reform needs in the euro area: insights from a survey of large companies", *Economic Bulletin*, 6. udgave, ECB, 2017.

5 Ud over den officielle ledighedsprocent omfatter de brede mål for underudnyttelse: i) personer, som ikke aktuelt er jobsøgende, selv om de er til rådighed for arbejdsmarkedet, ii) personer, som er aktivt jobsøgende, men som (endnu) ikke kan begynde at arbejde, og iii) personer, som arbejder færre timer, end de gerne ville. Se boksen "Assessing labour market slack", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2017.

Figur A

Beskæftigelsesvækst fordelt efter sektor



Kilder: ECB's beregninger baseret på data fra Eurostat.
Anm.: Udvalgte sektorer. Markedsservicesektoren omfatter: handel, transport og indkvartering, informations- og kommunikationsteknologitjenester (IKT-tjenester), finansiering og forsikring, fast ejendom og erhvervsservice.

Arbejdsmarkederne i euroområdet har nydt godt af, at det økonomiske opsving er blevet bredere funderet. Desuden er der visse indikationer af, at strukturpolitiske tiltag i nogle eurolande har bidraget til at øge beskæftigelsens følsomhed over for BNP under opsvinget.[6] Det gælder bl.a. tiltag, som øger arbejdsmarkedets fleksibilitet ved at lempe jobbeskyttelsen, fx ved at nedsætte fratrædelsesgodtgørelserne eller at gøre lønningerne mere fleksible. Samtidig kan reformer af produktmarkeder – herunder reformer, som sigter mod at mindske bureaukratiet eller gøre det lettere for nye virksomheder at komme ind på markedet, samt reformer, der reducerer beskyttelsen af etablerede virksomheder eller erhverv – også have bidraget til at gøre virksomhedernes justering af arbejdskraften hurtigere eller at forstærke den.

Fremadrettet anses reformer med sigte på yderligere forbedring af fleksibiliteten på arbejdsmarkedet og uddannelseskvaliteten for vigtige af respondenterne i en ad hoc-undersøgelse om strukturreformer gennemført af ECB blandt førende virksomheder i euroområdet (se figur B).[7] At gøre arbejdstidsordninger mere fleksible, at gøre det nemmere at anvende tidsbegrænsede kontrakter og at lempe lovgivningen om jobbeskyttelse var tre af de fire vigtigste reformprioriteter ifølge mindst 80 pct. af respondenterne. Desuden angav ca. 50 pct. af respondenterne, at reformer med sigte på at øge arbejdsstyrkens fleksibilitet sandsynligvis er den enkeltfaktor, som vil have den største indvirkning på virksomhedernes resultater – i kraft af deres betydning for at kunne genoprette konkurrenceevnen, og også fordi de øger virksomhedernes muligheder for at reagere på tiltagende volatilitet i efterspørgslen og skift i efterspørgselsmønstrene. Endvidere fremhævede over 90 pct. af virksomhederne reformer med sigte på forbedring af kvaliteten i uddannelses- og efteruddannelsessystemerne. Det blev anset for særligt relevant i lyset af udviklingen hen imod videnintensive færdigheder, digitaliseringen og

6 Se boks 3 i artiklen "The employment-GDP relationship since the crisis", *Economic Bulletin*, 6. udgave, ECB, 2016.

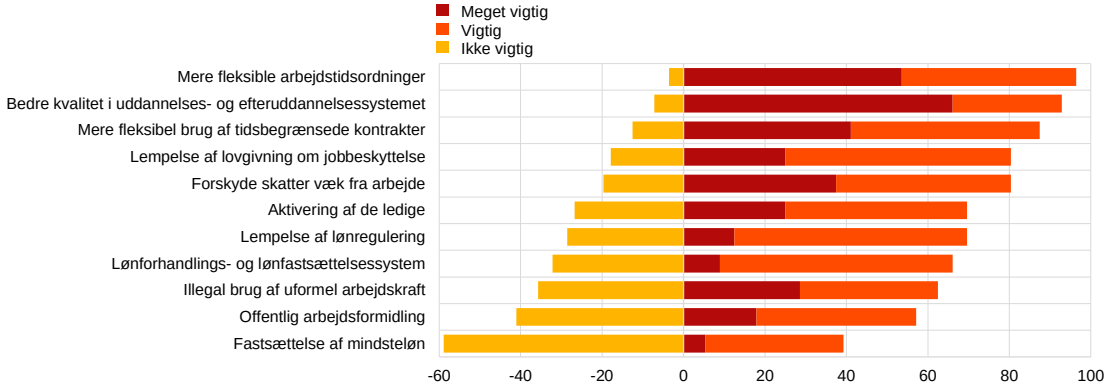
7 Se boksen "Structural reform needs in the euro area: insights from a survey of large companies", *Economic Bulletin*, 6. udgave, ECB, 2017.

de langvarige strukturelle underskud inden for tekniske færdigheder. Undersøgelsens resultater pegede også på et behov for reform af produktmarkederne og yderligere fremskridt med det indre marked, som begge er nødvendige for at kunne høste de fulde fordele ved arbejdsmarkedsreformer.[8]

Figur B

Behov for arbejdsmarkedsreformer i euroområdet ifølge en ad hoc-undersøgelse blandt virksomhederne

(I pct. af respondenterne blandt virksomhederne; besvarelserne er rangordnet efter samlet rating)



Kilder: ECB Structural Reforms Survey og ECB's beregninger.
Anm.: Baseret på virksomhedernes svar på spørgsmålet "Hvordan vurderer I behovet for arbejdsmarkedsreformer i eurolandene i jeres sektor?" En negativ procent betyder, at respondenterne har angivet elementet som "Ikke vigtigt".

Generelt var der fortsat fremgang på arbejdsmarkederne i euroområdet i 2017. Beskæftigelsen og arbejdsudbuddet steg, og ledigheden faldt. Forbedringerne var bredt fordelt på lande og sektorer. Strukturreformer bidrog til denne udvikling, men der er behov for en yderligere indsats for at forbedre arbejdsstyrkens færdigheder og fleksibilitet i et konstant skiftende økonomisk miljø.

Boks 2

Et nærmere indblik i den afdæmpede inflationsudvikling

Den seneste langvarige periode med lav inflation trods det økonomiske opsving har givet anledning til spørgsmål om traditionelle modellers begrænsninger. Især Phillips-kurven – en af de grundlæggende relationer i makroøkonomien – er kommet i søgelyset.

Hvilke faktorer driver inflationen inden for rammerne af en Phillips-kurve?

Først og fremmest forankrer inflationsforventningerne inflationen. Nedgangen i de spørgeskemabaserede mål for inflationsforventningerne efter 2013 gav anledning til bekymring om, hvorvidt Phillips-kurven havde flyttet sig nedad, hvilket ville betyde en lavere inflation for hvert givet produktionsniveau. Virkningerne af ECB's opkøbsprogram og de lysere udsigter for den økonomiske aktivitet i euroområdet har dog begrænset sådanne risici og understøttet forankringen

[8] Se boksen "Structural indicators of the euro area business environment", *Economic Bulletin*, 8. udgave, ECB, 2016.

af inflationsforventningerne. I løbet af 2017 blev disse bekymringer yderligere dæmpet af en stigning i både spørgeskemabaserede og markedsbaserede mål for de langsigtede inflationsforventninger.

Ledig kapacitet i økonomien er også en central drivkraft for inflationen inden for rammerne af en Phillips-kurve. Set over hele referenceperioden siden 2012, som har været karakteriseret ved en afdæmpet HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer, har ledig kapacitet bidraget negativt til inflationstallene, men euroområdet er nu i et robust opsving, og udviklingen på arbejdsmarkedet er markant positiv. Således er den ledige kapacitet i økonomien, der var blevet opbygget under den dobbelte recession, nu på vej ned, og dens negative effekt på inflationen er aftagende.

En tredje relevant drivkraft for inflationen er importpriserne. De spiller en mere mærkbar rolle i den samlede inflation, men ydede et begrænset negativt bidrag til HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer i 2017.[9]

Virker Phillips-kurven stadig som analyseværktøj?

Den seneste forskning fra Det Europæiske System af Centralbanker viser, at det gør den.[10] Figur A viser "out of sample"-prognoser for HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ud fra en bred række benchmark Phillips-kurvemodeller, som er betinget af de faktiske udfald af forskellige mål for inflationsforventninger og ledig kapacitet, samt udviklingen i importpriserne. Intervallet af estimater er relativt stort, hvilket tyder på en høj modelusikkerhed. Ikke desto mindre har inflationsudviklingen i den betragtede periode været i god overensstemmelse med det, som dette sæt modeller ville have forudsagt. Det bekræfter Phillips-kurvens gyldighed som en ramme for at forstå inflationsudviklingen.[11] Inflationen har dog ligget tættere på den nederste del af intervallet, hvilket indikerer en påvirkning fra andre faktorer, som de fleste af de betragtede modeller ikke har fanget.

9 Så også den modelbaserede dekomponering i artiklen "Domestic and global drivers of inflation in the euro area", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2017.

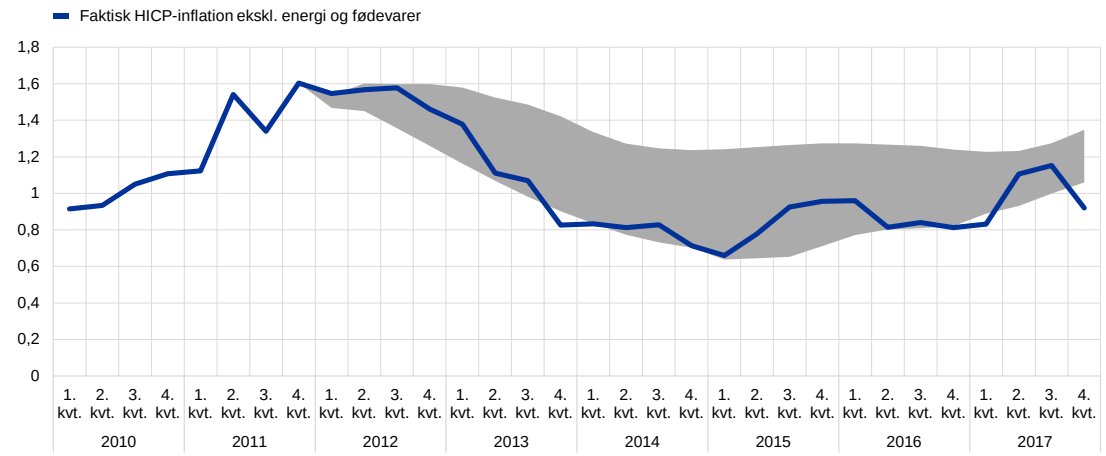
10 M. Ciccarelli og C. Osbat (red.), "Low inflation in the euro area: causes and consequences", *Occasional Paper Series*, nr. 181, ECB, januar 2017.

11 Phillips-kurvens nyttighed til at forklare inflationen i euroområdet belyses også i M. Jarociński og M. Lenza, "An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area", *Working Paper Series*, nr. 1966, ECB, september 2016, og E. Bobeica og M. Jarociński, "Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't", *Working Paper Series*, nr. 2000, ECB, januar 2017.

Figur A

Betinget Phillips-kurveprognose for perioden efter krisen

(Ændring i pct. år-år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: Prognosens udgangspunkt er 1. kvartal 2012. Det grå område dækker den betingede prognose for HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ud fra en ligning, hvor den er regresseret på sit lag, laggede importpriser, et lagget mål for ledig kapacitet (et estimat baseret på en model for produktionsgabet, BNP-væksten, ledighedsprocenten, et estimat baseret på en model for ledighedsgabet samt Europa-Kommissionens estimat af produktionsgabet) og et mål for inflationsforventningerne (Consensus Economics-mål med en horisont fra et til syv kvartaler samt Survey of Professional Forecasters-mål med en horisont på henholdsvis et, to og fem år).

De forskellige Phillips-kurvemodellers generelle tendens til at overvurdere inflationen tyder på, at der er adskillige faktorer, som benchmarkmodellerne ikke fanger. Det gælder bl.a. en eventuel fejlmåling af indenlandsk ledig kapacitet eller inflationsforventningerne, en mere markant effekt fra globale faktorer ud over den, der omfattes af importpriserne, eller en ændring i inflationens reaktion på ledig kapacitet (dvs. Phillips-kurvens hældning).

Den indenlandske ledige kapacitet kan ikke observeres og har flere dimensioner. Inddragelse af flere indikatorer for ledig kapacitet i økonomien giver mulighed for bedre afdækning af risikoen for fejlmåling, men eliminerer ikke denne risiko. Når HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer liggere tættere på den nederste del af intervallet i Phillips-kurvemodellerne, kan det tyde på en øget ledig kapacitet i økonomien. Ledighedsprocenten er faktisk faldet, men andelen af underbeskæftigede (dvs. personer, som arbejder på deltid, men gerne vil arbejde flere timer, samt ledige, der har opgivet at søge arbejde) er steget efter den store recession, og det fanges ikke i fuldt omfang i den observerede ledighedsprocent.[12]

Desuden kan traditionelle Phillips-kurvemodeller, som kun omfatter indenlandsk ledig kapacitet, overse en bredere effekt fra globale faktorer via den øgede økonomiske integration og deres betydning for arbejds- og produktmarkederne. Denne teori er svær at fange empirisk,[13] idet der kun er begrænset støtte til at inkludere mål for global ledig kapacitet og integration i globale værdikæder i Phillips-kurveanalyser af inflationen i euroområdet.[14] Endelig kan standardmodellens

[12] Se boksen "Assessing labour market slack", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2017, og B. Cœuré, "Scars or scratches? Hysteresis in the euro area", tale ved International Center for Monetary and Banking Studies, Genève, 19. maj 2017.

[13] Det er lige så svært at fange, hvordan e-handel påvirker inflationen. Øget digitalisering har formentlig intensiveret konkurrencen og medført lavere omkostninger ved lagerstyring, hvilket kan påvirke inflationen i nedadgående retning.

[14] Se artiklen "Domestic and global drivers of inflation in the euro area", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2017, og C. Nickel, "The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone", VoxEU.org, 28. juli 2017.

overvurdering af inflationen afspejle mindskede nominelle stivheder[15] som følge af de seneste strukturreformer, fx i forbindelse med mindre dækning af overenskomstforhandlinger[16]. Det kan have ændret Phillips-kurvens hældning, men i praksis er det statistisk vanskeligt at skelne ændringer i Phillips-kurvens hældning fra fejlmåling af ledig kapacitet.

Alt i alt giver traditionelle modeller ganske vist en god forståelse af, hvilke faktorer der driver inflationen i euroområdet, men de fanger ikke i fuldt omfang kompleksiteten i det aktuelle økonomiske miljø med hensyn til at generere inflation. Ikke desto mindre er ledig kapacitet i økonomien stadig relevant, og i euroområdet forventes det økonomiske opsving gradvis at drive den underliggende inflation opad.

Boks 3
Hvad driver gennemførelsen af strukturreformer?

Da krisen begyndte, blev der sat skub i gennemførelsen af strukturreformer, navnlig i de mere sårbare eurolande. I de senere år er fremdriften dog gået i stå, hvilket giver anledning til spørgsmålet "Hvad driver gennemførelsen af reformer?" For at belyse dette emne gennemgås litteraturen om faktorer, der enten kan fremme eller hindre gennemførelsen af reformer.

I hvor stort omfang et land har behov for at gennemføre reformer, afhænger i høj grad af dets økonomiske strukturer i udgangspunktet. Et land, som ligger langt fra bedste praksis på de respektive politikområder, har brug for at gennemføre mere omfattende reformer for at få sine institutioner til at fungere bedre, sammenlignet med et land, som ligger tættere på bedste praksis. Det fremgår ofte af litteraturen.[17]

Endvidere synes den økonomiske situation at påvirke sandsynligheden for aktion i form af ambitiøse strukturpolitikker. I litteraturen har dette været koblet sammen med, at omkostningerne ved status quo er mere synlige, og at særlige interessers modstand mod ændringer mindskes i lyset af udpræget tab af økonomisk velfærd under en dyb recession[18] samt i perioder med høj ledighed[19].

15 Se M. Porqueddu og S. Fabiani, "Changing prices… changing times: evidence for Italy", *Working Paper Series*, nr. 2002, ECB, januar 2017, og M. Izquierdo, J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rõõm, og E. Viviano, "Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey", *Occasional Paper Series*, nr.192, ECB, juni 2017.

16 Se boksen "Downward wage rigidity and the role of structural reforms in the euro area", *Economic Bulletin*, 8. udgave, ECB, 2015.

17 Se fx A. Bonfiglioli og G. Gancia, "Economic Uncertainty and Economic Reforms", mimeo, 2016, og A. Dias Da Silva, A. Givone og D. Sondermann, "When do countries implement structural reforms?", *Working Paper Series*, nr. 2078, ECB, juni 2017.

18 Se Bonfiglioli og Gancia, op. cit., Dias Da Silva et al. (op. cit.), A. Drazen og W. Easterly, "Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom", *Economics and Politics*, årgang 13, nr. 2, 2001, s. 129-157, og L. Agnello, V. Castro, J.T. Jalles og R.M. Sousa, "What determines the likelihood of structural reforms?", *European Journal of Political Economy*, årgang 37, udgave C, 2015, s. 129-145.

19 Se Dias Da Silva et al. (op. cit.) og R. Duval og J. Elmeskov, "The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets", *Working Paper Series*, nr. 596, ECB, marts 2006.

Det politiske landskabs indflydelse kan også spille en rolle.[20] Især kan tidspunktet i valgperioden være af betydning. Hvis et valg står for døren, vil der måske blive gennemført færre reformer (navnlig de reformer, som sandsynligvis vil medføre betydelige omkostninger på kort sigt). Derimod synes en nyvalgt regering at være mere tilbøjelig til at gennemføre reformer, når der er lang tid til næste valg.[21] På tilsvarende måde går det nemmere med at gennemføre reformer, hvis et parti har det nødvendige flertal i alle parlamentets kamre.[22] Undertiden kan det også være svært at opnå politisk støtte til reformer, fordi de fordelingsmæssige konsekvenser (dvs. hvem der vil vinde, og hvem der vil tabe på reformerne) ikke altid fremgår klart på forhånd. I den situation er der en tendens til at gå ind for status quo.[23] Endvidere kan utilstrækkelig gennemsigtighed med hensyn til regeringens (eventual)forpligtelser også underminere fremdriften i reformarbejdet. Ifølge flere analyser er budgetrapportering og bogføring i mange tilfælde ikke fuldstændig, og forståelsen af den underliggende offentlige budgetstilling og de dermed forbundne risici er utilstrækkelig, også i de avancerede økonomier.[24]

Hidtil har litteraturen ikke etableret nogen klar forbindelse mellem budgetkonsolidering og strukturreformer. På den ene side kan en reformorienteret regering udnytte en forbedring af den strukturelle budgetsaldo til også at indføre reformer på andre områder.[25] På den anden side rækker den politiske kapital måske kun til en indsats på et af de to områder, hvilket mindsker sandsynligheden for strukturreformer i perioder med budgetkonsolidering.[26]

Der er ikke mange studier, som undersøger renternes betydning for gennemførelse af reformer. Dias Da Silva et al. finder, at inden for nogle reformområder og specifikationer kan lavere korte renter være forbundet med en større sandsynlighed for gennemførelse af reformer. Inden for andre specifikationer er der ikke nogen signifikant sammenhæng. Den signifikante negative sammenhæng kan ses som lave renters forventede positive effekt på den offentlige budgetsaldo (via statens noget lavere finansieringsomkostninger) eller på vækst og beskæftigelse, som til gengæld giver finanspolitiske beslutningstagere mere råderum til at kompensere den del af befolkningen, som påvirkes af reformerne.[27]

---

20 Se N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert og G. Vitale, "Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature", *Occasional Paper Series*, nr. 66, ECB, juli 2007.

21 Se A. Alesina, R. Perotti og J. Tavares, "The Political Economy of Fiscal Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, årgang 29(1), 1998, s. 197-266, og R. Duval, "Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades", *European Journal of Political Economy*, årgang 24, nr. 2, 2008, s. 491-502.

22 Se Dias Da Silva et al. (op. cit.).

23 Se R. Fernandez og D. Rodrik, "Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty", *American Economic Review*, årgang 81, nr. 5, 1991, s. 1146-1155. Et eksempel er, når en virksomheds ansatte er imod privatisering, fordi de ikke ved, om deres respektive færdigheder kan bruges efter reformen (se fx J. De Haan, S. Lundström og J.E. Sturm, "Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey", *Journal of Economic Surveys*, årgang 20, nr. 2, 2006, s. 157-191).

24 Se C. Wyplosz, "Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone", Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research, 2004.

25 Dias Da Silva et al. (op. cit.) konkluderer dette inden for nogle områder.

26 Se Duval og Elmeskov, op. cit.

27 Se R.J. Gordon, "Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment", NBER Working Paper nr. 5739, National Bureau of Economic Research, 1996.

Produktmarkedsreformer baner ofte vejen for arbejdsmarkedsreformer.[28] Det er i overensstemmelse med argumentet om, at produktmarkedsreformer forbedrer betingelserne for at lempe lovgivning om beskyttelse af ansættelsesforhold, da sådanne reformer øger de samlede beskæftigelsesmuligheder ved at gøre det nemmere for nye virksomheder at etablere sig.[29] Samtidig reducerer produktmarkedsreformer afkast og vil således også sandsynligvis mindske modstanden mod arbejdsmarkedsreformer.[30]

Ud over de indenlandske bestemmende faktorer bidrager eksterne faktorer også positivt til fremdriften i strukturreformarbejdet. Finansielle støtteprogrammer eller EU-direktiver relateret til det indre marked har lagt pres på regeringerne for at gennemføre reformer på produktmarkederne.[31] Reformarbejdet har desuden været mere intensivt i de fem år før tiltrædelse af EU (hvilket måske også har noget at gøre med incitamentet til at opfylde tiltrædelseskriterierne), mens det modsatte gør sig gældende i årene efter tiltrædelsen.[32]

Alt i alt tyder disse resultater på, at især et svagt udgangspunkt, negative makroøkonomiske forhold og pres fra flere eksterne faktorer sætter skub i reformarbejdet. Endvidere synes et favorabelt politisk miljø (fx hvor regeringspartiet har flertal i alle parlamentets kamre, og det næste større valg er tilstrækkeligt langt væk) overordnet set at fremme gennemførelsen af strukturpolitikker. Desuden finder flere studier, at en lempelig pengepolitik er forbundet med øget gennemførelse af reformer, men sammenhængen er ikke altid robust. Med hensyn til finanspolitikken synes effekten på gennemførelsen af reformer at afhænge af, hvilket politikområde der analyseres.

1.3 Den finansielle og monetære udvikling

De finansielle markeder i euroområdet i 2017 var i høj grad præget af de positive makroøkonomiske udsigter samt yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB. Som følge heraf lå pengemarkedsrenterne og de lange obligationsrenter fortsat på et meget lavt niveau. Desuden steg aktiekurserne for både banker og ikke-finansielle selskaber markant i takt med, at de forbedrede makroøkonomiske udsigter førte til højere indtjeningsforventninger og en større risikovillighed. Væksten i pengemængden var robust, mens den gradvise stigning i kreditvæksten fortsatte.

28 Se Dias Da Silva et al. (op. cit.).

29 Se J. Høj, V. Galasso, G. Nicoletti og T.-T. Dang, "The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries", OECD Economics Department Working Paper nr. 501, OECD publishing, Paris, 2006, og O. Blanchard og F. Giavazzi, "Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets", *Quarterly Journal of Economics*, årgang 118, nr. 3, 2003, s. 879-907.

30 Se G. Saint-Paul, *The Political Economy of Labour Market Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2000.

31 Det svarer til ideerne i W. Tompson og R. Price, "The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries", OECD publishing, Paris, 2009, og i Bonfiglioli og Gancia, op. cit.

32 Se Dias Da Silva et al. (op. cit.).

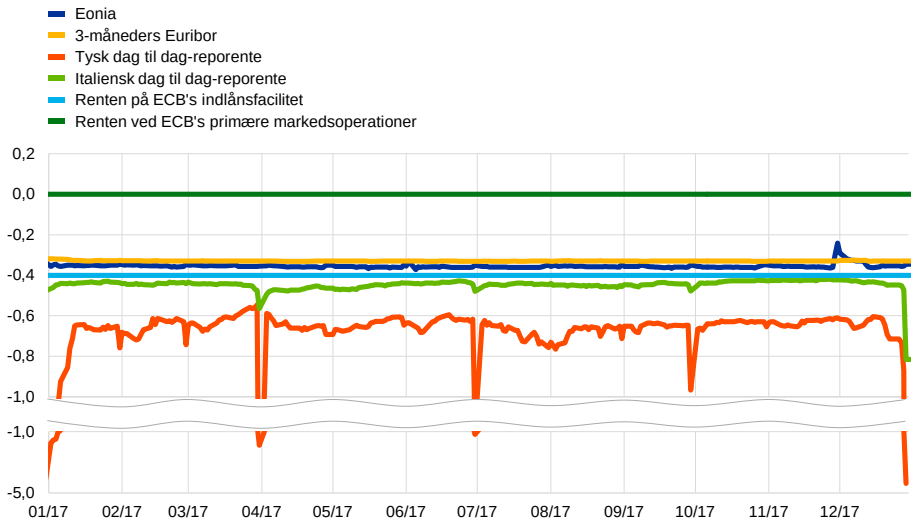
Pengemarkedsrenterne i euroområdet stabiliserede sig på et meget lavt niveau

På baggrund af ECB's uændrede pengepolitiske renter og fortsatte lempelige pengepolitik i 2017 holdt pengemarkedsrenterne sig på et usædvanligt lavt niveau.

Eonia-renten (euro overnight index average) lå stabilt på gennemsnitligt -36 basispoint (se figur 14), mens 3-måneders interbankrenten (Euribor) faldt en smule og stabiliserede sig på omkring −33 basispoint. Det var i tråd med den stigende tendens i overskudslikviditeten hos banksektoren i euroområdet som følge af ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Overskudslikviditeten steg med 600 mia. euro i løbet af 2017 og nåede op på omkring 1.800 mia. euro ved udgangen af året (se også afsnit 2.3). På det sikrede pengemarked lå renten på genkøbsforretninger (reporenten) for sikkerhed udstedt af eurolandene fortsat på forskellige niveauer. Nogle reporenter lå tæt på renten på ECB's indlånsfacilitet, mens andre holdt sig et godt stykke under, hvilket afspejlede de forskellige markedsforhold i de enkelte segmenter. En stærk efterspørgsel efter sikkerhedsstillelse af høj kvalitet kom fx til udtryk i betydelige ændringer i renterne ved udgangen af hvert kvartal.

Figur 14
Pengemarkedsrenter

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



Kilder: ECB og Bloomberg.
Anm.: De seneste observationer er for 3. november 2017.

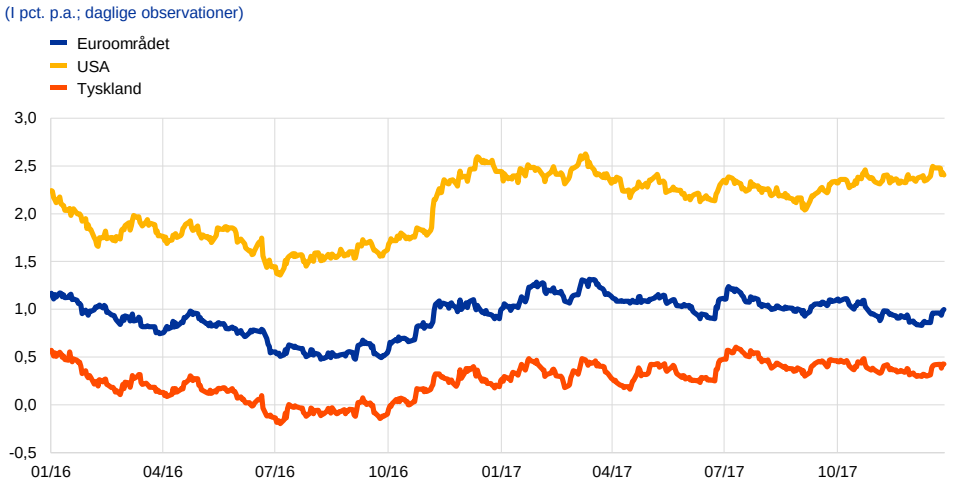
Statsobligationsrenterne i euroområdet lå fortsat stort set stabilt, og aktiekurserne steg betydeligt

Statsobligationsrenterne i euroområdet var stort set stabile i 2017, selv om de i gennemsnit var højere end i 2016, som et udtryk for nettovirkningen af den gradvise forbedring af både de indenlandske og globale makroøkonomiske udsigter (se figur 15), en dermed forbundet ophørt indprisning af risikoen for deflation og ECB's fortsat lempelige pengepolitik. Det BNP-vægtede gennemsnit af den 10-årige

statsobligationsrente lå på 1,0 pct. den 29. december 2017, hvilket var uændret i forhold til gennemsnitsniveauet i december 2016. Spændet mellem eurolandenes 10-årige statsobligationsrenter og den tyske 10-årige Bund-rente indsnævredes, især for Portugal og Grækenland, der oplevede en forbedring af deres kreditvurdering i løbet af 2017.

Figur 15

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



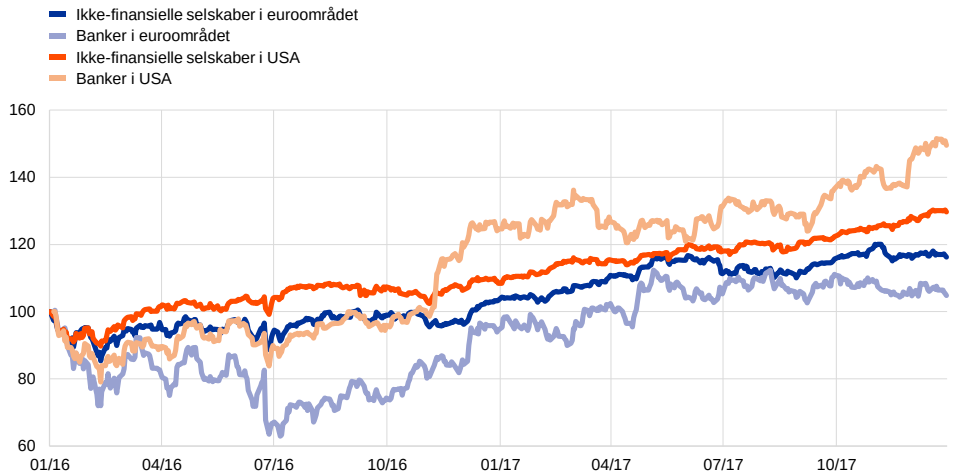
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream og ECB's beregninger.
Anm.: Observationerne fra euroområdet er det 10-årige BNP-vægtede gennemsnit af statsobligationsrenterne. Den seneste observation er for 29. december 2017.

Aktiekurserne steg markant i euroområdet i 2017 på baggrund af forbedret indenlandsk og global økonomisk vækst og det lave renteniveau. Mere specifikt steg et bredt aktiekursindeks for ikke-finansielle selskaber med 12 pct. i løbet af 2017, mens et indeks for bankaktiekurserne steg med 14 pct. Aktiekurserne for ikke-finansielle selskaber i USA steg en smule hurtigere end i euroområdet, da den planlagte nedskæring af selskabsskatten forventedes at have en positiv effekt på indtjeningen. Trods dette forblev risikopræmien på aktier[33], der er et mål for det merafkast, investorerne kræver for at investere i aktier frem for langfristede obligationer, betydeligt højere i både USA og euroområdet end før den finansielle krises udbrud i 2008.

[33] Yderligere oplysninger om metoden, der er anvendt til beregning af aktierisikopræmien, findes i boksen "Recent drivers of euro area equity prices", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2017.

Figur 16

Aktieindeks for euroområdet og USA



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 29. december 2017.

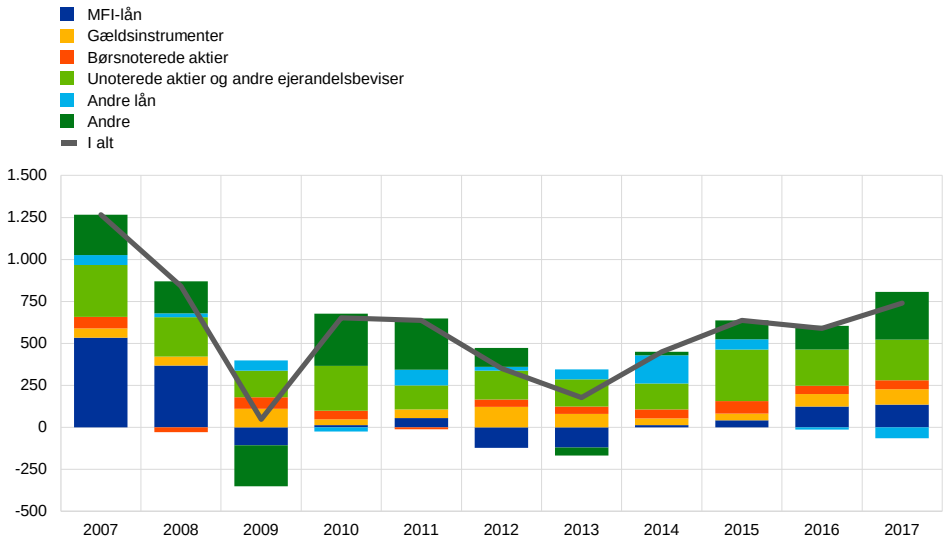
Strømmene af ekstern finansiering til de ikke-finansielle selskaber og husholdningerne blev styrket

Samlet set understøttede finansieringsforholdene fortsat erhvervsinvesteringerne. Strømmene af ekstern finansiering til de ikke-finansielle selskaber blev kraftigere i 2017 og lå højere end det gennemsnitlige niveau i 2016 (se figur 17). Set i et længere perspektiv er stigningen i de eksterne finansieringsstrømme til de ikke-finansielle selskaber fra lavpunktet i 4. kvartal 2013 blevet understøttet af: i) gunstige finansieringsomkostninger, herunder en lempelse af bankernes udlånsbetingelser, ii) den fortsatte stigning i den økonomiske aktivitet og iii) et stort antal fusioner og overtagelser. Desuden har ECB's lempelige pengepolitik også bidraget til at skabe gunstige betingelser for de ikke-finansielle selskabers adgang til markedsbaseret finansiering. Det var især programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP), der blev indført i juni 2016, som understøttede de ikke-finansielle selskabers nettoudstedelse af gældsinstrumenter (se afsnit 2.2).

Figur 17

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. Den seneste observation er for 3. kvartal 2017.

Finansieringskilder fra andre långivere end banker har fået markant større betydning siden krisens udbrud.[34] Nettostrømmen af lån fra monetære finansielle institutioner (MFI'er) havde en tendens til at aftage og blev endda negativ i nogle år både under krisen og i tiden efter, hvorimod finansieringsstrømmen fra andre kilder (fx udstedelsen af børsnoterede og unoterede aktier og gældsinstrumenter) forblev positiv. Den stigende andel, som finansiering fra andre långivere end banker udgør af den samlede finansiering til euroområdets ikke-finansielle selskaber, afspejler både cykliske og strukturelle faktorer (se boks 4). Dog har nettostrømmen af MFI-lån til ikke-finansielle selskaber været positiv siden 2014.

Hvad angår beholdninger, var udlån fortsat det vigtigste finansieringsinstrument i euroområdets samlede finansielle sektor med en andel på omkring 56 pct. af det samlede udlån til ikke-finansielle selskaber i 3. kvartal 2017. Børsnoterede aktier i den finansielle sektors beholdning udgjorde omkring 29 pct. af de samlede børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber, hvilket var en smule mere end i 2013. Andelen af gældsinstrumenter, der holdes af den finansielle sektor (ekskl. Eurosystemet), udgjorde omkring 68 pct. af de samlede gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber i 3. kvartal 2017, hvilket også var en smule højere end i 2013. MFI'er var fortsat den vigtigste kilde til lånefinansiering for ikke-finansielle selskaber og tegnede sig for omkring 73 pct. af den samlede finansielle sektors udlån til ikke-finansielle selskaber i 3. kvartal 2017, selv om denne andel var lidt lavere end i 2013.[35]

[34] Yderligere oplysninger findes i artiklen "The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation", *Economic Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2016.

[35] Yderligere oplysninger findes i afsnit 1.2 af Report on financial structures, ECB, oktober 2017.

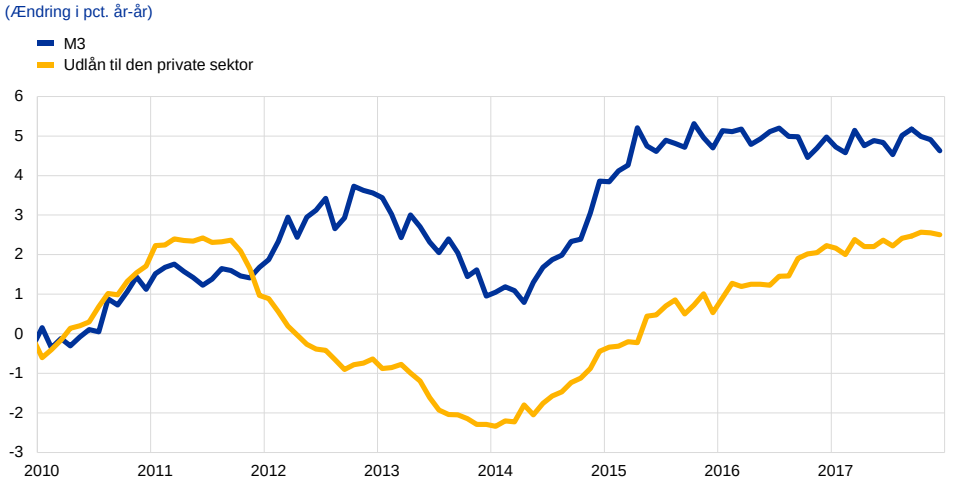
Den årlige vækst i det samlede udlån til husholdningerne blev også styrket i 2017 og var især drevet af banklån. Inden for de enkelte lånekomponenter udgjorde lån til boligkøb fortsat langt den største andel af den samlede vækst i udlån til husholdningerne. Også væksten i forbrugslån tiltog, mens væksten i andre låntyper aftog.

I de første tre kvartaler af 2017 voksede husholdningernes nettoformue desuden støt. Først og fremmest nød husholdningerne godt af de fortsatte stigninger i huspriserne i form af betydelige kursgevinster på deres beholdning af fast ejendom (se boks 6). Stigningen i aktiekurserne i 2017 betød også, at værdien af husholdningernes beholdninger af finansielle aktiver steg og bidrog betydeligt til væksten i nettoformuen. Husholdningernes bruttogældsætning – målt som en procentdel af husholdningernes nominelle disponible bruttoindkomst – faldt også i 2017, men lå stadig et godt stykke over det gennemsnitlige niveau før krisen.

Væksten i pengemængden var fortsat stort set stabil

Væksten i det brede pengemængdemål var fortsat robust i 2017 (se figur 18). I december 2017 lå den årlige vækst i M3 på 4,6 pct. sammenholdt med 5,0 pct. ved udgangen af 2016. Væksten i det brede pengemængdemål i 2017 fulgte samme jævne tempo som væksten i pengemængden siden medio 2015. Væksten i M3 var fortsat drevet af de mest likvide komponenter som følge af de lave alternativomkostninger ved at have likvide indskud i en situation med meget lave renter og en flad rentekurve. Den fortsatte stigning i den økonomiske aktivitet samt ECB's ekstraordinære foranstaltninger, navnlig opkøbsprogrammet (APP), var også med til at sætte skub i den monetære udvikling i euroområdet. Væksten i M1, der var positivt påvirket af højere vækst i dag til dag-indskud hos både husholdninger og ikke-finansielle selskaber, lå stort set uændret på 8,6 pct. i december 2017 sammenholdt med 8,8 pct. i december 2016.

Figur 18
M3 og udlån til den private sektor



Kilde: ECB.

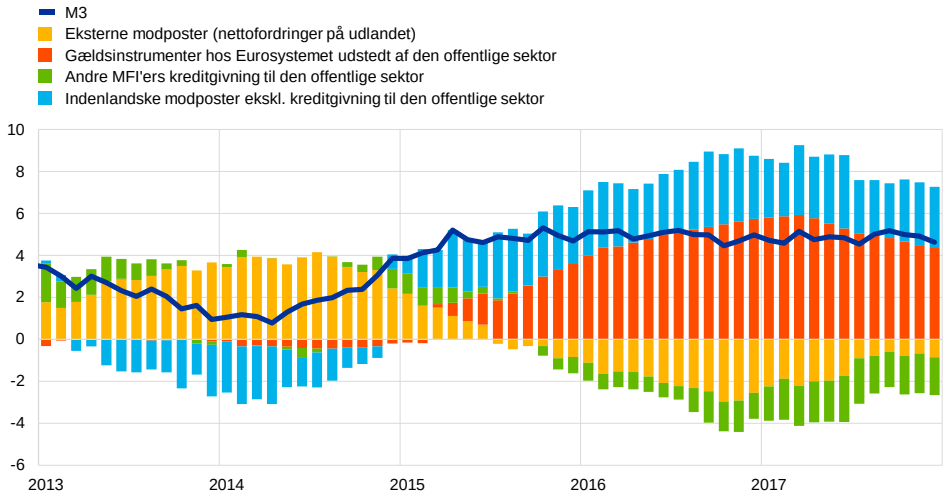
Væksten i det brede pengemængdemål var fortsat drevet af indenlandske modparter

Eurosystemets opkøb af statsobligationer (se de røde søjler i figur 19), der primært blev foretaget som led i opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor, bidrog positivt til væksten i M3. Fra og med april 2017 blev de gennemsnitlige månedlige opkøb under APP reduceret med 20 mia. euro, hvilket resulterede i et fald i disse opkøbs effekt på væksten i M3. Desuden havde andre indenlandske modposter end kreditgivning til den offentlige sektor en positiv effekt på væksten i M3 i 2017 (se de blå søjler i figur 19). Dette skyldtes især to faktorer. For det første havde den igangværende stigning i kreditgivningen til den private sektor (se figur 18) en positiv effekt på væksten i M3. Denne post omfatter både MFI-lån til den private sektor og MFI'ernes beholdning af værdipapirer udstedt af euroområdets private sektor ekskl. MFI'er. Sidstnævnte omfatter også Eurosystemets opkøb af gældsinstrumenter udstedt af ikke-MFI'er under CSPP. For det andet blev væksten i M3 understøttet af den vedvarende nedgang i MFI'ernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver), som er medtaget i andre indenlandske modposter end kreditgivning til den offentlige sektor. Den årlige udvikling i disse passiver har været negativ siden 2. kvartal 2012, hvilket delvis skyldes effekten af ECB's målrettede langfristede markedsoperationer, der kan have udgjort et alternativ til langfristet markedsbaseret finansiering. Udviklingen kunne også forklares ved den forholdsvis flade rentekurve som følge af ECB's pengepolitiske foranstaltninger, der har gjort det mindre gunstigt for investorer at have langfristede indskud og bankobligationer. Omvendt bidrog salget af statsobligationer til den negative årlige ændring i kreditgivningen til den offentlige sektor fra euroområdets MFI'er ekskl. Eurosystemet og lagde en dæmper på væksten i M3 (se de grønne søjler i figur 19). Væksten i M3 blev også fortsat påvirket af MFI-sektorens nettofordringer på udlandet (se de gule søjler i figur 19).

Figur 19

M3 og dets modposter

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



Kilde: ECB.
Anm.: "Indenlandske modposter ekskl. kreditgivning til den offentlige sektor" inkluderer MFI'ernes langfristede finansielle passiver (inkl. kapital og reserver), MFI'ernes kreditgivning til den private sektor og andre modposter.

Boks 4

Den strukturelle dimension af ikke-finansielle selskaber og husholdningers finansiering i euroområdet

Den ikke-finansielle private sektors finansieringsstruktur spiller en vigtig rolle i transmissionen af pengepolitikken til realøkonomien og dennes modstandskraft over for stød. I modsætning til i USA, hvor markedsbaseret finansiering er den væsentligste finansieringskilde, har euroområdets ikke-finansielle private sektor primært benyttet sig af banker til finansiering af sine udgifter.

Banklåns (eller MFI-låns) andel af de ikke-finansielle selskabers samlede eksterne finansiering er faldet betydeligt i euroområdet siden 2007. Hvad angår beholdninger, udgjorde banklån 12,4 pct. af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering i 3. kvartal 2017 (se tabel A), hvilket er 4,1 procentpoint lavere end i 2007.[36] Samtidig udgjorde banklån en andel på 27,7 pct. af ikke-finansielle selskabers gældsfinansiering i 3. kvartal 2017, hvilket var 9,2 procentpoint lavere end i 2017.[37] Banklåns andel af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering og gældsfinansiering og faldet i denne andel er væsentligt større, når finansiering inden for sektoren udelades. I så fald udgjorde banklån en andel på 44,9 pct. af de ikke-finansielle selskabers gældsfinansiering i 2017 mod 59,5 pct. i 2007. Faldet i ikke-finansielle selskabers bankfinansiering mellem 2007 og 2017 skyldtes primært udviklingen i store virksomheders finansieringsstruktur. Omvendt finansieres små og mellemstore virksomheder – rygraden i euroområdets økonomi – fortsat primært via bankkredit. Gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber, udlån fra ikke-MFI'er og udlån fra resten af verden udgjorde samlet set 13,0 pct. af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering og 29,2 pct. af deres gældsfinansiering i 3. kvartal 2017. I forhold til 2007 er deres andel af ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering og gældsfinansiering steget med henholdsvis 4,0 og 9,1 procentpoint. Lån fra ikke-MFI'er og resten af verden omfatter bl.a. lån, der er ydet af særlige finansieringsenheder til deres moderselskab og finansieret ved disse datterselskabers udstedelse af gældsinstrumenter. [38] Børsnoterede aktier, unoterede aktier og andre ejerandelsbeviser udstedt af ikke-finansielle selskaber udgjorde således 55,4 pct. af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering i 3. kvartal 2017. Deres samlede andel er stort set uændret siden 2007, da den nedadrettede effekt fra de lavere aktiekurser udlignes af nettoudstedelsen af aktier og en stigning i tilbageholdte overskud under krisen.[39]

[36] Samlet ekstern finansiering omfatter gældsfinansiering og egenkapitalfinansiering af ikke-finansielle selskaber.

[37] Gældsfinansiering defineres som de samlede passiver ekskl. børsnoterede aktier, unoterede aktier og andre udstedte ejerandelsbeviser.

[38] Finansieringsenhederne er typisk beliggende i et andet euroland end moderselskabet eller uden for euroområdet for at kunne drage fordel af en gunstig skatteordning og finansiel teknologi.

[39] Tilbageholdte overskud klassificeres som ikke-finansielle transaktioner i sektorkontiene. Som i virksomhedernes regnskaber bogføres de som intern finansiering (ikke som finansielle transaktioner). Markedsværdien af udestående ejerandelsbeviser udstedt af ikke-finansielle selskaber kan dog stige via revaluering som følge af styrkelsen af de ikke-finansielle selskabers balancer.

Tabel A

Euroområdets ikke-finansielle selskabers balancestruktur

(Udestående beløb i pct. af de samlede passiver)

	2007		2017		Ændring fra 2007 til 2017	
	I alt	Fratrukket finansiering inden for sektoren	I alt	Fratrukket finansiering inden for sektoren	I alt	Fratrukket finansiering inden for sektoren
Udlån fra MFI'er	16,5	19,9	12,4	14,9	-4,1	-5,0
Udstedte gældsinstrumenter	2,5	3,0	4,1	5,0	1,6	1,9
Udstedte børsnoterede aktier	19,7	23,7	17,9	21,6	-1,8	-2,1
Udlån fra ikke-MFI'er	2,5	3,1	4,6	5,5	2,0	2,4
Udlån fra resten af verden	3,9	4,7	4,4	5,2	0,4	0,5
Unoterede aktier og andre ejerandelsbeviser	35,6	42,8	37,5	45,2	1,9	2,4
Finansiering inden for sektoren	16,9	-	17,0	-	0,1	-
Andre	2,3	2,7	2,2	2,6	-0,1	-0,1
I alt	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0
Memorandumpost: andele af samlet gældsfinansiering						
Udlån fra MFI'er	37,0	59,5	27,7	44,9	-9,2	-14,6
Udstedte gældsinstrumenter	5,6	9,1	9,3	15,0	3,6	5,9
Udlån fra ikke-MFI'er	5,7	9,2	10,2	16,5	4,5	7,4
Udlån fra resten af verden	8,8	14,1	9,8	15,8	1,0	1,7
Finansiering inden for sektoren	37,8	-	38,2	-	0,4	-
Andre	5,1	8,2	4,8	7,8	-0,3	-0,4
I alt	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

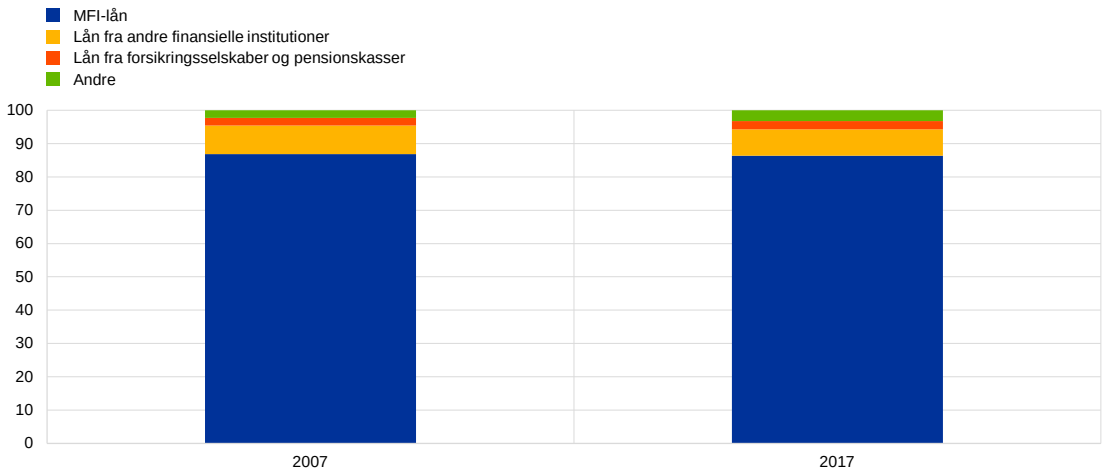
Kilde: ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Den seneste observation er for 3. kvartal 2017. Ikke-finansielle selskabers samlede passiver omfatter af anden gæld kun handelskreditter. I nationalregnskabet inkluderer samlede passiver egenkapital til markedsværdi. "Udlån fra ikke-MFI'er" omfatter lån fra andre finansielle institutioner og forsikringsselskaber og pensionskasser til ikke-finansielle selskaber. "Finansiering inden for sektoren" omfatter koncerninterne lån og handelskreditter. "Andre" er forskellen mellem totalen og de instrumenter, der er medtaget i tabellen. Samlet gældsfinansiering defineres som den samlede finansiering ekskl. børsnoterede aktier, unoterede aktier og andre ejerandelsbeviser.

Andelen af lån fra banker og andre finansielle institutioner af de samlede udlån til euroområdets husholdninger har været stort set uændret i de seneste 10 år. Hvad angår beholdninger, udgjorde lån fra banker og andre finansielle institutioner henholdsvis 86,4 pct. og 7,9 pct. af de samlede lån til husholdninger i 3. kvartal 2017 (se figur A). Hovedparten af banklån til husholdningerne (75,3 pct. af alle banklån til husholdningssektoren) går til boligkøb. Resten er forbrugerkredit (dvs. lån til personligt forbrug af varer og tjenesteydelser) og restkategorien "andre lån til husholdninger" (fx lån til familievirksomheder og lån til uddannelsesformål). Disse lån udgør henholdsvis 11,7 pct. og 13 pct. af de samlede banklån til husholdninger. Sammensætningen af banklånene til husholdninger i euroområdet afspejler deres formål, og langt størstedelen af lånene har derfor en lang løbetid. Andre finansieringskilder er lån fra andre finansielle institutioner, forsikringsselskaber og pensionskasser. Andre finansielle institutioner omfatter fx andre långivere end banker, der specialiserer sig i forbrugerkredit, og FVC-selskaber, der er involveret i securitisering af realkredit- og forbrugslån oprindeligt ydet af banker, mens forsikringsselskaber og pensionskasser yder boliglån. Disse institutioner spiller dog kun en relevant rolle for finansieringen til husholdninger i et begrænset antal eurolande.

Figur A

Husholdningernes balancestruktur i euroområdet

(Udestående beløb i pct. af de samlede udlån)



Kilde: ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Den seneste observation er for 3. kvartal 2017. "Andre" er forskellen mellem totalen og de kreditorsektorer, der er medtaget i figuren.

Den stigende andel, som finansiering fra andre långivere end banker har udgjort af den samlede eksterne finansiering til euroområdets ikke-finansielle selskaber siden 2008, afspejler både cykliske og strukturelle faktorer. Tidligere benyttede virksomhederne sig primært af udlån fra banker til at skaffe ny ekstern finansiering.[40] Nettostrømmen af finansiering fra banker til virksomheder aftog i euroområdet, da den store recession og euroområdets finans- og statsgældskrise var på sit højeste, for derefter gradvis at tiltage igen (se figur B). Faldet i bankernes udlån afspejlede faktorer på både udbuds- og efterspørgselssiden. Nedgangen i den økonomiske aktivitet og behovet for at forbedre balancerne lagde en dæmper på de ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter lån, mens forværringen af både virksomhedernes tilbagebetalingsevne og bankernes balance medførte en stramning af kreditvilkårene og en nedgang i låneudbuddet.[41] Samtidig øgede de ikke-finansielle selskaber deres nettoudstedelse af gældsbeviser under krisen for at kompensere for den ringere adgang til banklån og senere også for at nyde godt af de gunstige betingelser for markedsbaseret finansiering, som blev understøttet af ECB's program til opkøb af virksomhedsobligationer. Lån fra andre finansielle institutioner til virksomheder er også steget, hvilket afspejlede en stigning i lån fra finansieringsenheder til deres moderselskaber. Samtidig gjorde de ikke-finansielle selskaber i stigende grad brug af handelskreditter og lån inden for sektoren og finansierede en større del af deres aktiviteter med interne midler og større tilbageholdte overskud for at kompensere for den negative effekt af det lavere kreditudbud på adgangen til ekstern gældsfinansiering. Samlet set har finansieringskilder fra andre långivere end banker fået væsentligt større betydning siden krisens udbrud.

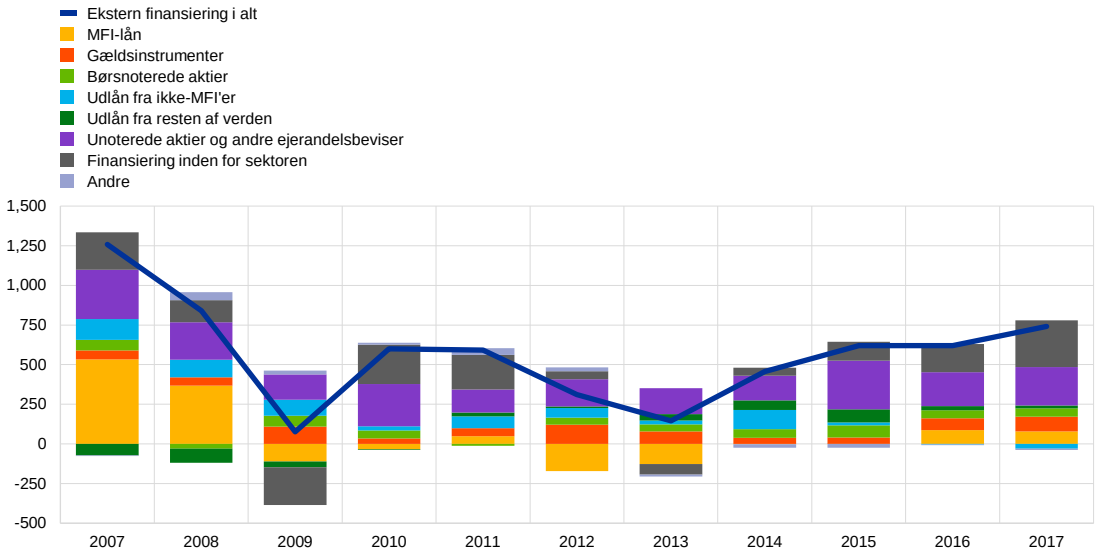
[40] Se også boksen "Trends in the external financing structure of euro area non-financial corporations", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2016.

[41] Se også artiklen "The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation", *Economic Bulletin*, 4. udgave, 2016.

Figur B

Euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering efter instrument

(Årlige strømme; milliarder euro)



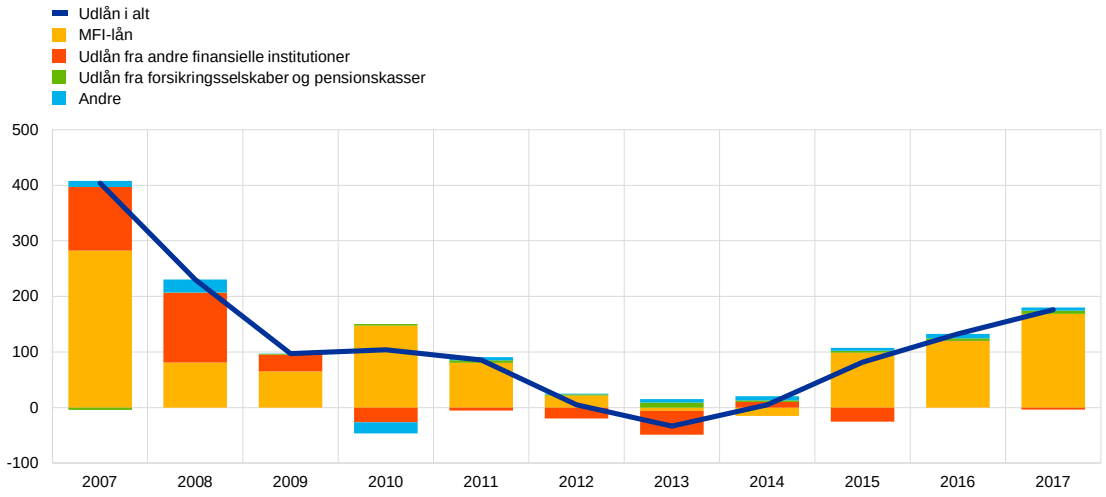
Kilde: ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Den seneste observation er for 3. kvartal 2017. Ikke-finansielle selskabers samlede finansiering omfatter af anden gæld kun handelskreditter. "Udlån fra ikke-MFI'er" omfatter lån fra andre finansielle institutioner og forsikringsselskaber og pensionskasser til ikke-finansielle selskaber. "Finansiering inden for sektoren" omfatter koncerninterne lån og handelskreditter. "Andre" er forskellen mellem totalen og de instrumenter, der er medtaget i figuren.

Euroområdets husholdningssektor finansierer fortsat primært sine køb af fast ejendom og varige forbrugsgoder med banklån, og i modsætning til virksomhedssektoren har den ikke søgt mod andre finansieringskilder. Det samlede udlån til husholdningerne aftog, da den store recession brød ud, og blev negativt i efterdønningerne af finans- og statsgældskrisen i euroområdet. Som det var tilfældet for de ikke-finansielle selskaber, resulterede krisen i en nedgang i bankernes långivning til husholdninger (se figur C), hvilket afspejlede faktorer på både efterspørgsels- og udbudssiden. Samtidig var faldet i andre finansielle institutioners udlån til husholdninger kraftigere end i bankernes långivning, og i modsætning til banklån har andre finansielle institutioners långivning ikke rettet sig op siden krisen. Det skyldes primært to faktorer. For det første forsvandt væksten i kreditgivningen, der var nødvendig, for at bankerne kunne opretholde securitiseringen af lån, der lå bag en stor del af andre finansielle institutioners udlån til husholdningerne. For det andet førte FVC-selskabernes fremtrædende rolle under uroen på de finansielle markeder samt en række reguleringsmæssige ændringer til en nedgang i efterspørgslen efter og udbuddet af securitiserede produkter.

Figur C

Långivning til euroområdets husholdninger efter kreditorsektor

(Årlige strømme; milliarder euro)



Kilde: ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Den seneste observation er for 3. kvartal 2017. "Andre" er forskellen mellem totalen og de kreditorsektorer, der er medtaget i figuren.

Samlet set kan den større betydning af finansieringskilder fra andre långivere end banker for de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering sætte skub i transmissionen af pengepolitikken. Især kan nogle ikke-MFI'er vælge at justere deres risikoeksponering mere fleksibelt end banker som reaktion på konjunkturudviklingen og ændringer i den finansielle cyklus. Det vil vise sig, om den nuværende tendens mod et mere markedsbaseret finansieringsmønster i realøkonomien vil fortsætte, når bankernes udlån har genvundet hele det tabte terræn. Samtidig kan en større spredning af virksomhedernes finansieringskilder have gjort dem mindre sårbare over for en fremtidig nedgang i udbuddet af banklån eller adgangen til markedsbaserede finansieringsmuligheder. I modsætning hertil er husholdningerne stadig afhængige af banklån til ekstern finansiering, da mulighederne for finansiering fra andre kilder fortsat er begrænsede.

2 Pengepolitik: tålmodighed, vedholdenhed og forsigtighed

ECB's pengepolitiske foranstaltninger i de senere år har sigtet mod at understøtte den økonomiske genopretning i euroområdet og at bringe inflationen tilbage til et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, der svarer til prisstabilitet. Disse foranstaltninger er slået effektivt igennem på finansieringsforholdene for husholdninger og virksomheder. I 2017 fortsatte udvidelsen af Eurosystemets balance primært som følge af det igangværende opkøbsprogram, APP, og målrettede langfristede markedsoperationer.

2.1 Den pengepolitiske linje: stærkt lempelig

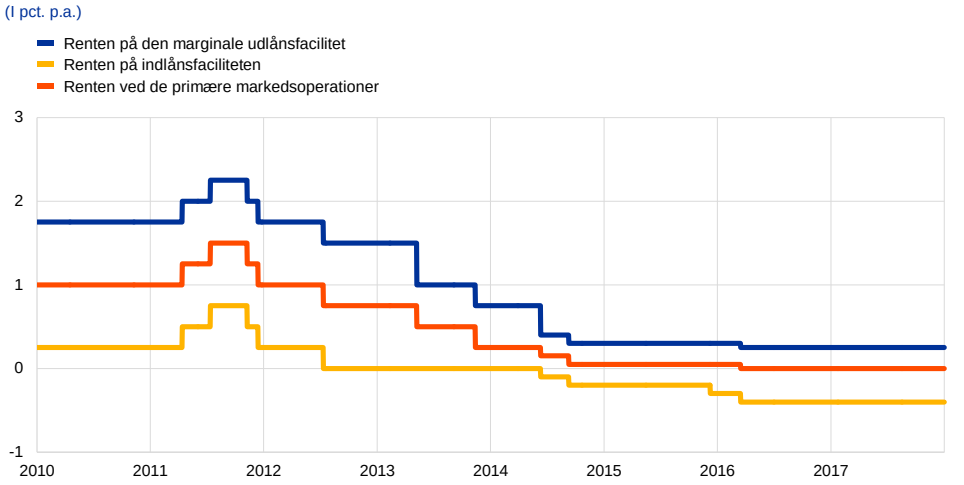
Den økonomiske genopretning fortsatte med at bide sig fast i begyndelsen af året, men på grund af den lave underliggende inflation var der behov for en stabil politik

Efter Styrelsesrådets beslutninger i december 2016 fortsatte gennemslaget fra ECB's pengepolitiske foranstaltninger til markedsfinansieringen og kreditvilkårene for virksomheder og husholdninger i euroområdet (se afsnit 2.2).[42] Mens de overordnede risici for de økonomiske udsigter blev mindre udtalte i begyndelsen af året, havde de stadig en nedadrettet tendens og var primært relateret til globale faktorer, politisk usikkerhed og fortsatte balancesvagheder i nogle sektorer. Desuden afhang udsigten til en opadrettet tendens i inflationen stadig af de meget gunstige finansieringsforhold, der i høj grad afhang af den lempelige pengepolitik.

Et krydstjek af resultatet af den økonomiske analyse med indikatorer fra den pengepolitiske analyse bekræftede, at det var nødvendigt med en stærkt lempelig pengepolitik for at opbygge inflationspres i euroområdet på en holdbar og vedvarende måde trods det økonomiske opsvings stigende robusthed. Dette krævede en rolig hånd fra Styrelsesrådet, som bekræftede de beslutninger, der blev truffet på det pengepolitiske møde i december 2016. Det betød, at ECB's pengepolitiske renter forblev uændrede (se figur 20), og at både det planlagte omfang af og varigheden for opkøbene under APP samt Styrelsesrådets forward guidance for de pengepolitiske renter og APP blev bekræftet.

[42] I december 2016 besluttede Styrelsesrådet at justere APP-parametrene fra januar 2017 med sigte på et fortsat gnidningsfrit forløb af opkøbsprogrammet og at acceptere begrænset kontant sikkerhedsstillelse i værdipapirudlånsfaciliteter inden for programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP) for at understøtte likviditet og funktion på euroområdets repomarked. Ændringerne i APP-parametrene bestod i at nedsætte minimumskravet for restløbetiden for godkendte aktiver under PSPP-opkøbsprogrammet fra to til et år og at tillade opkøb af værdipapirer med en lavere effektiv rente end renten på ECB's indlånsfacilitet i det omfang, det måtte være nødvendigt.

Figur 20
ECB's pengepolitiske renter



Kilde: ECB.
Anm.: Den seneste observation er for 31. december 2017.

Forward guidance udviklede sig som følge af en forbedret risikovurdering og mindre sandsynlighed for uforudsete negative hændelser

Frem til medio 2017 havde den økonomiske genopretning bidt sig yderligere fast, og produktionsvæksten forventedes at stige noget hurtigere end tidligere forventet og samtidig at sprede sig på tværs af lande og sektorer. Derfor ændrede Styrelsesrådet i juni 2017 sin vurdering af risiciene for vækstudsigterne til stort set at være afbalancerede. På grund af den mere solide og robuste vækst aftog de nedadrettede halerisici for udsigterne for prisstabiliteten også, og derved var sandsynligheden for meget negative scenarier fx i forbindelse med risikoen for deflation også stort set forsvundet.

For at bringe sin kommunikation på linje med den forbedrede risikovurdering besluttede Styrelsesrådet i juni 2017 at fjerne henvisningen til yderligere rentenedsættelser i sin forward guidance for den forventede udvikling af ECB's pengepolitiske renter, der havde indikeret en mulig pengepolitisk reaktion på meget alvorlige uforudsete hændelser. Samtidig understregede Styrelsesrådet dog, at det var nødvendigt at udvise tålmodighed, så inflationspresset kunne opbygges gradvist. Styrelsesrådet gentog også, at det ville fastholde sine pengepolitiske foranstaltninger for at bevare pengepolitikkens meget betydelige grad af lempelighed, som stadig var nødvendig for at sikre en vedvarende justering i inflationsudviklingen.

Bestemmelsen om forward guidance for både niveauet for de pengepolitiske renter og omfanget af opkøbene afspejler generelt vigtigheden af samspillet mellem de enkelte værktøjer, når det drejer sig om at påvirke pengepolitikken. De forskellige elementer i den omfattende pakke af pengepolitiske foranstaltninger supplerer og forstærker hinanden i at bevare de meget lempelige finansieringsforhold, der er

nødvendige for at bidrage til, at inflationen holdbart vender tilbage til et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Styrelsesrådets forward guidance i 2017 vedrørte ikke bare betingelserne for at trække de pengepolitiske stimuli tilbage, men også rækkefølgen af ændringerne i de pengepolitiske foranstaltninger.

De pengepolitiske foranstaltninger blev justeret i oktober, men de meget gunstige finansieringsforhold blev bevaret

Nye oplysninger i 3. kvartal 2017, herunder ECB's egne makroøkonomiske fremskrivninger fra september, tydede fortsat på solid og bredt funderet økonomisk vækst på tværs af lande og sektorer. Den uformindskede vækst understøttede yderligere Styrelsesrådets tillid til, at inflationen gradvist ville vende tilbage til et niveau på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, såfremt de meget gunstige finansieringsforhold blev bevaret. Samtidig var udviklingen i inflationen fortsat afdæmpet, og målene for den underliggende inflation viste stadig ikke overbevisende tegn på en vedvarende opadrettet tendens. Den afdæmpede udvikling i inflationen kunne ses som tegn på, at der stadig er betydelig ledig kapacitet på produkt- og arbejdsmarkederne trods en vis stigning i lønvæksten. Ud fra et forsigtighedshensyn var det derfor fortsat nødvendigt med betydelige pengepolitiske stimuli for at sikre en holdbar inflationsjustering, hvilket berettigede en omkalibrering af de pengepolitiske instrumenter efter årsskiftet.

Styrelsesrådet traf derfor en række beslutninger i oktober 2017 af hensyn til målsætningen om prisstabilitet.

- For det første gentog Styrelsesrådet, at ECB's pengepolitiske renter forventes at forblive på det nuværende niveau i en længere periode, som strækker sig ud over horisonten for nettoopkøbene af værdipapirer.
- For det andet betyder de forbedrede økonomiske udsigter og øget tillid til konvergens i inflationen, at Styrelsesrådet kan reducere omfanget af APP-opkøbsprogrammet. Opkøbene vil fortsætte med månedlige opkøb for 30 mia. euro fra januar 2018 indtil slutningen af september – eller om nødvendigt endnu længere – og under alle omstændigheder indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende justering i inflationsudviklingen. Desuden bekræftede Styrelsesrådet sin forpligtelse til at øge APP-opkøbsprogrammets omfang og/eller forlænge det, hvis udsigterne bliver mindre gunstige, eller hvis de finansielle forhold ikke længere giver grobund for yderligere fremskridt mod en vedvarende inflationsjustering.
- For det tredje meddelte Styrelsesrådet, at hovedstolen på udløbende værdipapirer, der opkøbes under APP, vil blive geninvesteret i en længere periode efter afslutningen af nettoopkøbene og under alle omstændigheder så længe, det er nødvendigt. Når beholdningerne af erhvervede aktiver bevares, vil det bidrage til at fastholde både de gunstige likviditetsforhold og en passende pengepolitisk linje.

- For det fjerde forlænges proceduren for de primære markedsoperationer, så de fortsat vil blive udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil udgangen af den sidste reservekravsperiode i 2019, for at sikre en fortsat gnidningsfri gennemførelse af pengepolitikken, samtidig med at de gunstige forhold på euroområdets pengemarkeder beskyttes.

Den fortsat betydelige pengepolitiske støtte i form af yderligere nettoopkøb, de store beholdninger af erhvervede aktiver og de kommende geninvesteringer samt af forward guidance på renterne vil bidrage til at fastholde de meget gunstige finansieringsforhold, der stadig er nødvendige for at bringe inflationen tilbage til et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, der svarer til prisstabilitet.

Boks 5
Benchmarks på euroområdets pengemarked: den seneste udvikling

Finansielle benchmarks kan generelt defineres som indekser, der bruges som reference til at fastslå, hvilket beløb der skal betales i forbindelse med et finansielt instrument eller en finansiel kontrakt, eller værdien af et finansielt instrument. Et af de mest anvendte pengemarkedsindekser globalt er Libor (London interbank offered rate), mens de mest anvendte indekser i Europa er Euribor (euro interbank offered rate) og Eonia (euro overnight index average). Disse benchmarks fastlægges på grundlag af frivillige bidrag fra paneler af banker i form af ekspertvurderinger af den gældende prisfastsættelse i markedet ("kvoteringer"), når det drejer sig om Euribor, eller på grundlag af effektive transaktioner, når det drejer sig om Eonia.

I de senere år har ECB nøje fulgt og spillet en aktiv rolle i reformen af benchmarkrenter, da sunde benchmarks er nødvendige for, at det finansielle system kan fungere effektivt og for den pengepolitiske transmission. De finansielle markeder er meget afhængige af benchmarks som reference for finansielle kontrakter som fx realkreditlån, værdipapirer med variabel rente eller derivater. Benchmarks er også centrale i den daglige værdiansættelse af en række finansielle instrumenter. Derfor er det vigtigt at sikre robuste og pålidelige benchmarks – ellers kan det medføre markedsforstyrrelser og få væsentlige konsekvenser for den finansielle stabilitet.

Benchmarkrenter både i euroområdet og andre steder har gennemgået gennemgribende reformer. Reformerne har været styret af en række principper fastlagt af Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO) i 2013 efter skandalerne i forbindelse med manipulation af Libor, men også af vedtagelsen af benchmarkforordningen. I Europa har de mest anvendte benchmarks, Euribor og Eonia, begge gennemgået reformer iværksat af deres administrator, European Money Markets Institute (EMMI). Som følge af disse reformer kan det blive nødvendigt at tilpasse markedspraksis og kontrakter til de nye forhold i de kommende år.

Hvad angår Euribor, der er benchmark for det usikrede interbankmarked i euro, som offentliggøres for løbetider fra 1 uge til 12 måneder, har EMMI fremlagt planer om at basere sin metodologi på transaktioner frem for kvoteringer. I begyndelsen af 2017 blev der gennemført en test, som ikke kunne fastslå gennemførligheden af en metode, der udelukkende baseres på transaktioner. Årsagen til dette var en utilstrækkelig volumen på pengemarkedet. Derfor samarbejder EMMI nu med markedsdeltagerne om en mulig hybrid metode for Euribor, der kan kombinere transaktionsdata med ekspertvurdering. Udviklingen af den hybride metode og

konsekvensanalysen forventes at vare indtil 1. halvår 2018, og den vil derefter blive sendt til høring hos interessenterne. I mellemtiden vil den nuværende metode, der beregnes på baggrund af kvoteringer, fortsat blive brugt til beregning af Euribor.

Hvad angår Eonia, som er et dag til dag-benchmark for det usikrede interbankmarked, der udelukkende baseres på transaktioner, meddelte EMMI den 1. februar 2018, efter en undersøgelse af det usikrede pengemarked, at en grundig undersøgelse af Eonia ikke længere var relevant, givet det lave interbankudlån og den fortsat koncentrerede aktivitet. EMMI understregede også, at benchmarket ikke behøver at overholde benchmarkforordningen, hvis markedsforholdene ikke ændrer sig. EMMI påpegede alligevel, at det eventuelt kunne vurdere muligheden for at tilpasse metodeparametre for at gøre Eonia mere robust.

Både Euribor og Eonia er baseret på frivillige bidrag fra bankerne. Euribor og Eonias robusthed er en stigende kilde til bekymring, da de deltagende bankers støtte med tiden er faldet. Bankerne forventes at rapportere dagligt – enten kvoteringer baseret på ekspertvurderinger (for Euribors vedkommende) eller deres usikrede dag til dag-udlånstransaktioner på interbankmarkedet (for Eonias vedkommende). På det seneste har flere af bankerne imidlertid forladt panelerne, og som hovedårsag har de angivet, at reformprocessen er for stor en byrde. Når banker er involveret i benchmarks, medfører det også ansvarsrisici og omdømmemæssige risici.

Hvis bankerne fortsætter med at forlade panelerne, kan benchmarkforordningen kun fungere som en midlertidig bagstopper. Specielle bestemmelser i forordningen gælder for benchmarks som Euribor og Eonia, der kategoriseres som "kritiske"[43]. Den myndighed, der har ansvar for regulering af benchmarket, i Eonia og Euribors tilfælde det belgiske finanstilsyn, kan gøre det obligatorisk at bidrage til benchmarket, hvis det ikke længere er repræsentativt, fx hvis banker forlader panelet. Selv om denne mekanisme kan fungere som bagstopper, kan den maksimalt anvendes i en periode på to år, og den kan derfor ikke betragtes som en langsigtet løsning, hvis et benchmarks levedygtighed er truet.

Eftersom det er meget vigtigt for markederne at have robuste og pålidelige benchmarks, meddelte ECB den 21. september 2017, at banken vil offentliggøre en usikret dag til dag-rente inden 2020 baseret på data indsamlet i henhold til ECB's forordning om pengemarkedsstatistik. Denne rente skal supplere eksisterende benchmarkrenter, som produceres af den private sektor, og vil fungere som bagstopper-referencerente. I løbet af de næste to år vil ECB definere de overordnede karakteristika for renten, udvikle en beregningsmetode og teste rentens robusthed. I denne periode vil ECB indgå i gennemsigtig kommunikation bl.a. i form af offentlige høringer. Den første offentlige høring blev lanceret den 28. november 2017 med henblik på at indsamle interessenternes syn på rentens overordnede karakteristika og offentliggørelsestidspunkt.

Der er også lanceret et separat initiativ på europengemarkedet, hvor en nyetableret arbejdsgruppe for risikofrie eurorenter vil skabe en platform, hvor den private sektor kan diskutere alternative renter ("fallback"-renter) og spørgsmål i forbindelse med overgangen til mulige alternative korte eurorenter. Gruppens arbejde skal følge op på anbefalingen fra Financial Stability Board's Official Sector Steering Group fra juli 2014 om at fastlægge og indføre en eller flere risikofrie renter inden for hvert hovedvalutaområde. Arbejdsgruppen vil

[43] Henholdsvis den 11. august 2016 og 28. juni 2017 blev Euribor og Eonia kategoriseret som "kritiske benchmarks" af Europa-Kommissionen i henhold til benchmarkforordningen på grund af deres afgørende betydning for markederne og det store antal kontrakter, hvor de benyttes som reference.

bestå af virksomheder fra den private sektor, og formanden vil være en repræsentant fra den private sektor. Gruppen vil få støtte fra offentlige myndigheder, og ECB vil yde sekretariatsbistand[44].

2.2 Gennemslaget fra ECB's pengepolitiske foranstaltninger var effektivt

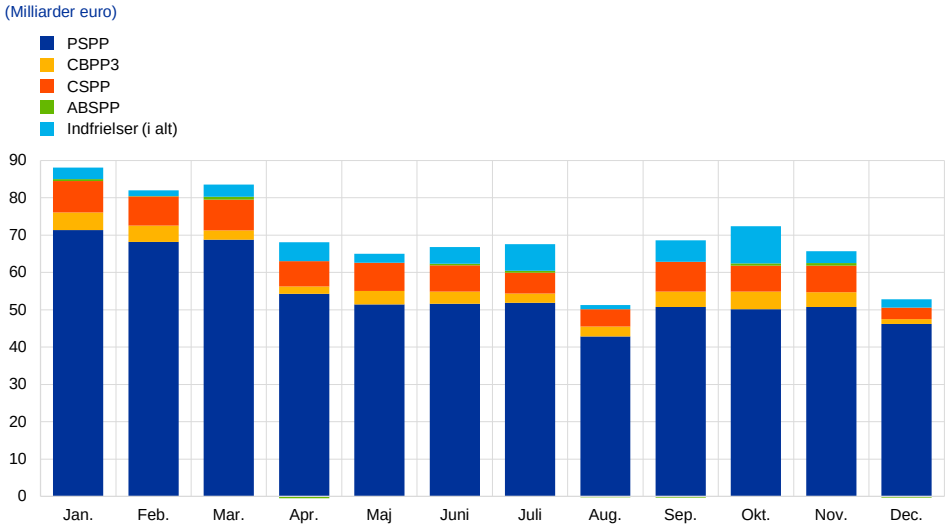
Gennemslaget fra de pengepolitiske foranstaltninger, der er gennemført siden juni 2014, bidrog fortsat til en forbedring af låneforholdene for virksomheder og husholdninger og styrkede kreditstrømmene i hele euroområdet i 2017. De igangværende opkøb af aktiver under opkøbsprogrammet APP, de uændrede lave pengepolitiske renter, ECB's forward guidance om disse to instrumenter samt de målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) sikrede meget gunstige finansieringsforhold og var fortsat en afgørende faktor for styrkelsen af det økonomiske opsving i euroområdet.

Gennemførelsen af APP forløb planmæssigt, både for 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), og for opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP). Sidstnævnte program omfatter obligationer udstedt af euroområdets statslige og regionale myndigheder, agencies og overnationale enheder. Opkøbenes omfang var i gennemsnit på linje med Styrelsesrådets mål på 80 mia. euro pr. måned fra januar til marts og 60 mia. euro pr. måned fra april til december (se figur 21). Som følge af sæsonudsving i markedslikviditeten lå opkøbsmængderne under det månedlige mål i august og december, men dette blev udlignet af, at opkøbsmængderne var en anelse højere resten af året. På landeniveau varierede de månedlige opkøbsmængder også en smule som følge af den stigende betydning af geninvestering af udløbne, indfriede obligationer, der begyndte i marts 2017 for opkøb under PSPP. Alt i alt varierede de månedlige opkøb kun marginalt omkring målet relativt set. PSPP-beholdningerne, som det relevante mål for vurdering af opkøbsfordelingen, forblev i tæt overensstemmelse med den påtænkte tildeling efter en kapitalnøgle, når der tages højde for substitutkøb og udjævningen af geninvestering af udløbne obligationer.

[44] Arbejdsgruppens kommissorium og yderligere oplysninger findes (på engelsk) på ECB's websted.

Figur 21

Månedlige nettoopkøb og indfrielser under APP i 2017



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

Ved den seneste TLTRO-II-operation, der blev afviklet i marts 2017, var bruttotildelingen 233,5 mia. euro, svarende til en nettostigning i likviditeten på 204 mia. euro.[45] I de fire TLTRO-II-operationer (TLTRO-II.1 til TLTRO-II.4) lånte euroområdets banker samlet set 740,2 mia. euro, eller 62 pct. af den samlede låneramme på 1.200 mia. euro.

De pengepolitiske foranstaltninger har indvirkning på økonomien via tre transmissionskanaler: den signalerende kanal, porteføljejusteringskanalen og den direkte gennemslagskanal.[46] For det første har APP understøttet troværdigheden af ECB's forward guidance for forventningen om at holde de pengepolitiske renter på det nuværende niveau i en længere periode. Den negative rente på indlånsfaciliteten har forstærket effekten af APP over hele rentekurven ved at reducere forventningskomponenten i de lange renter. For det andet har APP givet investorerne et incitament til at justere deres porteføljer i retning mod mere risikobetonede markedssegmenter. De igangværende opkøb af aktiver har erstattet beholdningerne af mellem- og langfristede obligationer med centralbankreserver holdt af banksektoren, så investorernes løbetidsrisiko er blevet reduceret (se afsnit 2.3). Den tilsvarende reduktion i løbetidspræmier skaber incitament til at kanalisere investeringerne hen til andre aktiver, som fx udlån til husholdninger og virksomheder.

45 Bruttobeløbet blev tildelt 474 banker. Budgrænsen, som svarer til lånerammen minus tildelingen i de tidligere TLTRO'er, var 693 mia. euro. Udnyttelsesgraden, som er tildelingen ved TLTRO-II.4-operationen i marts 2017 som andel af budgrænsen, var 34 pct. Nettovirkningen på likviditeten beregnes under hensyntagen til frivillige TLTRO-I-tilbagebetalinger og nedgangen i bud ved de primære markedsoperationer som følge af skift hen imod TLTRO'en. Se også boksen "The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2017.

46 En mere detaljeret gennemgang af de tre primære transmissionskanaler findes i boksen "Impact of the ECB's non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence", *Economic Bulletin*, 2. udgave, ECB, 2017.

Dette sikrer, at de pengepolitiske foranstaltninger også slår igennem hos låntagere uden direkte adgang til kapitalmarkederne. Endelig fungerer TLTRO'erne effektivt via en direkte gennemslagsmekanisme. De renter, bankerne skal betale på disse midler, er betinget af at yde lån til virksomheder og husholdninger for at sikre, at de favorable finansieringsvilkår formidles videre. Den ekstra nettolikviditet har desuden bidraget til at nedbringe de marginale finansieringsomkostninger for de deltagende banker.

Samlet set har de pengepolitiske foranstaltninger, ECB har indført fra juni 2014, haft en betydelig positiv indvirkning på den økonomiske situation i euroområdet. Den samlede indvirkning på både væksten i realt BNP og inflationen i euroområdet vurderes i begge tilfælde at være omkring 1,9 procentpoint i årene 2016 til 2020.[47]

ECB's foranstaltninger fastholdt gunstige finansieringsforhold

De pengepolitiske tiltag har forankret markedsrenterne på et meget lavt niveau. Euroområdets korte pengemarkedsrenter samt de langfristede statsobligationsrenter lå relativt stabilt i løbet af året (se afsnit 1.3). Disse forhold slog igennem i finansieringsforholdene i den bredere økonomi via de tre transmissionskanaler, der er beskrevet ovenfor.

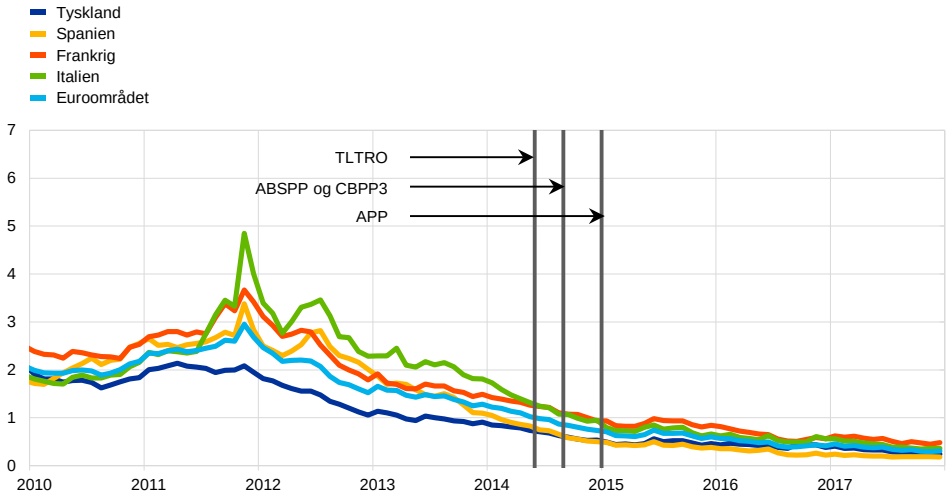
Bankernes finansieringsomkostninger var meget gunstige i hele 2017 og lå på et niveau, der var væsentligt lavere end før indførelsen af ECB's kreditlempelsespakke i juni 2014 (se figur 22). Spændene for obligationer udstedt af banker i euroområdet indsnævredes fortsat betydeligt (se figur 23). Denne tendens blev forstærket yderligere af den sidste TLTRO-II-operation i marts, der gav bankerne mulighed for at erstatte en del af deres markedsbaserede finansiering med TLTRO-finansiering. Samlet set har denne udvikling fortsat nedbragt bankernes samlede finansieringsomkostninger og har bidraget til at mindske forskellene i finansieringsomkostningerne for bankerne i de forskellige lande i euroområdet.

47 Se M. Draghi, "The state and prospects of the euro area recovery", tale ved den europæiske bankkongres i Frankfurt, 18. november 2016. Se også L. Gambetti og A. Musso, "The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)", *Working Paper Series*, nr. 2075, ECB, juni 2017, der påviser en betydelig effekt af APP på både realt BNP (fra 0,18 procentpoint i 1. kvartal 2015 til at blive meget lille i 4. kvartal 2016) og HICP-inflationen (en stigning fra en meget lille effekt i 1. kvartal 2015 til 0,18 procentpoint ultimo 2015 og 0,36 procentpoint i 4. kvartal 2016), sammenholdt med en kontrafaktisk situation uden disse pengepolitiske foranstaltninger.

Figur 22

Sammensatte omkostninger ved gældsfinansiering for banker

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

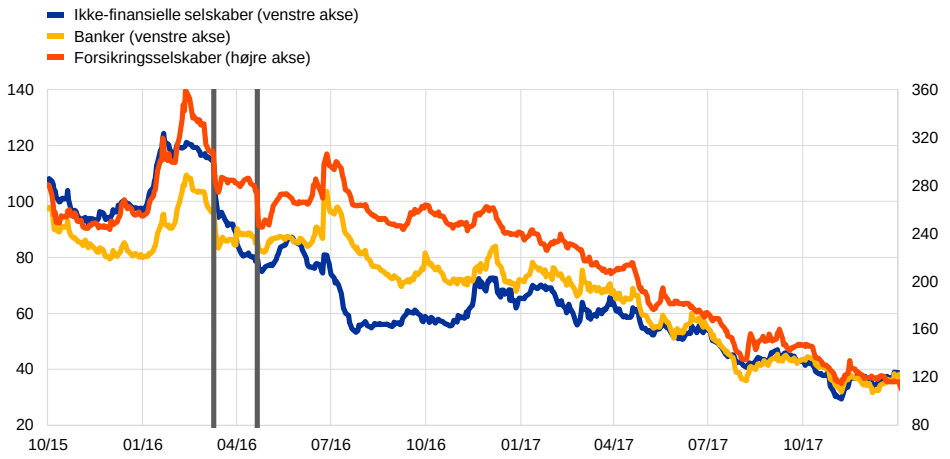


Kilder: ECB, Merrill Lynch Global Index og ECB's beregninger.

Figur 23

Spænd for investment grade-virksomhedsobligationer

(Basispoint)



Kilder: Markit og Bloomberg.
Anm.: Spændene for virksomhedsobligationer er målt ved spændene for asset swaps. De lodrette linjer angiver Styrelsesrådets møder den 10. marts og 21. april 2016. Indeksene omfatter også efterstillede obligationer. Den seneste observation er for 4. januar 2018.

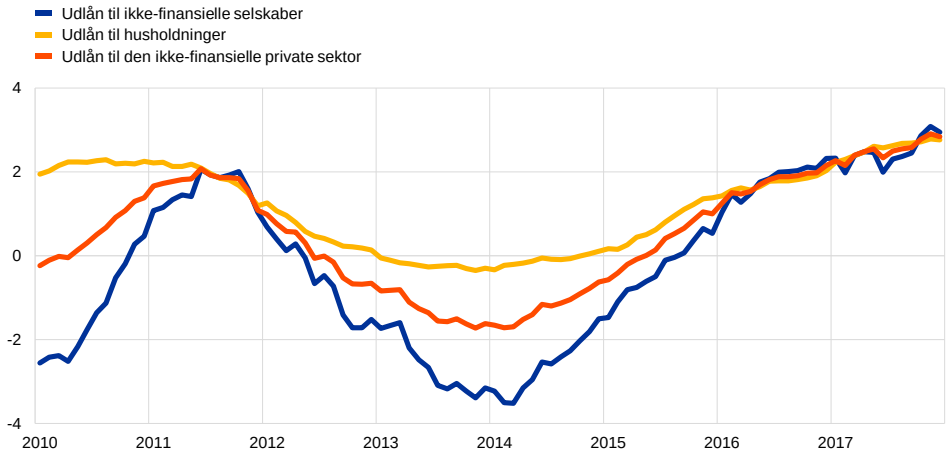
De lavere finansieringsomkostninger for bankerne lagde også et nedadrettet pres på virksomhedernes refinansieringsomkostninger via den direkte gennemslagskanal samt lavere risikofrie renter. De sammensatte udlånsrenter for ikke-finansielle selskaber og husholdninger er faldet mere end markedsreferencerenterne siden annonceringen af ECB's kreditlempelser. Bankernes udlånsrenter for ikke-finansielle selskaber og husholdninger faldt med henholdsvis 123 og 108 basispoint mellem juni 2014 og december 2017. Ikke-finansielle selskaber med direkte adgang til kapitalmarkederne nød også godt af de lavere renter på virksomhedsobligationer, som CSPP havde medført. Spændene for investment grade-obligationer udstedt af ikke-finansielle selskaber faldt med 26 basispoint i 2017 og fulgte således samme

udvikling som banker og forsikringsselskaber (se figur 23). Disse effekter sås efterhånden også for virksomhedsobligationer, der ikke var investment-grade og ikke var godkendt til CSPP, i takt med at investorerne justerede deres porteføljer.[48]

Figur 24

MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber og husholdninger

(Ændring i pct. år-år; udlån til ikke-finansielle selskaber og husholdninger er sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter; udlån til den ikke-finansielle sektor er ikke korrigeret)



Kilde: ECB.

Stigningen i kreditvæksten fortsætter

Den igangværende forbedring af kreditforholdene i euroområdet blev ikke kun afspejlet i faldende renter og spænd, men også i en stigende långivning til den private sektor og en stabil adgang til obligationsmarkederne for virksomheder. Banker, der deltog i ECB's udlånsundersøgelse, angav, at de primært anvendte den ekstra likviditet, der blev tildelt i forbindelse med APP, til at yde lån, hvilket tyder på en yderligere forbedring af kreditudbuddet i løbet af 2017.[49] Desuden steg nettoefterspørgslen efter lån, mens bankerne lempede kreditvilkårene og de generelle vilkår og betingelser for nye lån, især for lån til husholdninger. Derfor fortsatte den gradvise fremgang i långivningen til euroområdets private sektor. Men på trods af denne fremgang var konsolideringen af bankernes balancer og den fortsat høje andel af misligholdte lån i nogle lande stadig med til at lægge en dæmper på udlånsvæksten.

Den årlige vækst i bankernes udlån til den ikke-finansielle private sektor, der omfatter husholdninger og ikke-finansielle selskaber, var steget til 2,8 pct. i december 2017 mod 2,2 pct. i december 2016. Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber steg til 2,9 pct. mod 2,3 pct. året før, mens den årlige vækst i udlån til husholdninger steg til 2,8 pct. i december 2017 i forhold til 2,0 pct. i december 2016. Udstedelsen af obligationer fra ikke-finansielle selskaber med

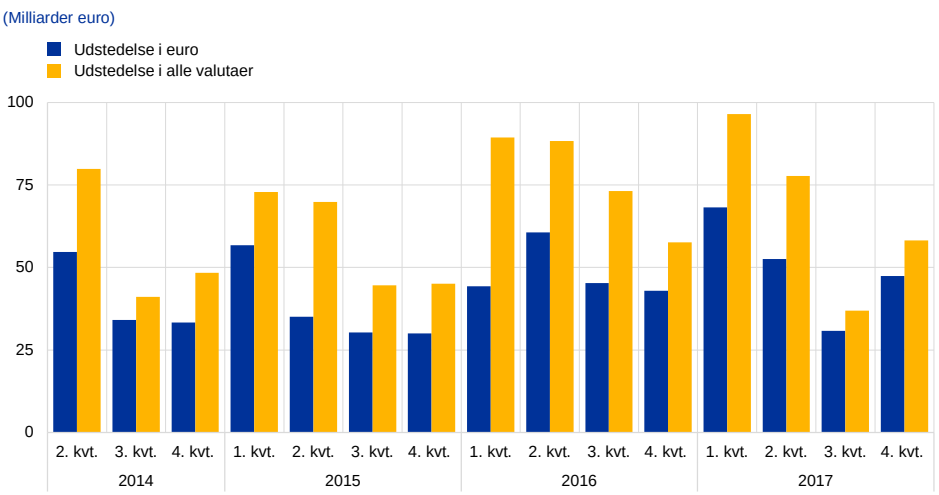
[48] Se "Corporate sector purchase programme (CSPP) – Questions & answers" for flere oplysninger om godkendelseskriterierne for CSPP.

[49] Se "The euro area bank lending survey – Third quarter of 2017", ECB, oktober 2017.

hovedkontor i euroområdet var fortsat stabil, og nyudstedelser denomineret i euro udgjorde 199 mia. euro mod 193 mia. euro i løbet af 2016 (se figur 25). De ikke-finansielle selskabers adgang til kapitalmarkederne var fortsat støttet af nettoopkøbene af virksomhedsobligationer i forbindelse med CSPP.

Figur 25

Euroområdets ikke-finansielle selskabers udstedelse af bruttogæld



Kilder: Dealogic og ECB's beregninger.
Anm.: Observationerne omfatter både investment grade- og ikke-investment grade-obligationer. "Udstedelse i euro" angiver nyudstedelser i euro fra ikke-finansielle selskaber med hovedkontor i euroområdet. "Udstedelse i alle valutaer" angiver alle nyudstedelser fra ikke-finansielle selskaber med hovedkontor i euroområdet.

ECB's pengepolitiske foranstaltninger forbedrede også markant kreditforholdene for små og mellemstore virksomheder, der typisk ikke har direkte adgang til obligationsmarkederne. De seneste resultater fra ECB's undersøgelse om virksomheders adgang til finansiering i euroområdet viste tegn på yderligere forbedringer i de eksterne finansieringsforhold og bekræftede dermed den udvikling, der sås i de tidligere runder af undersøgelsen.[50] Små og mellemstore virksomheder oplyste, at de oplevede en forbedring i adgangen til finansiering fra banker og en større villighed til at yde kredit til lavere renter. Små og mellemstore virksomheder i alle de store eurolande rapporterede om positive nettoændringer i adgangen til banklån. For første gang siden lanceringen af ECB's undersøgelse oplevede små og mellemstore virksomheder, at de generelle økonomiske udsigter havde en positiv effekt på adgangen til ekstern finansiering. Små og mellemstore virksomheders finansieringsomkostninger er også faldet. Spændet mellem renterne på meget små lån og store lån indsnævredes med 118 basispoints mellem ultimo maj 2014 og december 2017.

[50] Se "Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2016 to March 2017", ECB, maj 2017.

2.3 Udviklingen i Eurosystemets balance

Størrelse og sammensætning af Eurosystemets balance

Siden 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 med tiden. Disse foranstaltninger omfatter bl.a. transaktioner mod sikkerhedsstillelse for at yde finansiering til modparter med en oprindelig løbetid på op til fire år samt opkøb i forskellige markedssegmenter for at styrke transmissionen af pengepolitikken og skabe mere lempelige finansieringsforhold i euroområdet. I slutningen af 2017 havde Eurosystemets balance nået et historisk højt niveau på 4,5 billioner euro, hvilket var en stigning på 0,8 billioner euro i forhold til slutningen af 2016.

Det udvidede opkøbsprogram og tildelingen af den sidste målrettede langfristede markedsoperation i marts 2017 medførte både en udvidelse og en ændring i balancens sammensætning. Ved udgangen af 2017 udgjorde pengepolitiske poster på aktivsiden 3,2 billioner euro eller 70 pct. af de samlede aktiver på Eurosystemets balance mod 61 pct. ved udgangen af 2016. Disse omfattede bl.a. udlån til euroområdets kreditinstitutter, som udgjorde 17 pct. af de samlede aktiver (mod 16 pct. ultimo 2016), og værdipapirer til pengepolitiske formål, der udgjorde omkring 53 pct. af de samlede aktiver (mod 45 pct. ultimo 2016), som det fremgår af figur 26. Andre finansielle aktiver 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.[51]

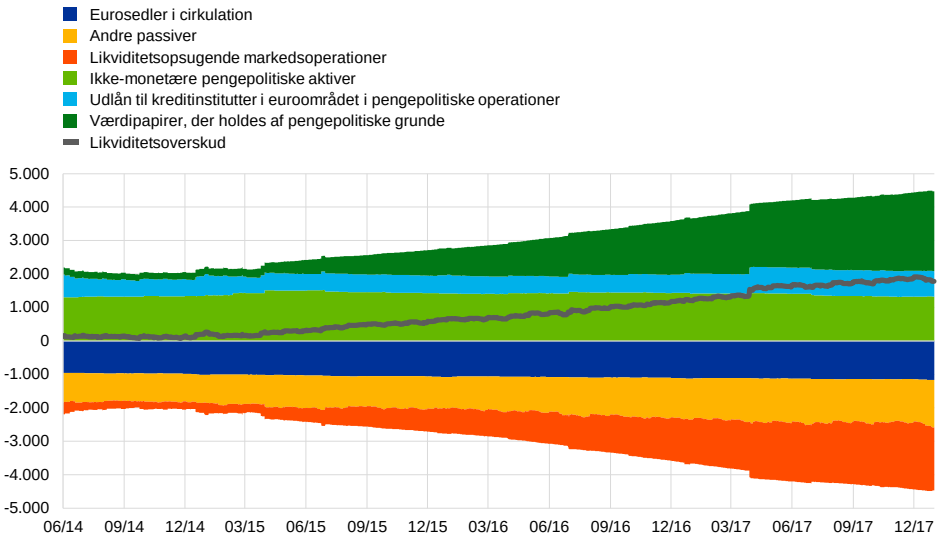
På passivsiden sås den største effekt i modparternes reservebeholdninger, der som følge af den fortsat lempelige pengepolitik i 2017 steg med 0,6 billioner euro til 1,9 billioner euro og udgjorde 42 pct. af passivsiden ultimo 2017 i forhold til 36 pct. ultimo 2016. Eurosedler i cirkulation faldt relativt set til 26 pct. (i forhold til 31 pct. ultimo 2016), selv om de steg i absolutte tal i tråd med den historiske vækstendens. Andre passiver, herunder kapital- og revalueringskonti, udgjorde 32 pct. mod 33 pct. ultimo 2016, men i absolutte beløb steg de med 0,2 billioner euro (se figur 26).

[51] 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 26

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.

Porteføljens gennemsnitlige løbetid og fordeling på aktiver og jurisdiktioner

Siden APP-programmet trådte i kraft, har ECB hver uge udgivet en oversigt over udviklingen i beholdninger under de forskellige programmer, som APP består af. Derudover udgiver ECB månedligt en oversigt over fordelingen af beholdninger mellem opkøb på henholdsvis det primære og det sekundære marked for CBPP3, ABSPP og CSPP. For PSPP har ECB desuden udgivet en oversigt over beholdninger af værdipapirer fordelt på land og udsteder[52], inkl. den vægtede gennemsnitlige løbetid.

Ved udgangen af 2017 udgjorde APP-programmet 2,3 billioner euro.[53] Af dette beløb udgjorde ABSPP-beholdningerne 25 mia. euro (1 pct. af den samlede APP-portefølje), mens CBPP3-beholdningerne udgjorde 241 mia. euro (11 pct. af den samlede APP-portefølje). Blandt opkøbsprogrammerne inden for den private sektor udgjorde CSPP-programmet den største andel af APP-programmet i 2017 med 82 mia. euro af nettoopkøbene. Dermed nåede de samlede CSPP-beholdninger op på 132 mia. euro eller 6 pct. af de samlede APP-beholdninger. I 2017 begyndte ECB at udgive en samlet liste over alle CSPP-beholdninger, herunder navne på udstedere, udløbsdatoer og kuponrenten for obligationer samt samlede tal for CSPP-beholdningerne fordelt på risikoland, rating og sektor. CSPP-opkøbene foretages på

52 Overnationale udstederes beholdninger udgives på et samlet grundlag.

53 APP-beholdningerne angives til amortiseret kostpris.

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 den største andel af APP-programmet med 1,9 billioner euro eller 83 pct. af de samlede værdipapirbeholdninger under APP sammenholdt med 82 pct. i slutningen af 2016. Under 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 agencies beliggende i den pågældende jurisdiktion og, om nødvendigt, værdipapirer udstedt af overnationale institutioner.

Den vægtede gennemsnitlige løbetid for PSPP-programmet var faldet lidt fra 8,3 år ved slutningen af 2016 til 7,7 år ved slutningen af 2017, dog med en vis variation mellem jurisdiktioner. Faldet i den vægtede gennemsnitlige løbetid skyldes primært Styrelsesrådets beslutning i december 2016 om at i) nedsætte minimumskravet for restløbetid for godkendte aktiver under PSPP-programmet fra to til et år og ii) tillade opkøb af værdipapirer med en lavere effektiv rente end renten på ECB's indlånsfacilitet i det omfang, det måtte være nødvendigt.

Varigheden af aktiverne, der opkøbes af Eurosystemet, er relevant i to henseender: På den ene side giver den mulighed for, at renterisikoen kan absorberes fra markedet af Eurosystemet, og giver dermed investorerne incitament til at justere deres porteføljer. På den anden side sigter Eurosystemet 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.

Eurosystemet geninvesterer afdragene på hovedstolen på de værdipapirer, der opkøbes under APP, efterhånden som de forfalder. Geninvesteringerne under opkøbsprogrammerne inden for den private sektor fortsatte i 2017 og udgjorde 24,3 mia. euro, mens geninvesteringerne under PSPP begyndte i marts 2017 og udgjorde 24,9 mia. euro for året. Som udtryk for geninvesteringernes stigende betydning begyndte ECB i november 2017 at udgive de forventede månedlige indfrielsesbeløb for APP-programmet over en løbende 12-måneders periode.

Værdipapirer opkøbt under APP stilles til rådighed for udlån for at støtte likviditeten på obligationsmarkedet og markedet for genkøbsforretninger (repomarkedet) uden at begrænse den normale aktivitet på repomarkedet uønsket. ECB udgiver en gang om måneden den samlede gennemsnitlige udlånsbalance for Eurosystemet. For yderligere at afhjælpe manglen på sikkerhed i markedet begyndte Eurosystemet i december 2016 i mindre omfang at acceptere kontanter som sikkerhed ved udlån foruden værdipapirer, der tidligere var den eneste godkendte form for sikkerhed. ECB udgiver også tal for de samlede gennemsnitlige kontantbeløb modtaget som sikkerhed på månedlig basis.

Udviklingen i Eurosystemets markedsoperationer

Det samlede udestående for Eurosystemets markedsoperationer er steget med 168,3 mia. euro siden slutningen af 2016 og udgjorde 764,0 mia. euro ved udgangen af 2017. Dette skyldes primært tildelingen af 233,5 mia. euro i den sidste TLTRO-II-operation i marts 2017, der til trods for, at den delvis blev opvejet af en lavere volumen i de primære markedsoperationer og TLTRO-I-tilbagebetalinger i 2017, stadig førte til en betydelig nettostigning i udestående likviditet. Den vægtede gennemsnitlige løbetid for likviditet, der stilles til rådighed via likviditetstilførende tilbageførselsforretninger, faldt fra omkring 3 år i slutningen af 2016 til omkring 2,7 år i slutningen af 2017. Da tildelingen af den sidste TLTRO-II-operation (med en oprindelig løbetid på fire år) fandt sted i starten af 2017 (marts), faldt den vægtede gennemsnitlige løbetid for Eurosystemets markedsoperationer over resten af året.

3 Den europæiske finansielle sektor: robust, men med udfordringer

ECB vurderer udviklingen af den finansielle stabilitet i euroområdet og de finansielle systemer i EU for at finde eventuelle sårbarheder og kilder til systemisk risiko. ECB yder også analytisk bistand til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) vedrørende finansiel stabilitet og bidrager til vigtige lovgivningsinitiativer. Nye mulige systemiske risici håndteres via makroprudentielle politikker.

ECB varetager denne opgave i samarbejde med de andre centralbanker i Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB). I ECB arbejder de makro- og mikroprudentielle funktioner tæt sammen om at identificere de vigtigste risici og sårbarheder i den europæiske finansielle sektor samt om lovgivningsmæssige forhold.

3.1 Risici og sårbarheder i euroområdets finansielle system

ECB's analyse af systemiske risici offentliggøres halvårligt i Financial Stability Review.[54] Ifølge de fleste indikatorer var systemisk stress i euroområdet fortsat begrænset i 2017 (se figur 27), hvilket tyder på en positiv udvikling i den finansielle stabilitet i løbet af året. Forbedrede økonomiske forhold i euroområdet støttede aktivmarkederne og bidrog til lav volatilitet på tværs af aktivklasserne i løbet af 2017 (se også afsnit 1). Stress i banksektoren i euroområdet var fortsat lav, idet investorerne forventer højere indtjening for bankerne som følge af øget udlån og højere lånemarginer, hvis bedringen af de økonomiske udsigter fortsætter, og renterne stiger. Derimod tiltog den systemiske stress på statsobligationsmarkederne

[54] Se Financial Stability Review, ECB, maj 2017, og Financial Stability Review, ECB, november 2017. I sin mikroprudentielle funktion identificerer og vurderer ECB Banktilsyn regelmæssigt – i samarbejde med de nationale kompetente myndigheder – risiciene for banksektoren i euroområdet for at sikre, at banker under direkte tilsyn håndterer centrale risici effektivt. De centrale risici fremgår af tilsynsprioriteterne for SSM (Den Fælles Tilsynsmekanisme), som offentliggøres årligt (se SSM's tilsynsprioriteter 2018).

i begyndelsen af 2017, delvis som følge af øget politisk usikkerhed i nogle eurolande. Usikkerheden mindskedes efterfølgende, da valgresultaterne forelå i nogle af de store eurolande, hvilket medførte en nedgang i indikatoren for stress på statsobligationsmarkederne i 2. halvår 2017. Indikatorerne for systemisk stress i euroområdet var ellers afdæmpede trods visse forstærkede geopolitiske usikkerhedsforhold på globalt plan, fx den tiltagende spænding på den koreanske halvø.

Figur 27

Sammensatte indikatorer for systemisk stress på de finansielle markeder og statsobligationsmarkederne og sandsynligheden for to eller flere bankkoncerners misligholdelse af gæld

(Jan. 2010-feb. 2018)

Kilder: Bloomberg og ECB's beregninger.
Anm.: "Sandsynlighed for to eller flere store og komplekse bankkoncerners gældsmisligholdelse" angiver sandsynligheden for samtidig misligholdelse i udsnittet på 15 store og komplekse bankkoncerner over en etårig periode.

På denne baggrund blev der i 2017 udpeget fire centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet.

For det første var muligheden for en pludselig og betydelig stigning i de globale risikopræmier fortsat en central risiko i 2017. Året bød på en alt i alt lav volatilitet på de finansielle markeder, overvurdering af aktiver og pressede risikopræmier på nogle markeder, hvilket tyder på øget risikotagning. Navnlig forblev spændet for de mest risikable obligationsudstedere meget lavt. Det afspejlede markedsdeltagernes overbevisning om, at der var en lille sandsynlighed for, at svagheder vil opstå. Selv om disse udviklingstendenser delvis kunne tilskrives forbedrede makroøkonomiske forhold og som sådan var drevet af grundlæggende faktorer, var der øgede tegn på, at de finansielle markeder ikke var helt opmærksomme på muligheden for, at stemningen på markedet hurtigt kunne skifte.

Den anden centrale risiko vedrørte udsigterne for bankernes indtjening i euroområdet. Bankernes indtjening i euroområdet forbedredes en smule som følge af en stigning i andre indtægter end renteindtægter. Bankernes egenkapitalforrentning var 3,2 pct. i de første tre kvartaler af 2017, i forhold til 2,5

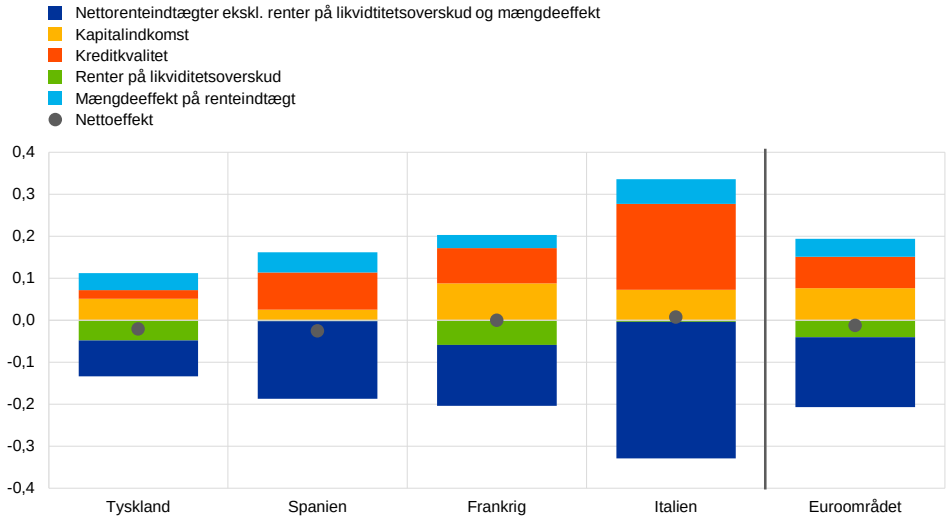
pct. i samme periode året før. Solvensen fortsatte også den positive udvikling, med en stigning i den egentlige kernekapitalprocent til 14,5 pct. i 3. kvartal 2017 i forhold til 13,9 pct. i 2016.[55]

ECB's pengepolitiske foranstaltninger kan påvirke bankernes indtjening via to hovedkanaler. For det første bidrager lavrentemiljøet til at holde bankernes rentemarginaler nede og dermed mindske nettorenteindtægterne. For det andet indebærer den negative rente på ECB's indlånsfacilitet et direkte gebyr på overskudslikviditet for hele euroområdets banksektor. Sådanne negative aspekter er dog hidtil generelt blevet udlignet af de positive virkninger, som et solidt og bredt funderet økonomisk opsving har på bankernes indtjening. Navnlig falder bankernes hensættelsesomkostninger, efterhånden som låntagernes kreditkvalitet forbedres som følge af de lysere økonomiske udsigter. Endvidere bidrager et øget udlån på baggrund af den økonomiske genopretning samt kursgevinster fra stigende aktivpriser positivt til bankernes indtjening. Endelig er der en nedadrettet stivhed i detailindlånsrenterne, hvorimod engrosindlån – især fra ikke-residenter – ofte forrentes negativt, hvilket dæmper den nedadrettede virkning fra negative nominelle renter på bankernes nettorenteindtægter. Alt i alt forblev nettovirkningen af pengepolitiske foranstaltninger på euroområdets bankers indtjening fra 2014 til 2017 (se figur 28) begrænset trods små forskelle mellem landene.

Figur 28

Komponenter af bankernes indtjening

(2014-17; bidrag i procentpoint til bankernes afkast på aktiver)



Kilde: C. Altavilla, D. Andreeva, M. Boucinha og S. Holton, "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, ECB, kommende.
Anm.: Pengepolitikkens indvirkning på obligationsrenterne og de respektive virkninger på udlånsrenterne og långivningen er i overensstemmelse med Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger. Kursgevinsterne beregnes på grundlag af data offentliggjort af den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA). Tal for euroområdet beregnes som vægtede gennemsnit for lande, der indgår i udsnittet, ved hjælp af konsoliderede bankdata for vægten af hvert enkelt lands banksektor i aggregatet for euroområdet.

[55] Data for alle indenlandske bankkoncerner ifølge ECB's konsoliderede bankdata.

Uanset denne positive udvikling forblev udsigterne for banksektoren afdæmpede. Det afspejledes også i de forholdsvis lave priser på aktier i banker i euroområdet – idet markedsværdien af banker i euroområdet fortsat var betydeligt lavere end den regnskabsmæssige værdi. Den tvivl, markedet gav udtryk for, vedrørte to hovedfaktorer. For det første påvirkede en række strukturelle udfordringer fortsat omkostningseffektiviteten i mange banker i euroområdet samt deres muligheder for at diversificere indtægterne. For det andet gjorde bankerne ganske vist en betydelig indsats for at nedbringe deres store beholdning af misligholdte lån i årets løb (se figur 29), men den var stadig ujævnt fordelt på banker og lande, hvor nogle haltede bagud. De store andele af misligholdte lån pressede fortsat bankernes indtjening – både direkte via store hensættelser og indirekte, fordi misligholdte lån optager kapacitet på balancen.

ECB bidrog til debatten om, hvordan de resterende udfordringer i banksektoren kan håndteres. For eksempel kan en transaktionsplatform for misligholdte lån bidrage til hurtigere oprydning på balancen.[56] Tilsvarende kan et investeringssamarbejde mellem den private sektor og staten (i overensstemmelse med statsstøttereglerne) mindske asymmetri i oplysningerne mellem potentielle købere og sælgere af misligholdte lån.[57] Hvad angår de strukturelle udfordringer, kan yderligere konsolidering af banksektoren og digitalisering bidrage til at forbedre omkostningseffektiviteten. Foranstaltninger til at mindske beholdningen af misligholdte lån kan også øge bankernes grænseoverskridende aktivitet, hvilket på sin side kan medføre en større geografisk spredning af indtægterne.[58] Især kan grænseoverskridende fusioner og virksomhedsopkøb fremme integration af detailbanksektoren. I den henseende vil det være nyttigt at fuldende bankunionen samt indføre andre politiktiltag for den finansielle sektor, fx at harmonisere skatte- og konkursreglerne.[59]

56 Se Special Feature A i Financial Stability Review, ECB, november 2017.

57 Se Special Feature C i Financial Stability Review, ECB, maj 2017.

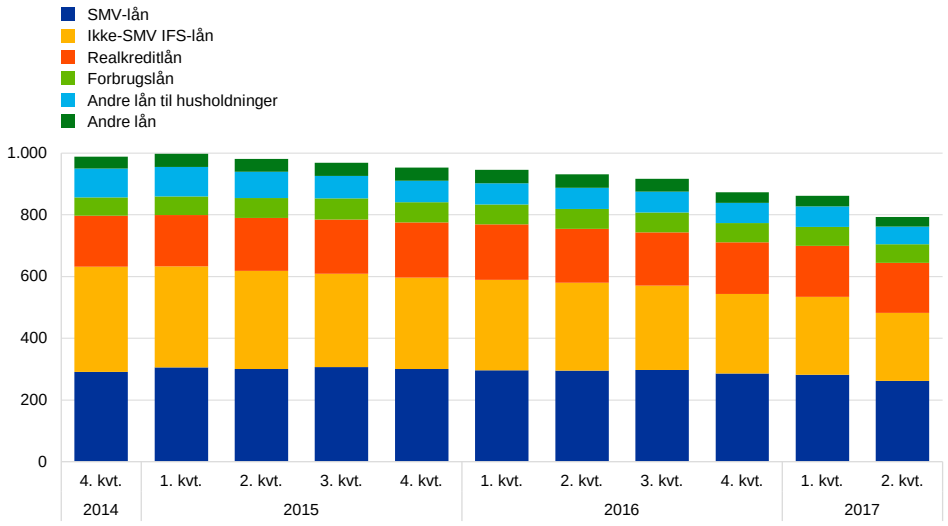
58 Se Special Feature B i Financial Stability Review, ECB, november 2017.

59 Se særafsnittet i Financial integration in Europe, ECB, maj 2017.

Figur 29

Misligholdte lån fordelt på sektor og låntype

(4. kvt. 2014-2. kvt. 2017; kvartalsvise observationer; mia. euro)



Kilder: ECB-tilsynsdata.
Anm.: Baseret på signifikante banker. SMV står for små og mellemstore virksomheder. IFS står for ikke-finansielle selskaber.

De sidste to identificerede risici for den finansielle stabilitet er opstået uden for banksektoren. For det første tiltog bekymringerne om holdbarheden af den offentlige og private sektors gæld i 1. halvår, hvorefter de stabiliserede sig, ikke mindst i lyset af bedre økonomiske udsigter og aftagende usikkerhed om den økonomiske politik efter valgene i nogle af de store eurolande. Den private sektors gældsætning i euroområdet var stadig høj efter både historisk og international målestok, hvilket gør især virksomhederne sårbare over for en brat rentestigning. For det andet fortsatte ekspansionen af investeringsforeninger i den finansielle sektor ekskl. banksektoren i kraft af en øget indstrømning drevet af bedre økonomiske udsigter og lav volatilitet på de finansielle markeder. Investeringsforeningerne blev også i stigende grad eksponeret for værdipapirer med lavere kreditvurdering og længere løbetid, mens nedgangen i obligationsafdelingernes likviditetsstødpuder fortsatte. Strømme til og fra investeringsforeninger kan være særligt følsomme over for stemningsskift på markedet. I modsætning til lovgivningen for UCITS-fonde sigter den europæiske lovgivning i øjeblikket ikke mod at indføre strenge grænser for gearing i alternative investeringsforeninger. Med henblik på at forebygge opbygning af risici i hele sektoren var fastsættelse af en ramme for harmoniseret gennemførelse af makroprudentielle grænser for gearing i alternative investeringsforeninger stadig et centralt led i processen med at udvide anvendelsesområdet for den makroprudentielle politik til andet end banksektoren.[60]

En analyse af strukturen i den bredere finansielle sektor i euroområdet, inkl. forsikrings- og pensionsselskaber og skyggebanker, har bekræftet, at ekspansionen af den finansielle sektor ekskl. banksektoren er fortsat. Baggrunden

[60] Se Special Feature A i Financial Stability Review, ECB, november 2016.

for dette var en fortsat rationalisering af banksektorens aktiver, hvilket formentlig stadig havde en begrænset indvirkning på det finansielle systems overordnede effektivitet, idet bankernes omkostninger i forhold til indtægter stadig var høje alt i alt.[61]

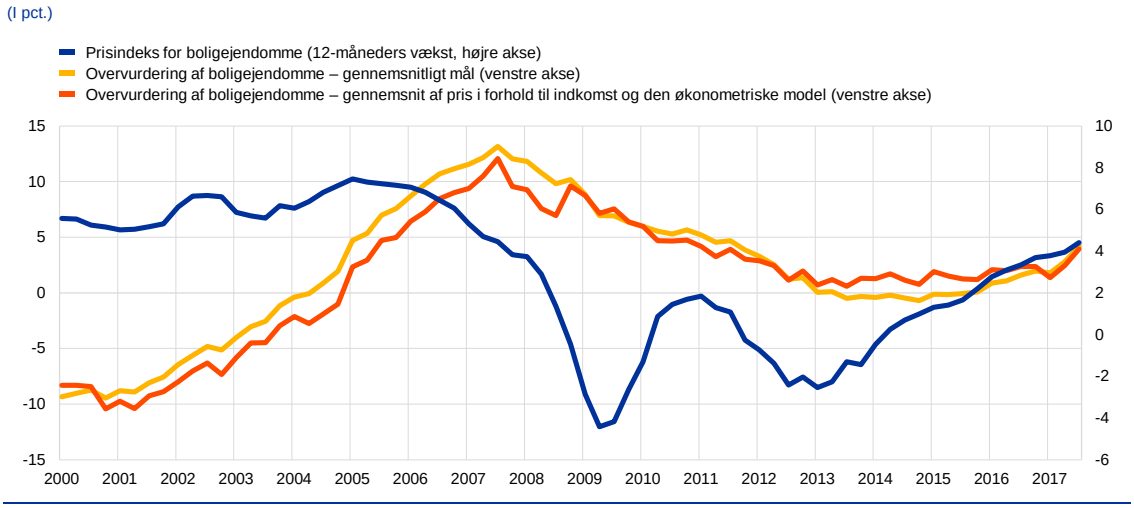
Boks 6

Udvikling i markedet for bolig- og erhvervsejendomme i euroområdet

Den konjunkturmæssige ekspansion af boligmarkederne i euroområdet fortsatte i 2017, hvor priser og realkreditudlån overordnet set steg moderat. Sårbarhederne på boligmarkederne synes at være begrænsede i euroområdet som helhed, selv om de er gradvis tiltagende. Nærmere bestemt tiltog den nominelle boligprisvækst til over 4 pct. år til år i 3. kvt. 2017, men den lå stadig under det historiske gennemsnit og et godt stykke under niveauet før krisen (se figur A). Væksten i boligpriserne blev drevet af en kraftig efterspørgsel og i stigende grad understøttet af en højere personindkomst. Priserne syntes at være i overensstemmelse med eller en smule højere end de grundlæggende værdier samlet set i euroområdet (se figur A).[62] Mens den årlige vækst i udlån til boligkøb fortsatte med at stige, til over 3 pct. år til år mod slutningen af 2017, fortsatte nedgangen i husholdningernes gældsætning, idet den faldt til 58 pct. af BNP i 3. kvartal 2017 (se figur B).

Figur A

Årlig vækst i boligpriserne og overvurderinger i euroområdet



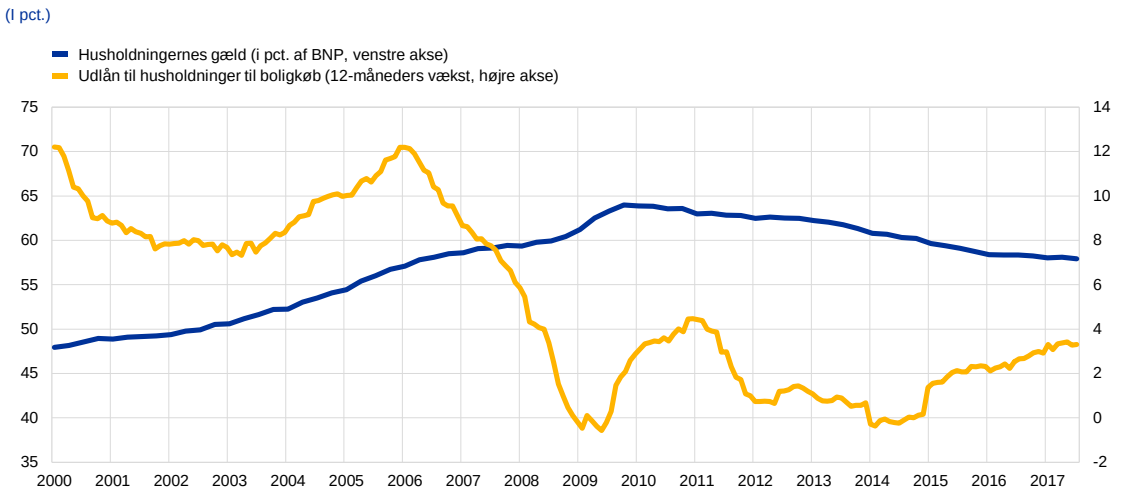
Kilde: ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Det første mål for overvurdering (gul linje) er gennemsnittet af fire forskellige indikatorer for værdiansættelse (pris i forhold til indkomst, pris i forhold til husleje, resultatet af en aktivprismodel og resultatet af en økonometrisk model (BVAR-model), og det andet mål for overvurdering (rød linje) er gennemsnittet af de to indikatorer for værdiansættelse (pris i forhold til indkomst og resultatet af den økonometriske model).

61 Se Report on financial structures, ECB, oktober 2017.

62 Estimerede værdiansættelser er forbundet med stor usikkerhed, og det kan være kompliceret at fortolke dem på landeniveau på grund af de specifikke nationale karakteristika (fx ejendomsskattesystemet eller strukturelle faktorer som ejerstatus).

Figur B

Udlån til husholdninger til boligkøb og husholdningernes gæld i euroområdet



Kilde: ECB og ECB's beregninger.
Anm.: Den seneste observation er for september 2017 for udlånsdata og 2. kvartal 2017 for husholdningernes gæld.

Selv om der er få tegn på opbygning af sårbarheder på boligmarkedet i euroområdet som helhed, er der forskelle mellem landene, og ECB har aktivt overvåget de enkelte eurolande i 2017 som led i sin makroprudentielle funktion. Det gjaldt især lande, som havde modtaget advarsler fra ESRB i slutningen af 2016.[63]

En række makroprudentielle tiltag målrettet boligmarkedet blev vedtaget i løbet af 2017 af nationale myndigheder eller trådte i kraft i forskellige lande:

- Finland indførte, med virkning fra januar 2018, en ny nedre grænse for den gennemsnitlige risikovægt på 15 pct. for realkreditlån til boligformål for kreditinstitutter, som har indført den interne ratingbaserede metode. Tiltaget gælder i to år, omfatter lån til køb af bolig beliggende i Finland og anvendes på konsolideret basis.
- I Litauen blev den lovgivning, der fastsætter de vigtigste kreditstandarder (herunder kravet om beregning af belåningsgrad (loan-to-value, LTV) og gældsserviceringsgrad (debt-servicing-to-income ratio, DSTI), udvidet til at omfatte fysiske personer, som udøver bygge- eller leasingaktiviteter med forretning for øje.
- I Belgien blev det henstillet, at banker, som anvender den interne metode (IRB-modeller), skal bibeholde et 5 procentpoint-tillæg til risikovægtene for belgiske realkreditlån til boligformål. Denne henstilling kom, efter at et tilsvarende makroprudentielt tiltag var udløbet.
- I Slovakiet blev låntagerbaserede tiltag strammet med virkning fra begyndelsen af 2017 (dvs. grænser for belåningsgrad, gældsserviceringsgrad og løbetid) som led i en "ansvarligt udlån"-pakke.

[63] I november 2016 udstedte ESRB landespecifikke advarsler om sårbarheder på mellemlangt sigt i boligsektoren til følgende eurolande: Belgien, Luxembourg, Holland, Østrig og Finland.

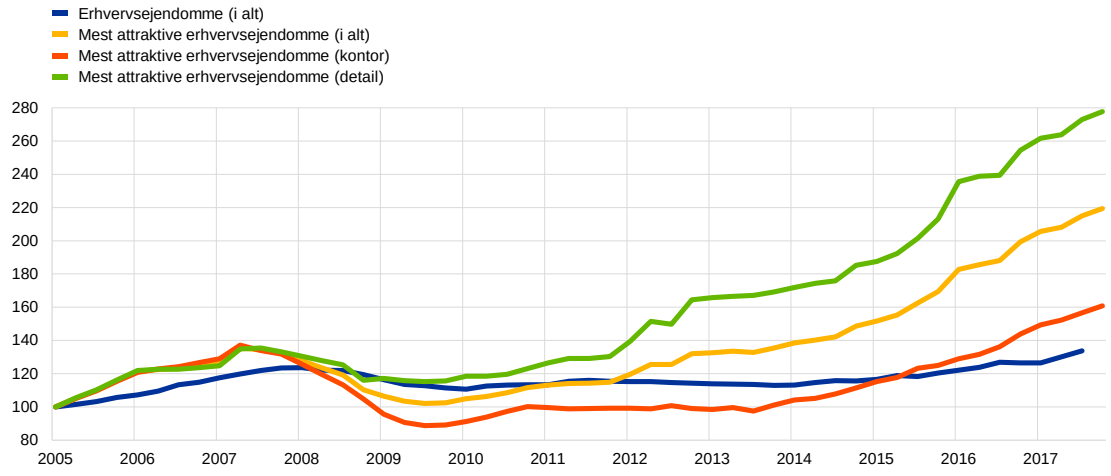
- I Irland blev de låntagerbaserede tiltag gennemgået og justeret. Særligt blev det fra januar 2017 tilladt, at 5 pct. af nyudlån til førstegangskøbere måtte være over LTV-grænsen på 90 pct., og 20 pct. af nyudlån til andengangs- og flergangskøbere måtte være over LTV-grænsen på 80 pct.

På markedet for erhvervsejendomme i euroområdet er priserne og transaktionsomfanget steget kraftigt i de senere år. I 2016 var den årlige vækst i priserne på erhvervsejendomme i euroområdet 5,1 pct. i forhold til 3,8 pct. i 2015 og 1,9 pct. i 2014. Prisstigningerne kunne først og fremmest tilskrives det mest attraktive erhvervsejendomssegment (hvor priserne steg med 18 pct. år til år i 2016 i forhold til 14 pct. året før) og især det mest attraktive detailsegment (se figur C), hvor priserne fortsatte med at stige i 2017.

Figur C

Prisindeks for erhvervsejendomme i euroområdet

(1. kvt 2005-4. kvt. 2017; indeks: 1. kvt. 2005 = 100)



Kilder: Jones Lang LaSalle og forsøgsmæssige ECB-estimater baseret på MSCI og nationale observationer.
Anm.: Detailejendomme omfatter restauranter, indkøbscentre og hoteller. Aggregatet for euroområdet omfatter Belgien, Tyskland, Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Luxembourg, Holland, Østrig, Portugal og Finland.

I mange af de lande, der oplevede de største prisstigninger for erhvervsejendomme i 2017, blev investeringer i erhvervsejendomme primært finansieret direkte af institutionelle investorer og fonde og i mindre grad af banklån. Ejendomsinvesteringsfonde (real estate investment funds) og real estate investment trusts (REIT) har vundet indpas som kanaler for investeringer fra amerikanske formueforvaltere og andre udenlandske investorer, der søger afkast i et lavrentemiljø, til sektoren. I princippet bør den øgede anvendelse af udenlandske kilder til egenkapitalfinansiering reducere potentialet for direkte negativ afsmitning til banksystemet i tilfælde af et brat fald i værdiansættelser for erhvervsejendomme. En stigning i udenlandske direkte investeringer kan dog også føre til mere volatile konjunkturudsving. Selv om bankernes udlån til erhvervsejendomssektoren ikke stiger, har banksektoren stadig store eksponeringer over for erhvervsejendomme i nogle lande, hvor den således er sårbar over for potentielle negative priskorrektioner for erhvervsejendomme. I kraft af sin karakter og størrelse er erhvervsejendomssektoren selvsagt ikke så systemisk som boligejendomssektoren. ECB vil fortsat overvåge udviklingen på markedet for erhvervsejendomme i euroområdet med særlig fokus på de meget forskellige landespecifikke forhold, der udgør baggrunden for udviklingen.

3.2 ECB's makroprudentielle funktion

Ansvaret for at træffe beslutning om makroprudentielle tiltag i euroområdet varetages af både de nationale myndigheder (nationale kompetente myndigheder eller nationale udpegede myndigheder) og ECB. De nationale myndigheder inden for euroområdet bevarer beføjelserne til at aktivere og gennemføre makroprudentielle tiltag. ECB vurderer løbende hensigtsmæssigheden af sådanne tiltag, som de nationale myndigheder på behørig vis skal underrette ECB om. ECB kan gøre indsigelse mod de nationale myndigheders tiltag og har beføjelser til at indføre "top up"-krav (dvs. styrke kravene eller indføre højere krav), hvad angår de makroprudentielle instrumenter, som ECB råder over i overensstemmelse med EU-lovgivningen. Beføjelsernes asymmetriske karakter afspejler den rolle, ECB skal spille for at forebygge, at de nationale myndigheder potentielt bare lader stå til.

I 2017 fortsatte ECB og de nationale myndigheder deres bredt funderede og åbne drøftelser på både teknisk og politisk plan om anvendelsen af makroprudentielle instrumenter og om udviklingen af metoder til at vurdere forskellige typer systemisk risiko. Denne indsats forbedrede processen til at vurdere, om euroområdet samlet set og de enkelte lande, der er omfattet af det europæiske banktilsyn, har en tilstrækkelig makroprudentiel politik.

Makroprudentiel politik i 2017

I 2017 fortsatte ECB sin indsats for at styrke sin koordinerende rolle i den makroprudentielle politik og sin offentlige kommunikation om makroprudentielle emner for at øge gennemsigtigheden og understrege den makroprudentielle politiks store betydning.

ECB opfyldte også sit juridiske mandat om at vurdere de nationale myndigheders makroprudentielle beslutninger i de lande, der er omfattet af det europæiske banktilsyn. ECB blev underrettet om over hundrede sådanne beslutninger i 2017, hvoraf de fleste vedrørte fastsættelse af den kontracykliske kapitalbuffer og udpegelse af systemisk vigtige kreditinstitutter samt kalibrering af deres kapitalbuffere. Desuden modtog ECB underretning om implementeringen af den systemiske risikobuffer og om anvendelsen af kapitalkravsforordningens artikel 458 i nogle lande.

Hvert kvartal vurderer alle 19 eurolande de cykliske systemiske risici og fastsætter niveauet for den kontracykliske kapitalbuffer. De cykliske systemiske risici var fortsat begrænsede i de fleste eurolande, og ECB's styrelsesråd var enig i alle de beslutninger, de nationale myndigheder i årets løb tog vedrørende kontracykliske kapitalbuffere. Bortset fra Slovakiet og Litauen har alle lande besluttet at fastsætte en kontracyklisk kapitalbuffer på 0 pct. I juli 2016 indførte Slovakiet en kontracyklisk kapitalbuffer på 0,5 pct. med virkning fra 1. august 2017, og – som følge af den fortsatte opbygning af cykliske systemiske risici – blev den i juli 2017 øget til 1,25 pct. med virkning fra 1. august 2018. En kontracyklisk kapitalbuffer på 0,5 pct. vil være gældende i Litauen fra 31. december 2018.

I 2017 ajourførte ECB, de nationale myndigheder og Financial Stability Board i samråd med Baselkomiteen for Banktilsyn den årlige vurdering af de globale systemisk vigtige banker (G-SIB'er) i eurolandene. Vurderingen medførte, at syv banker i Tyskland, Spanien, Frankrig, Italien og Holland blev klassificeret i gruppe 1, 2 og 3 efter de internationalt aftalte G-SIB-grupper. Det indebærer en kapitalbuffer på henholdsvis 1,0 pct., 1,5 pct. og 2,0 pct.[64] Disse kapitalbuffersatser gælder fra 1. januar 2019 med en indfasningsperiode.

ECB vurderede også de nationale myndigheders beslutninger om kapitalbuffere for 109 andre systemisk vigtige institutioner (O-SII'er).[65] Styrelsesrådet er enig i de nationale myndigheders beslutninger.

Med henblik på at øge gennemsigtigheden i ECB's makroprudentielle politik fortsatte ECB med at udgive sin halvårlige Macroprudential Bulletin. Tredje udgave af publikationen gav et indblik i ECB's makroprudentielle værktøjer og overvejelser ved at fokusere på: i) ECB's mindstekravsmetode til fastsættelse af kapitalbuffere for identificerede O-SII'er, ii) kvalitetssikring af stresstest fra et top-down-perspektiv, og iii) eksponeringen af en eventuel europæisk indskudsgarantiordning over for bankers konkurser og fordelene ved risikobaserede bidrag. Den fjerde udgave undersøgte: i) den kortsigtede effekt af et minimumskrav til nedskrivningsegnede passiver (MREL) på de finansielle markeder og bankerne i relation til finansiel stabilitet, ii) en model, der er udviklet til at vurdere effekten af ændringer i bankernes kapitalisering, alt efter om bail-in eller bail-out finder anvendelse, og iii) de makroprudentielle aspekter af ECB's nylige udtalelser om Europa-Kommissionens forslag til ændring af EU's bankregler.

For yderligere at forbedre sin kommunikation over for offentligheden begyndte ECB i 2017 at offentliggøre en oversigt over gældende makroprudentielle tiltag i lande, der er underlagt ECB Banktilsyn, på sit websted. ESRB's websted indeholder samme oplysninger, også for EU-lande uden for euroområdet.

Samarbejde med 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. ECB bidrog til ESRB's løbende identifikation og overvågning af potentielle systemiske risici. Blandt andet var ECB en del af formandskabet for den ekspertgruppe under ESRB's rådgivende tekniske udvalg, som udarbejdede rapporten "Resolving non-performing loans in Europe", der udkom i juli 2017. Rapporten peger på makroprudentielle forhold og forhold vedrørende finansiel stabilitet, som skyldes forhøjede beholdninger af misligholdte lån og hindringer for afvikling af disse. Rapporten kommer også med praktiske anvisninger til beslutningstagere om de skridt, der skal tages for at finde en overordnet løsning på problemet med misligholdte lån.

---

64 G-SIB-oversigten for 2017 findes på Financial Stability Board's websted.

65 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 også til ESRB-rapporten "Financial stability implications of IFRS 9", som ligeledes udkom i juli 2017. Rapporten blev udarbejdet på foranledning af Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg og analyserer den potentielle betydning for den finansielle stabilitet af at indføre en ny regnskabsstandard, IFRS (International Financial Reporting Standard) 9. I rapporten konkluderes det, at IFRS 9 samlet set forventes at have en betydelig positiv effekt på den finansielle stabilitet, idet den fører til tidligere indregning af kredittab. Ikke desto mindre peger rapporten også på flere praktiske udfordringer i forhold til at opnå de forventede fordele samt en række potentielt procykliske effekter.

ECB støttede også ESRB's analyse af data, som ESRB har til rådighed i henhold til forordningen om europæisk markedsinfrastruktur. Fire forskningspublikationer baseret på disse data blev offentliggjort i 2017.[66]

Læs mere om ESRB på dets websted og i dets årsrapport for 2016.

3.3 ECB's bidrag til regulatoriske tiltag

I overensstemmelse med sit mandat ydede ECB i 2017 betydelige analytiske og politiske bidrag til en række reguleringsmæssige tiltag på internationalt og europæisk plan. De vigtigste reguleringsspørgsmål for ECB i 2017 var bl.a.: i) færdiggørelsen af Baselkomiteens kapital- og likviditetsrammer for banker (Basel III), ii) revision af den mikro- og makroprudentielle regulering af banker i EU, iii) revision af krisestyrings- og afviklingsrammerne, iv) arbejdet hen imod fuldførelse af bankunionen og v) etableringen af retlige rammer for ikke-bankaktiviteter. Desuden bidrog ECB til drøftelserne om EU's fremtidige regulatoriske rammer vedrørende genopretning og afvikling af samt tilsyn med centrale modparter (se afsnit 4.2 og 9.2) og til gennemgangen af Det Europæiske Finanstilsynssystem (ESFS).

Færdiggørelsen af Basel-rammerne for kapital og likviditet

Den 7. december 2017 blev Gruppen af Centralbankchefer og Finanstilsynschefer i Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) enige om en reformpakke til færdiggørelse af Basel III. ECB var aktivt involveret i de politiske drøftelser om færdiggørelsen af Basel III og deltog fuldt ud i analyserne af effekterne. Den færdiggjorte Basel III skal nu gennemføres i alle jurisdiktioner, og fremskridtene skal overvåges nøje. I den forbindelse finder ECB det vigtigt at fastholde det høje niveau for internationalt samarbejde, der har kendetegnet indsatsen siden krisen, da globale standarder er nøglen til finansiel stabilitet.

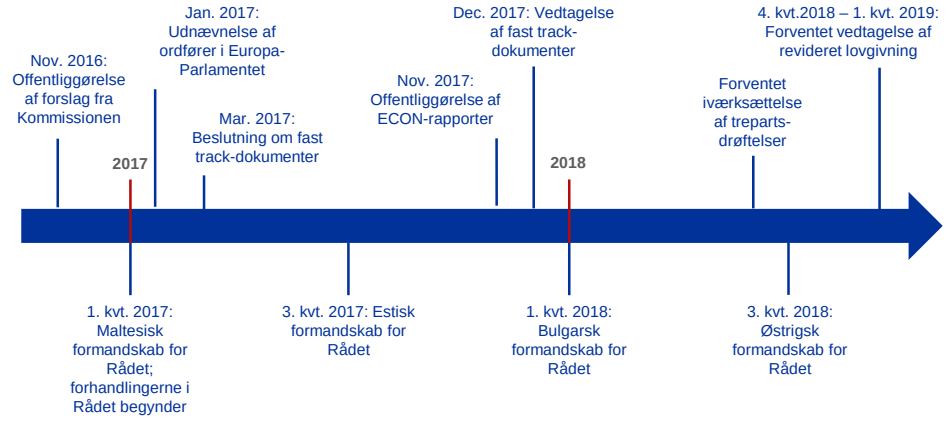
66 "Compressing over-the-counter markets", "Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market", "Syndicated loans and CDS positioning" og "Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives".

Revision af de mikro- og makroprudentielle retlige rammer for banker i EU

Den 23. november 2016 offentliggjorde Europa-Kommissionen en omfattende pakke med reformforslag til banklovgivningen med henblik på yderligere at styrke banksektorens robusthed og fremme den finansielle integration i EU.[67] Forslaget indebærer gennemførelse af centrale elementer af den globale reformdagsorden i europæisk lovgivning. Det drejer sig bl.a. om solvens- og likviditetskrav til banker, som er udviklet af BCBS, herunder en langsigtet likviditetskvote (net stable funding ratio), gearingsgrad og en gennemgående undersøgelse af handelsbeholdningen. Desuden vil forslaget medføre yderligere ændringer af tilsynsrammerne på en række områder, herunder tilsynsmyndighedernes beføjelser (søjle 2-rammerne), samt bestemmelserne om kapitalundtagelser, intermediære moderselskaber (intermediate parent undertakings, IPU), nationale valgmuligheder og skøn, forholdsmæssighed og behandlingen af tredjelandskoncerner.

Diagram 1

Oversigt over vigtige begivenheder



Kilde: ECB.
Anm.: ECON er Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg.

I november 2017 offentliggjorde ECB sin udtalelse om forslagene. Udtalelsen understreger vigtigheden af at gennemføre BCBS-standarderne i EU's retlige regler for at sikre lige vilkår globalt. Desuden foreslår ECB, at der indføres bestemmelser om gennemgang af alle standarder, hvor drøftelserne stadig er i gang på BCBS-niveau.

67 Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2013/36/EU med hensyn til fritagne enheder, finansielle holdingselskaber, blandede finansielle holdingselskaber, aflønning, tilsynsforanstaltninger og -beføjelser og kapitalbevaringsforanstaltninger, og forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 575/2013 med hensyn til gearingsgrad, net stable funding ratio, krav til kapitalgrundlag og nedskrivningsrelevante passiver, modpartskreditrisiko, markedsrisiko, eksponeringer mod centrale modparter, eksponeringer mod kollektive investeringsselskaber, store eksponeringer og indberetnings- og oplysningskrav og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

Hvad angår gennemgangen af søjle 2-rammerne, er ECB af den opfattelse, at Kommissionens forslag ganske vist tager sigte på at fremme den tilsynsmæssige konvergens yderligere, men også indebærer for stramme regler for tilsynsmæssige foranstaltninger på væsentlige områder. Det er vigtigt, at tilsynsmyndighederne har tilstrækkelig fleksibilitet til at måle risici, beslutte, hvilket krav der skal stilles til yderligere, institutspecifikt kapitalgrundlag, og udøve skøn med hensyn til sammensætningen heraf.

Kommissionens pakke indeholder en række forslag, der påvirker udformningen af de makroprudentielle rammer og deres virkemåde. De foreslåede ændringer understreger det institutspecifikke ved søjle 2-rammerne, som ikke bør anvendes i forhold til systemiske eller makroprudentielle risici. Disse ændringer er særligt vigtige for ECB, idet de bidrager til en bedre afgrænsning af de mikro- og makroprudentielle myndigheders opgaver og instrumenter. ECB mener imidlertid, at fjernelse af søjle 2 fra den makroprudentielle værktøjskasse bør ledsages af målrettede revisioner af de makroprudentielle rammer, og at de makroprudentielle myndigheder bør have et tilstrækkeligt udvalg af instrumenter til aktivt at kunne gøre noget ved systemiske risici.

Revision af krisestyrings- og afviklingsrammerne

Kommissionens forslag om reform af banklovgivningen indeholder flere ændringer af EU-rammerne for genopretning og afvikling, som skal finjustere de eksisterende regler på centrale områder som: i) ændring af minimumskravet til nedskrivningsegnede passiver (MREL) og gennemførelsen af standarden vedrørende samlet tabsabsorberende kapacitet (total loss-absorbing capacity, TLAC) for globalt systemisk vigtige banker, ii) indførelse af to nye harmoniserede beføjelser i forbindelse med redskabet til betalingsudsættelse, som tildeles henholdsvis den kompetente myndighed og afviklingsmyndigheden, og iii) øget harmonisering af kreditorhierarkiet ved at indføre en ny klasse af "ikke-privilegeret" seniorgæld, som rangerer efter eksisterende usikret seniorgæld, men foran efterstillet gæld.

ECB's udtalelser om forskellige aspekter af Kommissionens forslag blev offentliggjort i marts og november 2017.

Hvad angår ændringen af MREL og gennemførelsen af TLAC, er følgende aspekter vigtige for ECB: i) indførelse af en sikkerhedsmargin i MREL-kravet og afskaffelse af MREL-vejledningen, ii) en klarere skelnen mellem afviklings- og tilsynsmyndighedens opgaver og beføjelser i specifikke sammenhænge (fx MREL-overtrædelse, pålæggelse af betalingsudsættelse), iii) anvendelse af den foreslåede undtagelse fra restriktionerne vedrørende det maksimale udlodningsbeløb (MUB) – i tilfælde af manglende overholdelse af det kombinerede bufferkrav oven i MREL-kravet – i en periode på 12 måneder og iv) indførelse af en passende minimumsovergangsperiode, inden for hvilken alle kreditinstitutter skal sikre overholdelse af MREL, og som afviklingsmyndigheden vil kunne forlænge fra sag til sag.

Selv om Kommissionens forslag vedrørende de to nye harmoniserede beføjelser i forbindelse med redskabet til betalingsudsættelse overvejende støttes, foreslår ECB i sin udtalelse af 8. november 2017 yderligere ændringer til omfanget og varigheden af betalingsudsættelse forud for afvikling samt afkobling af beføjelserne i forbindelse med betalingsudsættelse fra tidlig intervention.

Hvad angår forslagene om rækkefølgen af usikrede gældsinstrumenter i tilfælde af konkurs, foreslår ECB i sin udtalelse af 8. marts 2017 at indføre en generel regel om indskyderpræference, som er baseret på en trinvis fremgangsmåde, ved at indføre en tredje prioritet for andre indskud end dem, der aktuelt er foranstillet i henhold til direktivet om genopretning og afvikling af banker.

På internationalt plan bidrog ECB aktivt til drøftelserne i Financial Stability Board (FSB) forud for offentliggørelsen af vejledende principper, der skal hjælpe myndighederne med at gennemføre FSB's standard om "internal TLAC" (dvs. den tabsabsorberede kapacitet, som enheder skal dedikere til væsentlige undergrupper) og den sjette rapport om gennemførelse af afviklingsreformer efter krisen.

Arbejdet med fuldførelse af bankunionen

ECB bidrog til de fortsatte drøftelser om fuldførelse af bankunionen. I den forbindelse støtter ECB de langsigtede mål i den meddelelse fra Kommissionen, der blev offentliggjort den 11. oktober 2017.

Det er vigtigt, at der tages yderligere afgørende skridt i retning af fuldførelse af bankunionen, så fordelene ved en fuldt udbygget bankunion kan opnås. I den sammenhæng bør risikoreduktion og risikodeling udvikle sig parallelt, da de er gensidigt forstærkende. ECB deltager i drøftelserne om de foreslåede tiltag til risikoreduktion og er kommet med udtalelser om emnet. Derudover er en europæisk indskudsgarantiordning i den fuldt udbyggede fase et ufravigeligt krav i forbindelse med fuldførelsen af bankunionen, som det også nævnes i den relevante udtalelse fra ECB. Det er også vigtigt for ECB, at der hurtigst muligt etableres en fælles bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond, og i den forbindelse yder ECB teknisk støtte til det igangværende kvantitative arbejde med at estimere banksektorens kapacitet til at tilbagebetale en sådan bagstopper. Endelig er der spørgsmålet om misligholdte lån. På dette område har ECB bl.a. offentliggjort en vejledning til banker og bedt om at få udarbejdet en vejledende plan vedrørende et porteføljeforvaltningsselskab, der kan gennemføres på nationalt plan.

Etablering af retlige rammer for ikke-bankaktiviteter

På globalt plan bidrog ECB til arbejdet i regi af BIS' Committee on the Global Financial System om repomarkedets funktion ved at levere en dybdegående analyse af, hvordan lovgivningsmæssige reformer påvirker repomarkedet. ECB støttede også aktivt arbejdet i FSB og International Organization of Securities Commissions med de strukturelle sårbarheder, der opstår som følge af porteføljeforvaltning, i lyset af

den stigende betydning af denne del af det finansielle system og behovet for at udvikle nye makroprudentielle værktøjer til at mindske risici for den finansielle sektor, som ikke stammer fra banksektoren.

På europæisk plan offentliggjorde Den Europæiske Banktilsynsmyndighed sin udtalelse om udformningen og kalibreringen af de nye tilsynsrammer for investeringsselskaber, som skal skræddersys til investeringsselskabernes forskellige forretningsmodeller og deres indbyggede risici. ECB støtter arbejdet med at sikre, at tilsynsreglerne opfanger alle relevante risici i forbindelse med tilsynet samt eventuelle systemiske risici, som investeringsselskaber udgør. I den forbindelse gjorde Kommissionen det i sin meddelelse af 11. oktober 2017 klart, at den vil foreslå, at store investeringsselskaber, der udfører banklignende aktiviteter, betragtes som kreditinstitutter og underlægges europæisk banktilsyn.

Gennemgang af Det Europæiske Finanstilsynssystem

ECB bidrog til drøftelserne om en gennemgang af ESFS. Kommissionen vedtog i september 2017 en række forslag til styrkelse af ESFS. Forslagene skal ændre de forordninger, der førte til etableringen af de tre Europæiske Tilsynsmyndigheder (ESA'er) og ESRB, og desuden tilpasse direktivet om forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II) og forordningen om europæisk markedsinfrastruktur II. De generelle formål med gennemgangen er at sikre intensiveret tilsynsmæssig konvergens i EU, forbedre ESA'ernes ledelse og finansieringsstruktur, fremme yderligere markedsintegration, styrke ESRB's effektivitet og styrke den makroprudentielle koordinering. ECB offentliggjorde sin udtalelse om gennemgangen af ESRB-forordningen den 2. marts 2018.

3.4 ECB's mikroprudentielle funktion

Hele 2017 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 høj andel af misligholdte lån udgjorde fortsat en alvorlig udfordring i visse eurolande, idet disse lån reducerer bankernes indtjening og deres evne til at finansiere økonomien. Derfor har det fra starten været en prioritet for ECB Banktilsyn at løse problemet med misligholdte lån, og i 2017 blev der taget et stort skridt i retning mod at nå dette mål. I marts 2017 offentliggjorde ECB Banktilsyn kvalitative retningslinjer for bankerne med hensyn til misligholdte lån. Og med sigte på at forhindre en fremtidig opbygning af utilstrækkeligt dækkede misligholdte lån sendte ECB Banktilsyn fra oktober til december 2017 et tillæg til retningslinjerne i offentlig høring. Tillægget beskriver ECB's generelle tilsynsmæssige forventninger med hensyn til hensættelser for nye misligholdte lån, der skal anvendes til vurdering fra sag til sag af de enkelte bankers hensættelsespolitik.

En anden udfordring skyldes Storbritanniens beslutning om at forlade EU, der vil påvirke banker både i Storbritannien og i euroområdet. ECB har derfor søgt at sikre, at alle de berørte banker har tilstrækkelige beredskabsplaner. I den forbindelse har ECB udviklet politiske strategier inden for områder som autorisationer, interne modeller, intern ledelse, risikostyring samt genopretningsplaner. For at sikre gennemsigtighed er der offentliggjort detaljerede ofte stillede spørgsmål på ECB Banktilsyns websted og afholdt workshops med de berørte banker fra Storbritannien og euroområdet for at informere dem om ECB's tilsynsmæssige forventninger.

På grund af de interne modellers betydning for beregningen af bankernes kapitalkrav fortsatte ECB Banktilsyn sin målrettede gennemgang af interne modeller (TRIM) i 2017. Formålet med den målrettede gennemgang af interne modeller er: i) at sikre, at de interne modeller, som bankerne anvender, overholder de lovgivningsmæssige standarder, ii) at harmonisere den tilsynsmæssige behandling af interne modeller og iii) at sikre, at de interne modellers resultater kan tilskrives faktiske risici og ikke modelvalg. Når gennemgangen af de interne modeller er afsluttet, vil den øge tilliden til, at bankernes kapitalkrav er tilstrækkelige.

I 2017 erklærede ECB tre store banker i euroområdet for nødlidende eller forventeligt nødlidende. Der var tale om de første nødlidende signifikante banker efter etableringen af Den Fælles Afviklingsmekanisme, og det nye system bestod sin første prøve. ECB, Den Fælles Afviklingsinstans, Europa-Kommissionen og de nationale afviklingsmyndigheder samarbejdede effektivt og gnidningsfrit.

Den tredje søjle i bankunionen – en europæisk indskudsgarantiordning (EDIS) – mangler stadig at blive etableret. Der skal være et ensartet niveau for beskyttelse af indskud i EU. Det er afgørende for at skabe en ægte europæisk banksektor.

Yderligere oplysninger om ECB Banktilsyn findes i Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2017.

4 Betalingsinfrastruktur og betalinger

Hvad betalingsinfrastruktur og betalinger angår, spiller Eurosystemet en central rolle på tre områder – som operatør, katalysator og overvåger. Som operatør og katalysator skaber Eurosystemet grundlag for innovation og integration af betalingsinfrastruktur og betalinger i Europa. Som overvåger arbejder det på at fremme sikre og effektive betalingsinfrastrukturer og betalinger. En velfungerende betalingsinfrastruktur inden for Eurosystemet er afgørende for at bevare tilliden til euroen og understøtte de pengepolitiske operationer. Hvad angår betalingsinfrastruktur og betalinger, spiller Eurosystemet også en vigtig rolle i forhold til at sikre stabiliteten af det europæiske finansielle system og styrke den økonomiske aktivitet.

4.1 Innovation og integration af betalingsinfrastruktur og betalinger

I mere end 10 år har Eurosystemet i tæt samarbejde med Europa-Kommissionen og den private sektor arbejdet på at integrere de europæiske betalingsinfrastrukturer og betalingssystemer, der tidligere var meget fragmenterede. Arbejdet er stadig i gang, og der er et stykke vej endnu. Men Eurosystemet er nu nået dertil, at resultaterne begynder at blive synlige.

Target2, Eurosystemets bruttoafviklingssystem for betalinger i euro, har i høj grad bidraget til denne europæiske integrationsproces og omtales tit som "euroens realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system)". I november 2017 var det 10 år siden, det blev sat i drift. Target2 behandlede 89 pct. (målt i værdi) og 63 pct. (målt i volumen) af de transaktioner, som betalingssystemer for store beløb afviklede i euro i 2017. Det gør det til et af verdens største betalingssystemer og det system, som har den største markedsandel i Europa.

Den sidste migreringsbølge til Target2-Securities (T2S) markerede afslutningen på et projekt, der har bidraget til at integrere den tidligere meget fragmenterede europæiske værdipapirafviklingsinfrastruktur. Ultimo oktober 2017 var 21 værdipapircentraler fra 20 europæiske markeder aktive på T2S. Efter den sidste migreringsbølge behandlede T2S i gennemsnit 556.684 transaktioner om dagen til en gennemsnitlig daglig værdi af 812,02 mia. euro[68].

Ud over at have afsluttet migreringen til T2S har Eurosystemet i sin rolle som katalysator arbejdet for at harmonisere T2S-markederne. Denne indsats bidrager væsentligt til, at det europæiske marked virkelig bliver ét stort hjemmemarked set fra et post-trade-perspektiv.

Desuden er Eurosystemet nået til enighed om forslag til harmoniserede procedurer og arbejdsgange for forvaltning af sikkerhedsstillelse. Dette betydelige harmoniseringsarbejde har dannet grundlag for udvikling af Eurosystemets system til forvaltning af sikkerhedsstillelse (ECMS), et projekt, der blev godkendt af ECB's styrelsesråd i december 2017. Med ECMS kommer der et harmoniseret sikkerhedsstillelsessystem for hele Eurosystemet, og de funktioner, der harmoniseres inden lanceringen, vil kunne erstatte de tilsvarende funktioner i de 19 nationale centralbankers eksisterende systemer. Ændringer af de eksisterende rammer for sikkerhedsstillelse gennemføres på en ensartet måde i hele euroområdet. De samme data vil blive anvendt på rammerne for risikokontrol. Systemet skal efter planen lanceres i november 2022.

Samtidig med at markedsintegrationen i Europa er i fuld gang, gennemgår betalingsinfrastruktur og betalinger hastige teknologiske forandringer. For at sikre, at Eurosystemets betalingsinfrastruktur også er tidssvarende i de kommende år, besluttede Styrelsesrådet i december 2017, at Target2 og T2S skulle konsolideres. Det vil betyde en væsentlig opgradering af RTGS-tjenesterne i Target2. Likviditetsstyring bliver lettere for markedsdeltagere i hele Eurosystemet, driftsomkostningerne bliver lavere, og cyberrobustheden styrkes (se boks 8).

[68] Tallene er baseret på daglige data for perioden 19. september til 29. december 2017 og inkluderer afviklede og delvis afviklede transaktioner samt likviditetsoverførsler.

I forbindelse med konsolideringen af Target2 og T2S er Eurosystemet i færd med at udvikle en fælleseuropæisk straksbetalingstjeneste i centralbankpenge. Target-straksbetalingstjenesten (Target instant payment settlement – TIPS), som skal lanceres i november 2018, vil sikre, at betalinger kan afvikles straks på tværs af Europa. Det vil yderligere fremme integration og innovation på markedet for detailbetalinger i Europa.

Skabelsen af det fælles eurobetalingsområde (SEPA) førte til integration af detailbetalingsmarkedet, hvad angår de basale detailbetalingsinstrumenter, og dannede dermed grundlag for udviklingen af nye betalingsløsninger. Eurosystemet har – i sin rolle som katalysator – hele tiden forsøgt at fremme integration og innovation inden for detailbetalinger i Europa. I regi af Euro Retail Payments Board – et dialogforum på højt plan med deltagelse af leverandører af betalingstjenester og brugere og med ECB i forsædet – blev SEPA Instant Credit Transfer lanceret i november 2017. Der er også en indsats i gang for at gøre det lettere at foretage mobilbetalinger mellem personer, initiere betalinger (i regi af det reviderede betalingstjenestedirektiv – PSD2[69]), standardisere kort, give detailbetalingsbrugere bedre adgang til detailbetalingstjenester og gøre det muligt at udstede e-fakturaer på tværs af Europa.

Betydningen af distributed ledger-teknologi (DLT) for Europas betalingsinfrastruktur er blevet undersøgt nærmere. En intern fintech-gruppe i ECB overvåger det analytiske arbejde vedrørende potentielle digitale penge. Eurosystemet arbejder også på at afdække konsekvenserne af fintech for betalinger, overvågningsaktiviteter, gennemførelsen af pengepolitikken og finansielle risici. Desuden er der gennemført omfattende analyser af, om specifikke eksisterende funktioner i et RTGS-system kan køre i et DLT-miljø på en sikker og effektiv måde[70]. Selv om testserien viste lovende resultater, kan der ikke drages nogen direkte konklusioner med hensyn til en mulig produktionsmæssig anvendelse. En rapport om den potentielle betydning af DLT for harmoniseringen af værdipapirefterhandel og for yderligere integration af de finansielle markeder i EU[71] ser på anvendelsen af DLT på områder som endelig afregning, cybersikkerhed og rapportering og føjer dermed nye aspekter til drøftelserne af, hvordan denne teknologi kan bruges til at integrere EU's finansielle markeder yderligere.

4.2 Betalingsinfrastrukturens og betalingernes sikkerhed

ECB er den øverste tilsynsmyndighed for tre systemisk vigtige betalingssystemer, nemlig Target2, Euro1 og Step2, mens Banque de France fører tilsyn med Core (FR), euroområdets fjerdestørste systemisk vigtige betalingssystem. Eurosystemet fortsatte sit arbejde med den første omfattende vurdering af systemerne i henhold til forordningen om overvågningskrav for systemisk vigtige betalingssystemer.

69 Bestemmelserne i PSD2 trådte i kraft i januar 2018.

70 Se "Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment", ECB/Bank of Japan, september 2017, og "BOJ/ECB joint research project on distributed ledger technology", ECB/Bank of Japan, september 2017.

71 Se "The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration", ECB, september 2017.

Eurosystemet fortsatte også den koordinerede vurdering af ikke-systemisk vigtige detailbetalingssystemer samt de indenlandske og internationale kortbetalingssystemer og påbegyndte vurderingen af SEPA Instant Credit Transfer.

Hvad angår T2S, gennemførte Eurosystemet i samarbejde med andre myndigheder overvågningsaktiviteter relateret til T2S, da systemet blev lanceret, og desuden blev værdipapircentralernes trinvise migration til T2S overvåget.

Med hensyn til værdipapirafviklingssystemer er Eurosystemet i sin egenskab af centralbank for udstedelse af euro involveret i processen med at udstede tilladelser til værdipapircentralerne (CSD'erne) i henhold til CSD-forordningen. Desuden har Eurosystemet udviklet et nyt regelsæt til godkendelse af værdipapirafviklingssystemer og deres links i forbindelse med Eurosystemets kreditoperationer. De nye regler skal indføres i 2018 og er i høj grad baseret på den tilladelsesprocedure, som er fastlagt i CSD-forordningen.

I relation til centrale modparter er Eurosystemet fortsat med at bidrage til aktiviteterne i de kollegier af myndigheder, der er oprettet i henhold til forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR). Navnlig har Eurosystemet støttet de nationale kompetente myndigheder i forbindelse med at give de centrale modparter tilladelse til at udvide aktiviteterne og tjenesterne og til at lave væsentlige ændringer i deres modeller.

På det lovgivningsmæssige område kom der i november 2017 ændringer til forordningen om overvågningskrav for systemisk vigtige betalingssystemer samt understøttende retsakter vedrørende sanktioner og korrigerende tiltag. De væsentligste ændringer til forordningen vedrører yderligere krav om mindskelse af likviditetsrisikoen og om cyberrobusthed samt tildeling af flere bemyndigelser til de kompetente myndigheder.

Hvad angår regulering af detailbetalinger, forberedte Den Europæiske Banktilsynsmyndighed i tæt samarbejde med ECB bl.a. et udkast til en reguleringsmæssig teknisk standard (RTS) om stærk kundeautentifikation og om fælles og sikker kommunikation under PSD2. Når de er godkendt, vil de sikkerhedstiltag, der beskrives i RTS'en, gælde fra 18 måneder efter RTS'ens ikrafttræden.

I fremtiden forventes de risici, som clearingsystemer, navnlig centrale modparter, udgør i forhold til betalingssystemernes drift, at stige. Disse risici kan i sidste ende påvirke Eurosystemets primære målsætning om at holde priserne stabile. Hvad de centrale modparter angår, blev to forslag til en revideret EMIR vedtaget af Europa-Kommissionen i 2017 (se også afsnit 3.3 og 9.2). Det første forslag skal lette rapporterings- og clearingkravene for visse modparter ud fra et princip om proportionalitet. Det andet forslag skal forbedre EU-rammerne for at give tilladelse til og føre tilsyn med centrale modparter i EU og at styrke kravene til systemisk vigtige centrale modparter med hjemsted i tredjelande. Sidstnævnte er særligt vigtigt i lyset af de betydelige mængder eurodenominerede transaktioner, der cleares af centrale modparter i Storbritannien, som efter Storbritanniens udtræden af Den Europæiske Union ikke længere vil være underlagt lovgivnings- og tilsynsrammerne i EMIR. Hvis

det vedtages, vil Europa-Kommissionens forslag bl.a. tildele Eurosystemet en større rolle i forbindelse med tilsyn med centrale modparter fra både EU-lande og lande uden for EU. Hvis Eurosystemet skal være i stand til at varetage denne rolle, er det yderst vigtigt, at det har de nødvendige bemyndigelser i henhold til traktaten og til ESCB- og ECB-statutten. For at give ECB klar juridisk kompetence i forhold til central clearing har Styrelsesrådet vedtaget en henstilling om at ændre ovennævnte statuts artikel 22.

Boks 7
Straksbetalinger og nye detailbetalingsløsninger

Straksbetalinger

SEPA Instant Credit Transfer (SCT Inst) blev lanceret i november 2017. Det giver markedet for detailbetalinger et fælles grundlag for at levere innovative produkter og tjenester, der skaber værdi for kunderne og øger konkurrencen mellem leverandører af betalingstjenester. Fra starten har ca. 600 leverandører af betalingstjenester fra otte eurolande tilmeldt sig SCT Inst, så de som minimum kan nås via SCT Inst-betalinger. Flere leverandører fra andre lande følger i 2018, 2019 og senere.

Detailbetalingsløsninger baseret på SCT Inst vil gøre det muligt for kunder – forbrugere, virksomheder og offentlige institutioner – at sende og modtage kontantløse betalinger på tværs af Europa på under 10 sekunder. Betalingerne krediteres omgående modtagerens konto og kan derfor straks bruges til andre transaktioner.

På grundlag af SCT Inst kan der blive udviklet nye løsninger til betalinger mellem personer, mellem personer og virksomheder via terminaler og e-handel samt mellem virksomheder. Et eksempel på en sådan nyskabende løsning er mobilbetalinger mellem personer, hvor modtagerens mobilnummer anvendes i stedet for IBAN-nummeret. De innovative løsninger kan potentielt udvides til også at omfatte betalinger mellem personer og virksomheder, fx ved betaling for tjenester, der leveres i hjemmet eller på et salgssted. Ved e-handel betyder straksbetaling, at netbutikker kan frigive varer og tjenester, så snart betalingen modtages. I forbindelse med betalinger mellem virksomheder kan straksbetalinger forbedre pengestrømmen og optimere styringen af driftskapitalen. Generelt betyder sådanne løsninger, at der bliver færre forsinkede betalinger, og at fakturaer betales hurtigere.

SCT Inst-betalinger opfylder ikke bare kravet om, at det skal gå hurtigt, de er også sikre og effektive. SCT Inst overvåges af Eurosystemet. Den bagvedliggende markedsinfrastruktur, som også overvåges af Eurosystemet, sikrer, at SCT Inst-betalinger håndteres og afvikles sikkert og effektivt i hele Europa. Afvikling finder sted i centralbankpenge.

Nye detailbetalingsløsninger

I forbindelse med innovation inden for detailbetaling er det vigtigt at skelne klart mellem udvikling af betalingsinstrumenter og -løsninger, som er underlagt EU-lovgivning og denomineret i en valuta, der repræsenterer et krav mod den udstedende centralbank, på den ene side og fremkomsten af virtuelle valutasystemer som bitcoin på den anden side. Begrebet "virtuel valuta" er misvisende, da disse valutaer i modsætning til ægte valutaer ikke udgør et krav mod en udsteder. Desuden er der

ikke noget klart lovgrundlag for dem, og de er ikke reguleret. ECB betragter derfor "virtuelle valutaer" som blot en "digital værdiangivelse"[72].

Brugere skal være opmærksomme på, at værdien af "virtuelle valutaer" kan svinge kraftigt, og at spekulation kan bidrage hertil. Det skal også bemærkes, at nogle virtuelle valutaer har et meget højt elforbrug sammenlignet med andre digitale betalingsformer, da algoritmen til at verificere transaktioner kræver betydelig computerkraft og dermed elektricitet.

Lanceringen af straksbetalinger i hele euroområdet vil yderligere skærpe konkurrencen og incitamentet til at tænke nyt i detailbetalingssystemerne i Europa. Betalingerne understøttes af en sikker og pålidelig valuta – euroen. "Virtuelle valutaer" kan derimod betragtes som spekulative aktiver og derfor behæftet med risiko. De understøttes ikke af en udstedende myndighed, og derfor kan man ikke tage det for givet, at de kan bruges som betalingsmiddel, som regningsenhed eller til værdilagring.

Boks 8
Cyberrobustheden i det finansielle system

Digitalisering og globalisering har skabt nye muligheder for enkeltpersoner, virksomheder og offentlige institutioner til at få adgang til og forvalte information, gøre forretninger og kommunikere. Samtidig har den øgede indbyrdes forbundethed, det komplekse it-landskab, de mange brugere og mængderne af data på digitale platforme og i netværk også medført en øget eksponering over for cyberangreb. Cyberangreb på banker, betalingsinfrastrukturer og leverandører af tjenesteydelser er en alvorlig trussel, da de påvirker forbrugere og virksomheder negativt, kan medføre systemiske risici, har indvirkning på den finansielle stabilitet og kan hæmme den økonomiske vækst.

Den stigende opfindsomhed hos angriberne, der hele tiden finder nye muligheder for og metoder til at kompromittere it-systemer, lægger et konstant pres på organisationerne til at forbedre sikkerheden. Det kan fx ske ved at indsamle og analysere viden om trusler og iværksætte forsvarstiltag samt ved at øge kapaciteten til at opdage og imødegå truslerne.

Operationel robusthed – og dermed cyberrobusthed – kræver særlig opmærksomhed. Operationel robusthed indebærer, at en organisation skal være i stand til at forudse, modstå, inddæmme og hurtigt afhjælpe angreb. Det betyder, at organisationen skal kunne arbejde videre før, under og efter en sådan hændelse. Derudover skal den forsøge at minimere eventuelle skader som følge af angrebet.

Den betydelige indbyrdes forbundethed i det finansielle system, både hvad angår forretningsforbindelser og den underliggende it-infrastruktur, betyder, at cyberrobusthed ikke blot er en sag for den enkelte virksomhed. Der er brug for samarbejde og koordinering på det operationelle og det politiske niveau. Hele systemet (betalingsinfrastrukturer, markedsdeltagere og leverandører af kritiske tjenesteydelser) skal inddrages, navnlig i forbindelse med informationsudveksling, genopretning og afprøvning. Eurosystemet ser positivt på samarbejdet på europæisk plan om cybersikkerhed.

[72] Læs mere i Virtual currency schemes – a further analysis, ECB, februar 2015.

Blandt de tiltag, der er gennemført for at håndtere problemet og forbedre cyberrobustheden på eurosystemniveau, bør følgende nævnes:

1. Forbedring af ECB's cyberrobusthed

For ECB er det yderst vigtigt at beskytte fortroligheden og integriteten af bankens data og at sikre tilgængeligheden af dens systemer. Det betyder ikke blot, at ECB skal have solide rammer for operationel risikostyring og it-sikkerhed samt mulighed for at genoprette tekniske funktioner, men også, at der skal udarbejdes planer for forretningsvidereførelse. Planerne viser, hvordan ECB – i tilfælde af vedvarende angreb – prioriterer sine operationer og ressourcer, beskytter sine centrale aktiver og genetablerer funktioner. Desuden er der skabt et systematisk samarbejde mellem centralbanker om at udvikle fælles rammer og politikker for styring af it-sikkerhedsrisici, løbende at analysere den seneste udvikling inden for cybersikkerhed og at reagere på trusler og hændelser.

2. Forbedring af den operationelle robusthed/cyberrobustheden hos banker (under tilsyn)

Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) har gjort det til et krav, at banker under tilsyn indrapporterer væsentlige cyberhændelser. Dermed opnås der et bedre overblik over globale cyberhændelser, der er rettet mod bankerne. De fleste aspekter af cybersikkerhed indgår i SSM's it-risikotilsyn. Det omfatter løbende eksterne tilsyn og risikovurderinger, tematiske og horisontale gennemgange af fokusområder (cybersikkerhed, outsourcing af it, datakvalitet m.m.) og målrettede inspektioner på stedet (af it-risikoområder generelt, men også med fokus på it-sikkerhed og cyberrisiko). Der er ved at blive udarbejdet retningslinjer vedrørende SSM's forventninger i forhold til it-risiko hos væsentlige institutter under dens tilsyn. Desuden arbejder SSM aktivt sammen med lignende tilsynsorganer rundt om i verden og navnlig i Europa ved at dele bedste praksis og samordne politikkerne.

3. Sikring af betalingsinfrastrukturernes cyberrobusthed

Eurosystemets cyberrobusthedsstrategi for betalingsinfrastrukturer hviler på tre søjler: Betalingsinfrastrukturernes parathed, sektorrobusthed og strategisk regulering – brancheinvolvering. Under den første søjle er Eurosystemet i gang med at indføre en harmoniseret tilgang til vurdering af betalingssystemer i euroområdet i forhold til de principbaserede retningslinjer for cyberrobusthed i betalings- og afviklingssystemer, som Udvalget om Betalings- og Markedsinfrastrukturer (CPMI) og International Organization of Securities Commissions (IOSCO) har udstedt. Desuden er Eurosystemet i færd med at udvikle en række værktøjer, som betalingsinfrastrukturoperatører kan bruge til at forbedre deres cyberrobusthed, fx en europæisk ramme for red team-test[73]. Testrammerne, der indføres i 2018, har til formål at sikre standardisering og gensidig anerkendelse af cybertest på tværs af EU, så betalingsinfrastrukturer ikke underkastes mere eller mindre identiske test i alle medlemslande og/eller af forskellige myndigheder. Under den anden søjle arbejder Eurosystemet på at forbedre sektorens samlede cyberrobusthed gennem samarbejde på tværs af grænser/mellem myndigheder, informationsudveksling, kortlægning af sektoren og beredskabsøvelser, der omfatter alle markedets parter. Under den tredje søjle er der

[73] Udtrykket "red team-test" blev oprindeligt brugt af militæret til at beskrive en gruppe, der skulle forsøge at trænge ind i "venligtsindede" installationer og dermed teste deres sikkerhed. I forbindelse med cyberrobusthed er det en øvelse, der efterligner de taktikker, teknikker og procedurer, som rigtige hackere bruger i et forsøg på at få adgang til personer, processer og teknologier i betalingsinfrastrukturer eller hos firmaer for at teste deres evne til at beskytte sig, opdage angrebene og reagere på dem.

oprettet et fælles forum for markedsdeltagere, kompetente myndigheder og leverandører af cybersikkerhedstjenester. Hensigten er, at dette forum skal fremme tilliden og samarbejdet mellem deltagerne og føre til fælles initiativer, der kan forbedre sektorens kompetencer og kapacitet.

Det finansielle systems cyberrobusthed bygger på en fælles indsats fra institutioner, infrastrukturoperatører og myndigheder, men det overordnede ansvar for at sikre cyberrobusthed ligger hos den enkelte finansielle institution eller betalingsinfrastruktur.

5 Finansielle serviceydelser til andre institutioner

5.1 Administration af lån- og udlånstransaktioner

ECB er ansvarlig for administrationen af EU's lån- og udlånstransaktioner indgået under mekanismen for mellemfristet finansiel støtte (MTFA)[74] og den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM)[75]. ECB gennemførte i 2017 rentebetalinger i forbindelse med lånene inden for MTFA. Det samlede udestående beløb under faciliteten pr. 31. december 2017 udgjorde 3,05 mia. euro. I 2017 gennemførte ECB desuden diverse betalinger og rentebetalinger i forbindelse med lånene under EFSM. Det samlede udestående beløb under denne mekanisme pr. 31. december 2017 udgjorde 46,8 mia. euro.

Tilsvarende har ECB ansvaret for administration af betalinger i forbindelse med transaktioner under den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF)[76] og den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM)[77]. ECB gennemførte i 2017 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.[78] Det samlede udestående beløb under denne facilitet pr. 31. december 2017 udgjorde 52,9 mia. euro.

74 I overensstemmelse med artikel 141, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, artikel 17, 21.2, 43.1 og 46.1 i statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank (herefter ESCB-statutten) og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002.

75 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.

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

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

78 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 Hellenske 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.

5.2 Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver

En række finansielle tjenesteydelser blev fortsat udbudt i 2017 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.

I 2017 havde 278 kunder en ERMS-forretningsaftale med Eurosystemet i forhold til 286 i 2016. Med hensyn til selve valutareserveforvaltningen steg de samlede aggregerede beholdninger (som omfatter kontante aktiver og værdipapirbeholdninger), der forvaltes inden for ERMS, med ca. 7 pct. i løbet af 2017 i forhold til ultimo 2016.

6 Sedler og mønter

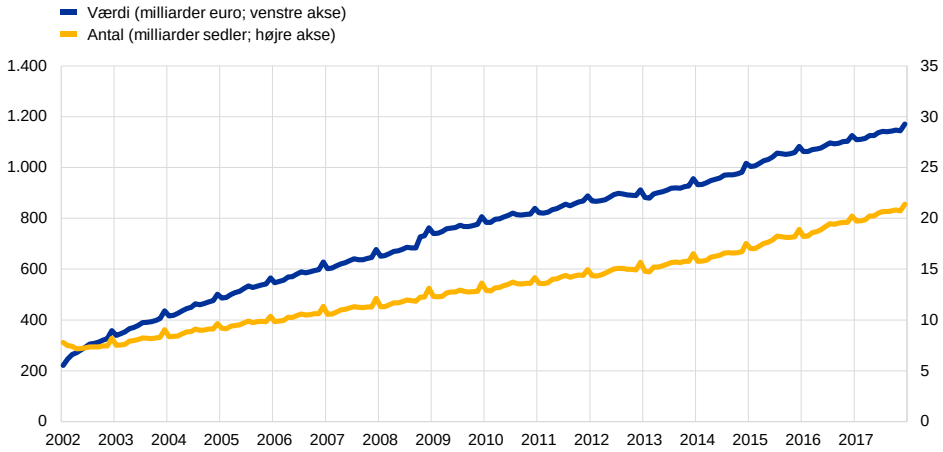
ECB og de nationale centralbanker i euroområdet er ansvarlige for udstedelsen af eurosedler i euroområdet og for at opretholde tilliden til valutaen.

6.1 Cirkulation af sedler og mønter

I 2017 steg antallet og værdien af eurosedler i cirkulation med henholdsvis ca. 5,9 pct. og 4,0 pct. Ultimo året var der 21,4 mia. eurosedler i cirkulation med en samlet værdi på 1.171 mia. euro (se figur 30 og 31). 100-eurosedlen udviste den højeste årsvækst med 7,9 pct. i 2017. Væksten i 50-eurosedlen var med 6,4 pct. fortsat dynamisk, men lavere end året før.

Figur 30

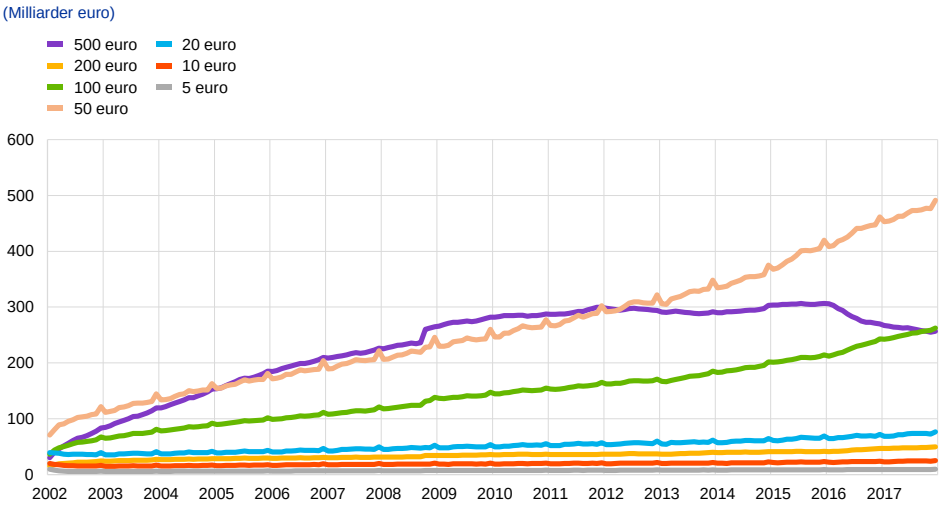
Antal og værdi af eurosedler i cirkulation



Kilde: ECB.

Figur 31

Værdi af eurosedler i cirkulation efter seddelværdi



Kilde: ECB.

Efter beslutningen om at indstille produktionen af 500-eurosedler, når ES2-serien er afsluttet, faldt antallet af 500-eurosedler i cirkulation yderligere i 2017. Faldet blev delvist opvejet af en højere efterspørgsel efter 200-, 100- og 50-eurosedler.

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 5,72 mia. eurosedler i 2017.

I 2017 steg det samlede antal euromønter i cirkulation med 4,2 pct. til 126,0 mia. i slutningen af året. Ultimo 2017 var værdien af de cirkulerende mønter 28,0 mia. euro, hvilket var 4,0 pct. højere end ultimo 2016.

I 2017 kontrollerede euroområdets nationale centralbanker ca. 32,3 mia. eurosedlers ægthed og egnethed og tog ca. 6,1 mia. af dem ud af cirkulation. Eurosystemet bistod fortsat fabrikanter af udstyr til håndtering af pengesedler for at sikre, at deres maskiner opfylder ECB's standarder for kontrol af eurosedlers ægthed og egnethed inden recirkulation. I 2017 kontrollerede kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder omkring 36 mia. eurosedlers ægthed og egnethed ved hjælp af sådanne maskiner.

Boks 9
Euroområdets husholdningers brug af kontanter

Med det stigende antal kortbetalinger og fremkomsten af nye betalingsmuligheder er kontanternes fremtid til debat, og kontanternes rolle i samfundet udfordres. Selv om eurosedler og -mønter har været i omløb i 15 år, ved man ikke ret meget om husholdningernes faktiske brug af kontanter. Derfor gennemførte ECB et omfattende studie[79] for at analysere euroområdets forbrugeres brug af kontanter, kort og andre betalingsinstrumenter på salgssteder[80] i 2016. Studiet er baseret på resultaterne af en undersøgelse, der omfattede alle eurolande på nær Tyskland og Holland, som hver for sig gennemførte lignende undersøgelser i henholdsvis 2014 og 2016. Resultaterne fra disse to lande er integreret i ECB's undersøgelsesresultater med henblik på at kunne præsentere et estimat over antallet og værdien af betalinger i alle 19 eurolande.

I 2016 blev 79 pct. af alle transaktioner (målt på antal) på salgssteder i euroområdet foretaget med kontanter, 19 pct. med kort og 2 pct. med andre instrumenter såsom check, kontooverførsel eller mobilbetaling. Målt i værdi blev 54 pct. af alle transaktioner på salgssteder foretaget med kontanter, 39 pct. med kort og 7 pct. med andre betalingsinstrumenter (fx check). Der er imidlertid store landeforskelle i betalingsadfærden, både hvad angår antallet og værdien af transaktioner (se figur A).

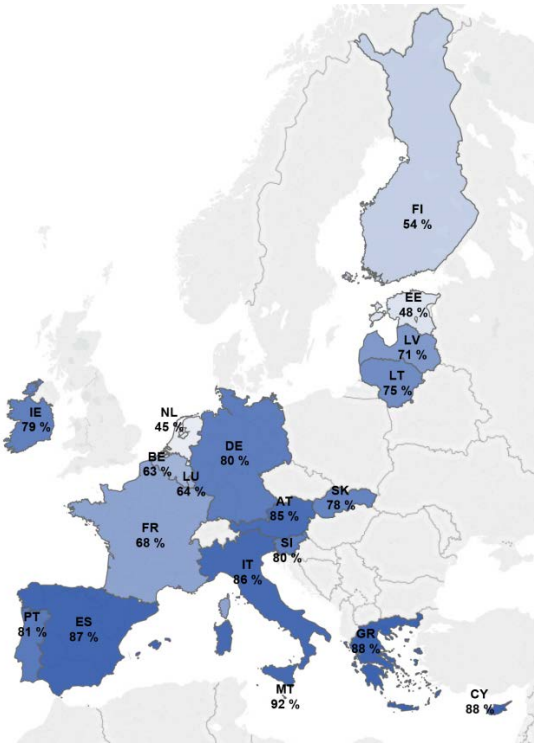
79 Se H. Esselink og L. Hernández, "The use of cash by households in the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 201, ECB, november 2017.

80 Salgssteder er alle fysiske steder, hvor forbrugere kan købe varer eller tjenester (se figur B).

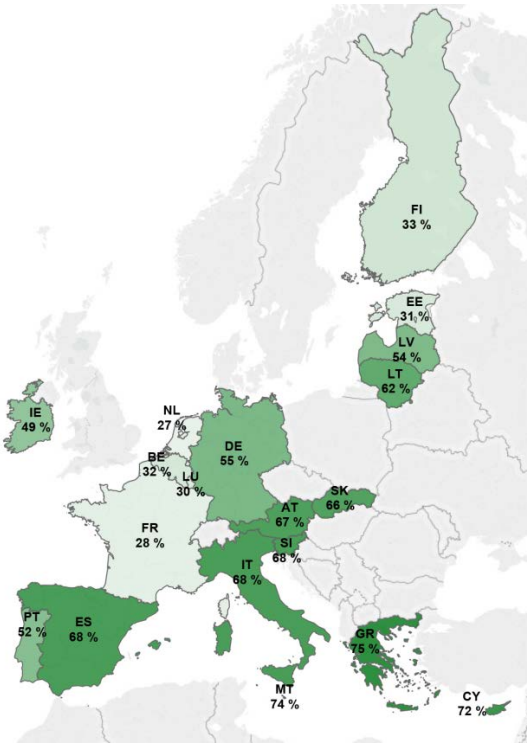
Figur A

Andel af kontante transaktioner på salgssteder fordelt på land

(Antal transaktioner)



(Værdi af transaktioner)



Kilder: ECB, Deutsche Bundesbank og De Nederlandsche Bank.

Kontanter var det mest anvendte betalingsinstrument i euroområdet for beløb på op til 45 euro. For beløb over 45 euro var kort den mest anvendte betalingsmetode. Men kun 9 pct. af de registrerede betalinger havde en værdi på mere end 45 euro. Faktisk viser resultaterne, at forbrugerne i gennemsnit blot brugte 18 euro, hver gang de foretog en betaling med kontanter, kort eller andet betalingsmiddel på et salgssted. Over en tredjedel af betalingerne havde en værdi på under 5 euro, og to tredjedele havde en værdi på under 15 euro.

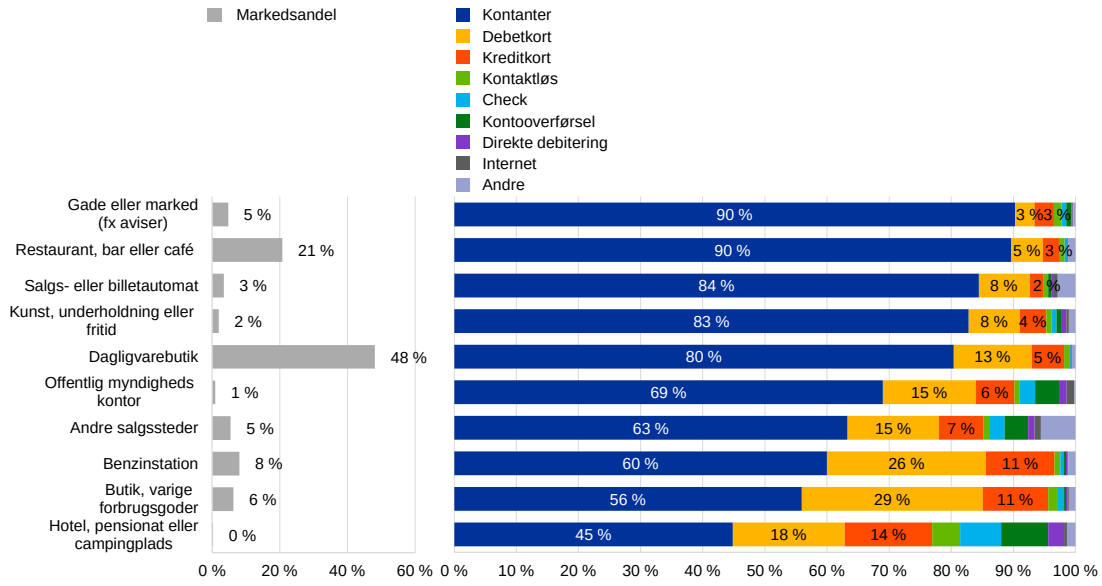
De fleste transaktioner vedrørte køb i dagligvarebutik (48 pct.), efterfulgt af restaurant, bar eller cafe (21 pct.), benzinstation (8 pct.) og køb af varige forbrugsgoder i butik (6 pct.) (se figur B). Den kendsgerning, at de fleste af transaktionerne foregik på steder, hvor mellem 80 og 90 pct. af betalingerne sker med kontanter, sammenholdt med, at to tredjedele af transaktionerne havde en værdi på under 15 euro, kan i nogen grad forklare, hvorfor kontanter bruges mere, end man ofte forestiller sig.

Figur B viser, at 5 pct. af alle betalinger foregik på et "andet salgssted". Det er typisk i servicesektoren (fx frisører, renserier og vvs-firmaer, reparation af biler og cykler eller tjenesteydelser til husholdninger). I nogle lande omfatter denne post også betalinger, der i andre lande typisk ville blive gennemført som fjernbetalinger, fx via kontooverførsler eller direkte debitering. Det drejer sig primært om regelmæssige betalinger til fx husleje, forsyningsselskaber og forsikring, men også betaling for levering af olie eller gas til boligen eller for sundhedsydelser. Af svarene på et spørgsmål i en undersøgelse vedrørende sådanne betalinger fremgik det, at gennemsnitlig 6 pct. af huslejerne, 13 pct. af elregningerne og 31 pct. af regningerne for sundhedsydelser blev betalt kontant i euroområdet (ekskl. Tyskland). Overordet set kan det konkluderes, at regelmæssige betalinger oftere foretages med kontanter i lande med en generelt høj andel af kontantbetalinger.

Figur B

Markedsandele for de primære betalingsinstrumenter, som anvendes på salgssteder – antal transaktioner

(I pct.)



Kilder: ECB, Deutsche Bundesbank og De Nederlandsche Bank.

Alt i alt peger resultaterne på, at brug af kontanter på salgssteder stadig er udbredt i de fleste eurolande. Det stemmer ikke helt overens med opfattelsen af, at kontanter hastigt er ved at blive afløst af kontantløse betalinger. På spørgsmålet om, hvilket betalingsinstrument de foretrak, svarede 32 pct. af respondenterne, at de foretrak kontanter, 43 pct. svarede, at de foretrak kort eller andre kontantløse betalinger, og 25 pct. svarede, at de ikke havde nogen præference. Denne forskel mellem præferencer og faktisk adfærd kan til dels forklares ved, at folk har en tendens til overvejende at huske de store transaktioner, som de ikke foretager så tit, men glemmer, hvor ofte de foretager mindre betalinger med kontanter.

6.2 Falske eurosedler

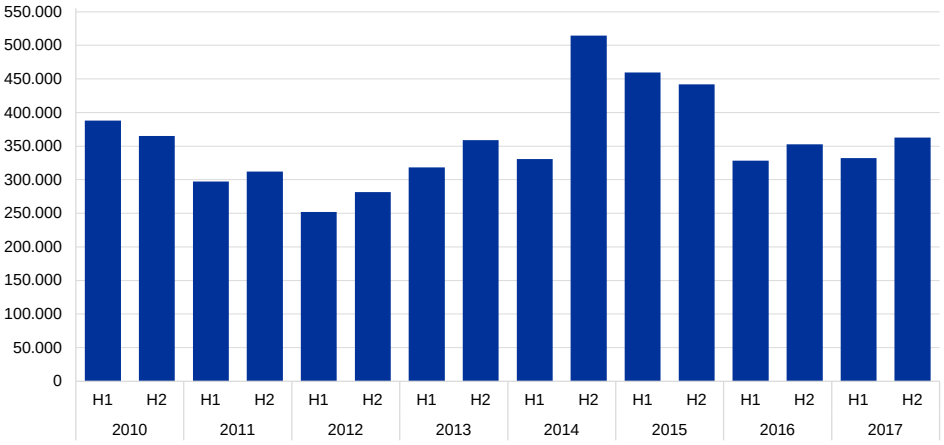
Det samlede antal falske eurosedler steg en smule i 2017, hvor omkring 694.000 falske sedler blev taget ud af cirkulation. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger meget lavt. Figur 32 viser den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der er taget ud af cirkulation. Det er primært 20- og 50-eurosedlen, der forfalskes, og disse to sedler udgjorde i 2017 mere end 85 pct. af det samlede antal fundne falske sedler. Andelen af falske 20-eurosedler faldt i 2017.

ECB råder 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.

Figur 32

Antal falske eurosedler fjernet fra cirkulation



Kilde: ECB.

6.3 Den anden serie eurosedler

Den 4. april 2017 blev den nye 50-euroseddel sat i omløb. Indførelsen af den nye seddel er det seneste tiltag for at gøre eurosedlerne endnu sikrere. Efter 5-, 10- og 20-eurosedlerne er den nye 50-euroseddel den fjerde seddel i den anden serie eurosedler, der kaldes Europa-serien. Den nye seddel har forbedrede sikkerhedselementer, herunder det "smaragdgrønne tal", der viser en lyseffekt, som bevæger sig op og ned og skifter farve, når sedlen vippes, samt et "portrætvindue" – et innovativt element, som blev indført med Europa-seriens 20-euroseddel. Når sedlen holdes op mod lyset, bliver vinduet nær hologrammets top gennemsigtigt, og et portræt af Europa (en figur fra den græske mytologi) kommer til syne. Portrættet kan ses på begge sider af sedlen. Samme portræt går igen i vandmærket.

De nye 100- og 200-eurosedler, der bliver de sidste to sedler i Europa-serien, sættes efter planen i omløb samtidigt i 1. halvår 2019. Efter en gennemgang af eurosedlernes værdier besluttede ECB's styrelsesråd at tage 500-eurosedlen ud af Europa-serien, bl.a. som følge af bekymring om, at denne seddel kunne indgå i ulovlige aktiviteter. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet vil gennemføre en kampagne for at informere offentligheden og kontanthåndterende virksomheder om de nye 100- og 200-eurosedler, som begge vil have nye sikkerhedselementer. Kampagnen vil også gøre opmærksom på, at der ikke længere vil blive udstedt 500-eurosedler. I betragtning af euroens internationale rolle og den udbredte tillid til eurosedler vil den dog, ligesom andre eurosedler, fortsat være gyldig og vil derfor også fortsat kunne anvendes til betalinger og til værdilagring. Alle sedler i den første serie (herunder 500-eurosedlen) bevarer deres værdi, da de i en ubegrænset periode vil kunne veksles i de nationale centralbanker i euroområdet.

ECB og euroområdets nationale centralbanker vil fortsat bistå seddelhåndteringsbranchen med at forberede sig på indførelsen af de nye 100- og 200-eurosedler.

7 Statistik

Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, der er nødvendige for at understøtte pengepolitikken i euroområdet, ECB's tilsynsfunktioner, forskellige andre ESCB-opgaver (Det Europæiske System af Centralbanker) og ESRB-opgaver (Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici). Statistikkerne bruges også af offentlige myndigheder, finansielle markedsdeltagere, medierne og offentligheden. ESCB udsendte også i 2017 regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser statistik for euroområdet. Desuden gjorde ESCB en stor indsats for at opfylde nye krav om meget punktlige og mere granulære statistikker af høj kvalitet på lande-, sektor- og instrumentniveau.

7.1 Nye og forbedrede statistikker for euroområdet

I 2017 begyndte ECB at offentliggøre pengemarkedsstatistik for euroområdet baseret på granulære data indsamlet på baggrund af forordning ECB/2014/48. Statistikkerne dækker det usikrede markedssegment og omfatter samlede omsætningsbeløb og vægtede gennemsnitsrenter for reservekravsperioden samt gennemsnitlige daglige mængder i løbet af reservekravsperioden fordelt på modpartssektor, transaktionstype og løbetid (63 nye serier). Formålet med offentliggørelsen er at øge markedets gennemsigtighed og derved forbedre pengemarkedets funktion.

ECB er også begyndt at offentliggøre statistik om forsikringsselskaber indsamlet i overensstemmelse med forordning ECB/2014/50. Statistikkerne beskriver balancerne hos euroområdets forsikringsselskaber og opdateres hvert kvartal.

I 2017 etablerede ESCB klare regler for offentliggørelse af renter og mængder fra monetære finansielle institutioner (MFI), der sikrer tilstrækkelig og sammenlignelig offentliggørelse af national MFI-rentestatistik (MIR-statistikken) på ESCB-niveau. Det resulterede i en stigning på 1.840 i antallet af MFI-rentestatistikserier, der er offentligt tilgængelige i ECB's Statistical Data Warehouse.

De offentligt tilgængelige konsoliderede bankdata blev udvidet betydeligt i november 2017 med nye poster, der omfatter balance, indtjening, aktivkvalitet, likviditet og solvens.

ECB begyndte også at offentliggøre aggregerede balancedata for finansielle selskaber, der er involveret i udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber i euroområdet. Dataene offentliggøres årligt og er, for visse lande, også tilgængelige kvartalsvis. Både udestående beløb og ændringer i udestående beløb justeret for omklassifikationer offentliggøres.

Macroprudential Database (MPDB) er blevet beriget med et nyt sæt indikatorer, der hovedsagelig vedrører banksektoren, og det betyder, at der nu er mere end 300 tilgængelige indikatorer. Der arbejdes på at udvide MPDB yderligere, især inden for områder med datahuller.

7.2 Øvrig statistisk udvikling

En ny ECB-forordning vil direkte omfatte rapporteringskravene for alle pensionskasser i euroområdet, der indgår i den statistiske definition, som fastsættes i forordningen. ECB's forordning om statistiske rapporteringskrav for pensionskasser vil råde bod på manglerne ved de nuværende kvartalsvise statistikker, der har været offentliggjort siden juni 2011, især for så vidt angår den begrænsede formidling af transaktionsdata på grund af utilstrækkelig datakvalitet. De nye data vil støtte ESCB's udarbejdelse af monetære og finansielle analyser og ESCB's bidrag til det finansielle systems stabilitet.

Mens forslaget blev udarbejdet, blev der holdt flere møder med Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) og pensionsbranchen repræsenteret ved PensionsEurope. I forordningen forventes harmoniseret indsamling af data om pensionskassernes aktiver og passiver fordelt efter geografisk modpart, sektor og løbetid. Både beholdnings- og transaktionsdata vil blive udarbejdet kvartalsvis. Efter en offentlig høring, der fandt sted i perioden mellem slutningen af juli og slutningen af september 2017, og Europa-Kommissionens svar fik Styrelsesrådet forelagt et opdateret udkast i begyndelsen af 2018. Forordningen blev vedtaget af Styrelsesrådet den 26. januar 2018 og offentliggjort i EU-Tidende den 17. februar. Indberetningen af den nye statistik til ECB træder i kraft i begyndelsen af 2019.

ECB meddelte den 21. september 2017, at banken vil offentliggøre en usikret dag til dag-rente inden 2020 baseret på data indsamlet i henhold til ECB's forordning om pengemarkedsstatistik. Denne rente skal supplere eksisterende benchmarkrenter, som produceres af den private sektor, og vil fungere som bagstopper-referencerente. I løbet af de næste to år vil ECB definere de overordnede karakteristika for renten, udvikle en beregningsmetode og teste rentens robusthed. I denne periode vil ECB indgå i gennemsigtig kommunikation bl.a. i form af offentlige høringer.

I 2017 blev kvalitetssikringen af MFI-rentestatistikken styrket med: i) et sæt bedste praksis og et vejledningsdokument om udførelse af kvalitetskontroller, ii) den første ESCB-undersøgelse om nationale centralbankers lokale datakvalitetsproblemer, der skal opdateres hvert andet år, og iii) en forbedret ramme for overholdelse af kravene i forbindelse med MFI-rentestatistikken. En opdateret udgave af manualen for MFI-rentestatistikken[81] blev offentliggjort på ECB's websted i januar 2017 og afspejlede de senere års forbedringer i MFI-rentestatistikken.

[81] Se "Manual on MFI interest rate statistics", ECB, januar 2017.

Arbejdet med opdateringen af ECB's forordning om betalingsstatistik begyndte i 2017. Formålet med opdateringen er at forbedre den statistiske indberetning af betalinger for at sikre, at statistikken fortsat opfylder sit formål. Gennemgangen vil tage højde for den seneste udvikling i gældende europæisk lovgivning samt de seneste nyskabelser på detailbetalingsmarkedet.

ESCB's og ESCB's statistikkomites langsigtede tilgang til indsamlingen af data fra bankerne sigter på så vidt muligt at standardisere og integrere ESCB's eksisterende statistiske rammer på tværs af domæner og lande. Det bør reducere bankernes rapporteringsbyrde, fremme automatiseringen af behandlingen af stadigt større og mere granulære datasæt og forbedre datakvaliteten De to vigtigste initiativer er den fælles, integrerede rapporteringsordbog (Banks' Integrated Reporting Dictionary (BIRD))[82] og den fælles, harmoniserede europæiske rapporteringsramme for banker (European Reporting Framework (ERF)). I 2017 blev pilotfasen af BIRD, der giver bankerne standarddefinitioner og transformationsregler, som kan hjælpe dem med deres rapporteringer til myndighederne, afsluttet med beskrivelsen af kravene i forbindelse med AnaCredit og statistik over beholdninger af værdipapirer. Det næste trin i inddragelsen af Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds (EBA) finansielle rapporteringskrav blev også søsat. BIRD stilles til rådighed som et "offentligt gode" for banker og alle interessenter (fx softwarefirmaer, der udvikler softwarepakker til finansiel rapportering), og brugen af BIRD er frivillig. Med hensyn til ERF, der med tiden skal integrere rapportering på tværs af domæner og lande, blev forberedelsen af en cost-benefit-analyse påbegyndt i 2017 med henblik på at vurdere påvirkningen af udbuds- og efterspørgselssiden i tæt samarbejde med banksektoren og alle andre interessenter.

Kapaciteten i ESCB's RIAD-database (Register of Institutions and Affiliates Database) udvides til at omfatte oplysninger, der er nødvendige for at understøtte AnaCredit-projektet (fx om ikke-finansielle selskaber), og for at opfylde andre brugerbehov i ESCB og europæiske banktilsynsmyndigheder. Som det vigtigste led mellem de forskellige eksisterende granulære datasæt (den statistiske database over beholdninger af værdipapirer (Securities Holdings Statistics Database – SHSDB), den centraliserede værdipapirdatabase (Centralised Securities Database – CSDB) og AnaCredit), gør RIAD-databasen det muligt at forene alle de relevante oplysninger. Desuden blev det forbedrede RIAD-system leveret ved udgangen af 1. kvartal 2018, og en dedikeret ECB RIAD-retningslinje bør være afsluttet i 2. kvartal 2018.

I juni 2017 implementerede Generaldirektoratet for Statistik en ny organisationsstruktur, der baner vejen for strømlinet mikrodataproduktion i meget større omfang end tidligere og for fremskridt i produktionen af makroøkonomisk statistik af høj kvalitet. Den nye sektion for dataintegration og -tjenester (Data Integration and Services Section) er knudepunkt for dataintegration og tilbyder delte datatjenester. Et af de vigtigste resultater indtil nu er ECB's datalager, der hjælper brugerne med at finde og få adgang til ECB-data i mange applikationer. Der er flere

[82] For nærmere oplysninger henvises til BIRD's websted.

pilotprojekter på vej. Disse projekter fremmer samarbejde og sammenlignelighed mellem undersøgelser fra forskellige forretningsområder. Pilotprojekterne har fokus på emner som dataadgang, bankidentifikatorer og kombinationer af datasæt med henblik på at sikre bedre analyser af bankernes finansiering og aktiver. Der gøres en betydelig indsats for at fremme indførelsen af internationale datastandarder, der skal begrænse rapporteringsbyrden og forbedre datakvalitet og konsistens.

ECB's direktion nedsatte en ny datakomite under ledelse af CSO (Chief Services Officer) i 2017. Komiteen samler topcheferne inden for de dataforbrugende og dataproducerende områder med henblik på at etablere og styre implementeringen af ECB's datastyringsstrategi og koordinere ECB's datastandardiseringsaktiviteter. En aktiv datagruppe (Data Steward Group) med repræsentanter fra alle dataforbrugende og dataproducerende forretningsområder bidrager til udviklingen og harmoniseringen af emner inden for datastyring – som fx master- og metadata og dataadgang – i hele ECB.

I 2017 fortsatte ECB sit arbejde med at gøre statistikkerne mere tilgængelige og brugervenlige. ECB's statistikker er tilgængelige via Statistical Data Warehouse, og nye visualiseringer af finansierings- og investeringsdynamik i euroområdet, banktilsynsdata og statistiske fortællinger kan nu findes på webstedet "Vores statistik". Brugerne kan dele visualiseringerne ved at inkorporere dem i websteder, blogs og andre digitale fora. Dette udsnit af den foreliggende statistik kan let ses på alle enheder – som fx PC, tablet, smartphone og andre mobile enheder.

Boks 10

Samarbejde om statistik på europæisk og internationalt plan

ECB har i tæt samarbejde med Eurostat yderligere udviklet den nødvendige kvalitetssikring af statistikker, der danner grundlag for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (MIP). Proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer blev etableret i 2011 som led i lovpakken om økonomisk styring (den såkaldte "six-pack") inden for forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer i EU.

Proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer omfatter en resultattavle med 14 hovedindikatorer (og 28 supplerende indikatorer), der anvendes til tidlig opdagelse af eksisterende makroøkonomiske ubalancer eller makroøkonomiske ubalancer, der er ved at opstå, på medlemsstatsniveau. MIP-indikatorerne udledes af økonomiske og finansielle statistikker, der produceres af det europæiske statistiske system (ESS) og ESCB, og derefter sendes de til Eurostat.

ESS og ESCB benytter løbende statistisk kvalitetssikring for at sikre, at deres statistikker opfylder kvalitetskravene til politisk anvendelse. ESS, ESCB, Eurostat og ECB har et tæt samarbejde for at sikre, at der er pålidelige statistiske oplysninger til rådighed for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Flere af MIP-indikatorerne (fx om betalingsbalancens løbende poster og den private sektors gæld) er baseret på statistikker, der omfatter data om betalingsbalancen/kapitalbalancen over for udlandet og finansielle konti, dvs. statistikker, som for de fleste medlemsstaters vedkommende udarbejdes af den nationale centralbank. I november 2016 underskrev Eurostat og ECB's

Generaldirektorat for Statistik et aftalememorandum (MoU) om kvalitetssikringen af disse statistikker. I memorandummet fastlægges aftalerne for samarbejdet mellem Eurostat og ECB, og det foreskrives, at de datasæt, der indsamles af de nationale centralbanker, skal kvalitetssikres af ECB.

I den forbindelse er der nu implementeret et kvalitetsrapporteringssystem i tre niveauer, som omfatter nationale selvevalueringsrapporter (niveau 3), der skitserer de vigtigste kvalitetsaspekter ved statistikkerne (selvevaluering af de nationale myndigheder), domænespecifikke kvalitetsrapporter (niveau 2), som udarbejdes af ECB og Eurostat, og en fælles Eurostat-/ECB-oversigtsrapport, der vurderer kvaliteten af alle statistikker til proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (niveau 1), der offentliggøres en gang om året.

I 2017 begyndte ECB at forsyne Eurostat med kvalitetssikrede datasæt, herunder yderligere oplysninger om større begivenheder og revisioner, der har påvirket de nationale data. Kvaliteten og konsistensen af outputdatasættene analyseres med henblik på med tiden at forbedre den statistiske kvalitet yderligere. Aftalememorandummet fastlægger også, at ECB og Eurostat skal aflægge besøg hos de nationale centralbanker og nationale statistiske institutter for at hjælpe med at vurdere kvaliteten af outputdata. De første besøg fandt sted i slutningen af 2017.

ECB har etableret et frugtbart samarbejde med Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), som er blevet styrket yderligere siden 2014 efter indførelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM). Det er især tydeligt inden for banktilsynsdata, eftersom ECB nu er ansvarlig for at organisere processen vedrørende indsamling og gennemgang af kvaliteten af de data, som enheder under tilsyn har indberettet, i overensstemmelse med SSM-rammeforordningen. EBA er ansvarlig for at udarbejde og vedligeholde gennemførelsesmæssige tekniske standarder (ITS) for tilsynsmæssig rapportering og offentliggørelse i tæt samarbejde med de nationale kompetente myndigheder (NCA).

EBA er også en vigtig interessent i strømmen af tilsynsmæssige data fra rapporteringsenheder ("sekvensmetoden"), eftersom ECB fremsender udsnit af data til EBA. Det har medført en række relaterede arbejdsprocesser som fx generering af visitkort til rapporteringsenhederne. Samtidig deltager ECB i EBA's gennemsigtighedsøvelse som interessent i datastrømmen og de tilhørende kontroller af datakvaliteten.

Samarbejdet med EBA omfatter også ECB-medarbejderes deltagelse i relevante EBA-arbejdsgrupper med ansvar for tilsynsmæssig rapportering samt i fælles arbejde vedrørende datakvalitet – fx vedligeholdelse og test af datavalideringsregler, udvikling af sandsynlighedskontroller, interaktion i forbindelse med datakvalitetsvurderinger osv. Desuden yder ECB hjælp i forbindelse med spørgsmål vedrørende datakvalitetsstyring – fx ved at bidrage til spørgsmål og svar (Q&A) om fortolkningen af rapporteringskravene.

Det bør også nævnes, at EBA støtter ECB's mellemfristede strategiske initiativer for at reducere bankernes rapporteringsbyrde – fx den fælles, integrerede rapporteringsordbog (Banks' Integrated Reporting Dictionary) og den fælles, harmoniserede europæiske rapporteringsramme for banker (European Reporting Framework).

ECB samarbejder også med andre organisationer i forskellige sammenhænge. Som eksempler kan nævnes:

- Datadelingsordninger med Den Internationale Valutafond (IMF) i forbindelse med sidstnævntes nationale og europæiske programmer til vurdering af den finansielle sektor (Financial Sector Assessment Programs, FSAP).
- Deltagelse i De Forenede Nationers komite til koordinering af statistiske aktiviteter (United Nations' Committee for the Coordination of Statistical Activities) og Den Internationale Betalingsbanks (BIS) Irving Fisher-komite for centralbankstatistik (Bank for International Settlement's Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics) – der begge sigter mod at forbedre koordinering og samarbejde mellem statistiske myndigheder, herunder centralbanker, på europæisk og/eller globalt plan og omfatter aspekter som det statistiske systems effektive funktion, fælles standarder og platforme samt udvikling af metoder.

Endelig stiller ECB lærings- og uddannelsesmuligheder til rådighed for andre myndigheder gennem workshops, seminarer og præsentationer. Disse er rettet mod organisationer både i og uden for ESCB og SSM som fx nationale kompetente myndigheder og nationale centralbanker i lande uden for EU med henblik på et muligt fremtidigt EU-medlemskab.

Boks 11

Hovedtræk ved det igangværende arbejde med AnaCredit

AnaCredit, der er en forkortelse for "analytical credit datasets" (analytiske datasæt om kreditter), er et initiativ, som går ud på at indsamle granulære data om kreditter og kreditrisici i forbindelse med individuelle banklån til virksomheder og andre juridiske personer og gøre dem tilgængelige for en lang række brugere. De nye datasæt vil understøtte udførelsen af ESCB's opgaver og vil også bidrage betydeligt til at forbedre eksisterende ESCB-statistikker og til udviklingen af nye. Granulære data om kreditter til økonomien og bankernes eksponeringer vil understøtte en lang række analyser, hvor aggregerede data ikke længere er tilstrækkelige. Harmonisering af koncepter og definitioner er et meget vigtigt aspekt, der sikrer, at data kan sammenlignes på tværs af lande. AnaCredit vil forbedre analyseværdien af kreditter og kreditrisici i euroområdet betydeligt ved at levere detaljerede, rettidige og fuldstændigt harmoniserede data om lån til alle juridiske enheder. Endvidere beskyttes datafortroligheden omhyggeligt ved begrænsning af adgangen til granulære data, så det kun er brugere, der har behov for dem, der har adgang til dem. Andre brugere får adgang til semiaggregerede data, hvor de enkelte underliggende enheder ikke kan identificeres.

AnaCredit kan benyttes som et forstørrelsesglas til at analysere kreditter og kreditrisici i euroområdet. Med dækningen af lån til navnlig ikke-finansielle selskaber fremmer AnaCredit en bedre forståelse af den pengepolitiske transmissionskanal – især i relation til små og mellemstore virksomheder, der er rygraden i økonomien, når det drejer sig om investerings- og beskæftigelsesmuligheder. AnaCredit kan også være til gavn for rapporteringsenhederne, via feedback-mekanismer, ved at forbedre deres evne til at vurdere låntageres kreditværdighed på tværs af euroområdet, og AnaCredit vil gøre det muligt for dem at gennemføre bredere og mere robuste analyser af egne eksponeringer, end det er tilfældet i øjeblikket. Feedback-mekanismerne inden for rammerne af AnaCredit er ved at blive defineret og vil blive implementeret på frivillig basis af de nationale centralbanker.

I maj 2016 vedtog ECB's styrelsesråd AnaCredit-forordningen, der udgør de retlige rammer for ESCB's indsamling af granulære data om lån fra kreditinstitutter. I henhold til forordningen vil mere end 4.000 kreditinstitutter i euroområdet, og yderligere kreditinstitutter i visse andre EU-lande, fra september 2018 begynde at indberette data om individuelle krediteksponeringer, der er omfattet af forordningen, til deres nationale centralbanker (og via dem til ECB). Ca. 1.600 andre kreditinstitutter, navnlig små kreditinstitutter, vil være helt eller delvist fritaget for indberetning. Det anslås, at der vil blive foretaget mellem 50 og 70 millioner registreringer hver måned vedrørende ca. 15 millioner modparter, hvoraf de fleste er virksomheder. Faktisk begynder indberetningen af data om modparter allerede seks måneder tidligere – fra april 2018 – for at mindske begyndervanskeligheder. Medlemmerne af Eurosystemet vil have en fælles database med analytiske data om kreditter, og de nationale centralbanker i andre EU-lande kan beslutte at indberette lignende data baseret på samme definitioner og vil så få adgang på gensidig basis. Rapporteringsrammerne er resultatet af grundige analyser og diskussioner i ESCB, hvor der har været flere høringsrunder med brugerne (herunder den finansielle sektor og andre interessenter) især med henblik på at vurdere omkostninger og fordele og justere indberetningen – fx for at sikre proportionalitet. De endelige rapporteringsrammer afspejler en afvejning mellem brugerbehov inden for forskellige centralbankområder og de tilhørende omkostninger ved implementering, indsamling og behandling af de nødvendige data.

AnaCredit vil indeholde 88 variable (de fleste opdateres månedligt) baseret på fuldstændigt harmoniserede koncepter og definitioner, der gælder i alle de deltagende lande. Variablene dækker alle parter i låneaftaler (långivere, låntagere, kautionister) og omfatter både strukturelle data, fx økonomisk aktivitet, virksomhedsstørrelse, årlig omsætning eller lånets optagelses- og indfrielsesdato, og dynamiske data, fx restgæld, misligholdelsesstatus for instrumentet og for modparten, restancer eller modpartens sandsynlighed for misligholdelse. Tærskelværdien for indberetning er 25.000 euro på låntagerniveau i et givet kreditinstitut.

Data om kreditter vil blive kombineret med et register over alle juridiske enheder og andre institutionelle enheder (fx udenlandske filialer). Det vil muliggøre unik identifikation af ca. 15 millioner modparter (långivere, låntagere, kautionister) og sikre en høj grad af harmonisering af koncepter og definitioner, så der kan foretages en meningsfuld beregning af låntagerens (den juridiske enhed eller koncerns) samlede gældsætning over for långiverne (kreditinstitutterne). Kreditinstitutter, som potentielle brugere af de granulære data om kreditter (via feedback-mekanismer, hvis de implementeres), vil også kunne gennemføre mere detaljerede og robuste analyser af egne eksponeringer, end det er tilfældet i øjeblikket.

Siden vedtagelsen af AnaCredit-forordningen i maj 2016 har ESCB's statistikkomite, bistået af AnaCredit-arbejdsgruppen, udført et stort metodologisk arbejde, herunder udarbejdelse af AnaCredit Reporting Manual, der indeholder 570 sider med detaljerede oplysninger og vejledning i AnaCredit-indberetningskravene. Manualens overordnede mål er at støtte kreditinstitutterne i arbejdet med at forberede metodologisk pålidelig automatisering af indberetningen og sikre konsekvent og effektiv anvendelse af AnaCredit's statistiske rammer, der er beskrevet i forordningen, i hele euroområdet. Manualen består af følgende tre dele:

- Del I, der forklarer den generelle AnaCredit-metodologi og giver oplysninger om rapporteringspopulation og struktur, herunder en generel beskrivelse af den underliggende datamodel (offentliggjort i november 2016).

- Del II, der beskriver alle datasæt og variable i indsamlingen i henhold til AnaCredit i detaljer og giver specifikke indberetningsinstruktioner (offentliggjort i februar 2017).
- Del III, der præsenterer udvalgte casestudier og scenarier, som kræver nærmere forklaring (offentliggjort i maj 2017).

Manualen, som branchen har kommenteret på, suppleres med yderligere metodologisk arbejde i form af detaljerede forklaringer gennem den igangværende Q&A-proces. Kreditinstitutter og andre interessenter kan fremsætte spørgsmål til den relevante nationale centralbank når som helst. Den nationale centralbank udarbejder et svar, ofte i fællesskab med ECB, og indholdet deles som regel også med andre nationale centralbanker. Et udsnit af disse spørgsmål og svar blev offentliggjort på ECB's websted i august 2017 og opdateres med jævne mellemrum.

ESCB's statistikkomite og AnaCredit-arbejdsgruppen har også udviklet valideringskontroller, der skal bidrage til at automatisere overførslen af data og etablere minimumskvalitetsstandarder for kreditinstitutternes overførsel af data. Valideringskontroller betyder, at data kan identificeres og behandles hensigtsmæssigt. Der blev offentliggjort et sæt valideringskontroller på ECB's websted i august 2017.

Mens AnaCredit-forordningen indeholder bindende regler for primær indberetning fra kreditinstitutternes side, beskrives det i en ECB-retningslinje, hvordan de nationale centralbanker skal indberette de krævede data om kreditter til ECB i form af sekundær indberetning. Retningslinjen indeholder især nærmere oplysninger om overførslen til ECB af data om kreditter og referencedata om modparter, der er indsamlet i henhold til forordningen.

Som det fremgår af præamblen til AnaCredit-forordningen, kan initiativet udvides med fremtidige faser, så det kommer til at omfatte yderligere långivere, låntagere og instrumenter.

8 Økonomisk forskning

Økonomisk forskning af høj kvalitet bidrager til at skabe et solidt grundlag for ECB's politikker. Forskningen hos ECB gav i 2017 ny indsigt i mange vigtige politiske udfordringer. Desuden bidrog arbejdet i tre nye forskningsgrupper og to forskningsnetværk til at fremme samarbejdet i hele Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB).[83]

8.1 ECB's forskningsprioriteter

I 2017 havde forskningsteamene fokus på en række veldefinerede forskningsprioriteter. Et vigtigt fokuspunkt var transmissionen af den ekstraordinære pengepolitik i en situation med negative pengepolitiske renter. Flere undersøgelser

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

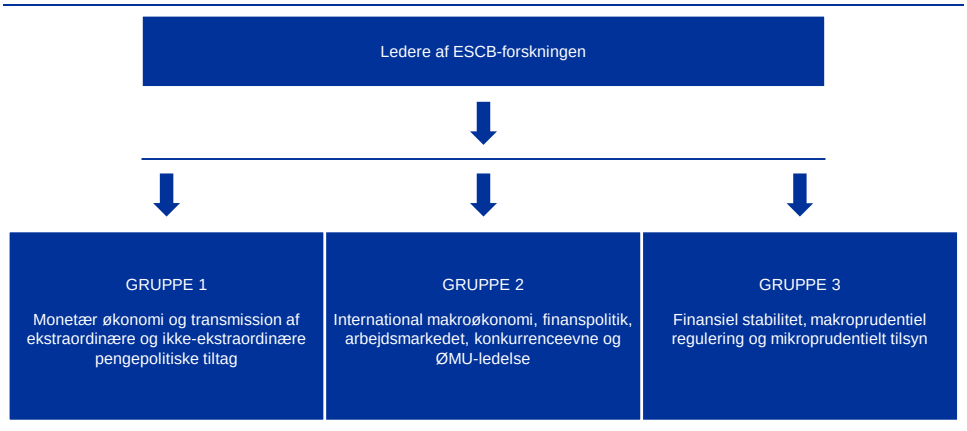
understregede vigtigheden af ekstraordinære tiltag som modvægt til de økonomiske konsekvenser af finansielle stød ved at mindske usikkerheden på markederne og forbedre adgangen til bankfinansiering for små og mellemstore virksomheder. Den ekstraordinære pengepolitik og samspillet mellem den finansielle sektor og realøkonomien var også vigtige punkter i forskning, der havde til formål at forbedre ECB's modeller til prognoser og pengepolitiske analyser på tværs af lande i euroområdet. Andre vigtige prioriteter var at afdække faktorer, der kan være med til at forklare den vedvarende lave inflation i euroområdet, og forskning rettet mod at udforme institutionelle og politiske ordninger, som kan styrke Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en).

I 2017 blev der også gjort en betydelig forskningsindsats inden for makroprudentiel politik. Et vigtigt skridt i denne retning var kalibreringen af den såkaldte "3D-model", der omfatter alle lande i Den Fælles Tilsynsmekanisme. Modellen består af tre niveauer af misligholdelsesrisiko (for banker, ikke-finansielle selskaber og husholdninger) og er navnlig et nyttigt værktøj til vurdering af bankernes kapitalgrundlag. Desuden blev der udviklet en udgave af modellen, som indbefattede nominelle stivheder, med henblik på at analysere samspillet mellem pengepolitik og makroprudentiel politik.

8.2 Eurosystemets/ESCB's forskningsgrupper og -netværk

For yderligere at styrke samarbejdet mellem ESCB's forskere besluttede lederne af ESCB-forskningen at oprette tre nye forskningsgrupper i 2017. Formålet med grupperne er at koordinere forskningsarbejdet inden for forskningsområder med høj prioritet via regelmæssige workshops og fælles forskningsprojekter (se diagram 2). I løbet af året afholdt hver af grupperne en opstartsworkshop med deltagelse af forskere fra de forskellige dele af ESCB og eksterne eksperter.

Diagram 2
ESCB's forskningsgrupper



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

To af Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk gjorde store fremskridt i 2017. Netværket om løndynamik færdiggjorde tredje omgang af sin undersøgelse, der omfattede over 25.000 virksomheder fra 25 EU-lande. Den tredje omgang undersøger omkostnings- og prissætningsadfærden blandt virksomheder, og hvilken effekt de forskellige strukturreformer, der blev gennemført mellem 2010 og 2013, har haft på arbejdsmarkedets tilpasning. En af hovedkonklusionerne i den nye undersøgelse er, at de store arbejdsmarkedsreformer i lande, der blev hårdt ramt af krisen, faktisk har skabt grundlag for en tilpasning af arbejdsmarkedet (se figur 33).[84]

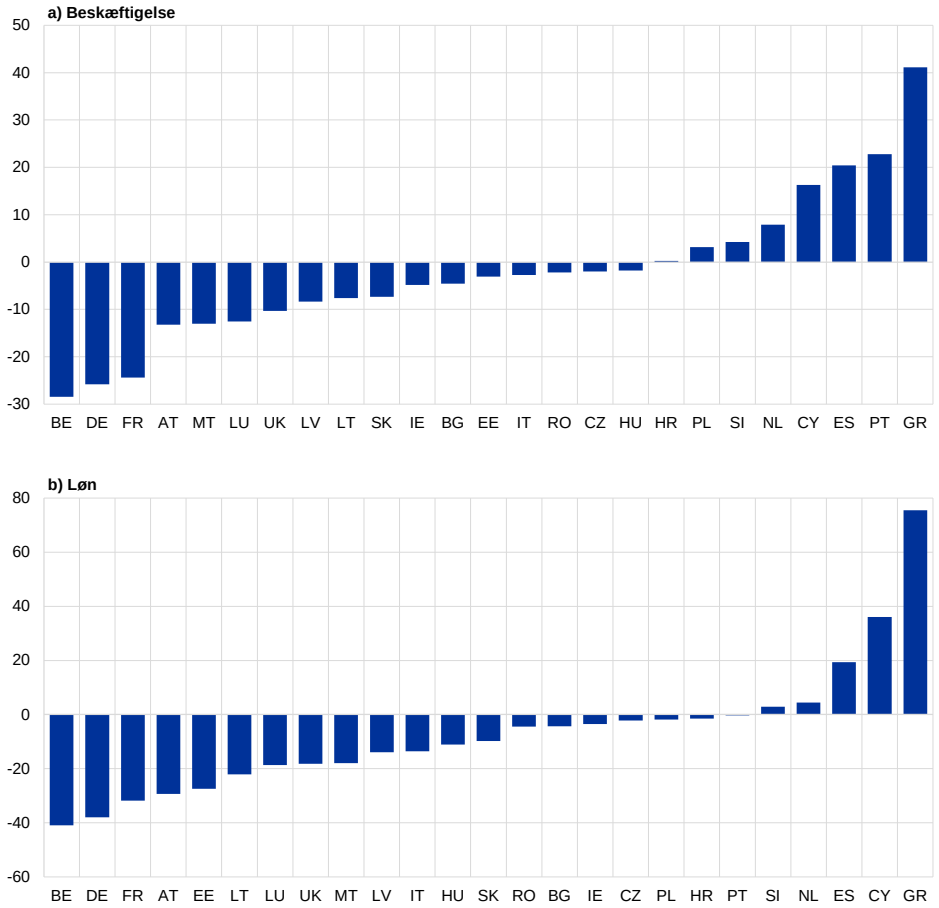
Netværket om husholdningernes økonomi og forbrug koordinerer udarbejdelsen af undersøgelsen af husholdningernes økonomi og forbrug. Efter udgivelsen af resultaterne af den anden omgang af undersøgelsen i slutningen af 2016 har netværkets forskning blandt andet undersøgt betydningen af husholdningernes heterogenitet for transmissionen af pengepolitikken og finansiel stabilitet. Netværkets forskere har fx beregnet effekten af ECB's seneste opkøbsprogram (APP) på uligheder i indkomst og formue. Beregningen viste, at opkøbsprogrammet kun har en beskeden effekt på uligheder i formue, men mindsker uligheder i indkomst ved at sænke arbejdsløsheden blandt husholdninger med lav indkomst.

[84] Et resumé af resultaterne af netværkets undersøgelse findes i "Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey", *Occasional Paper Series*, nr. 192, ECB, juni 2017. Rapporter for de enkelte lande og tilhørende Working Papers findes på netværket om løndynamiks websted.

Figur 33

Nettoændring i muligheden for tilpasning af beskæftigelse og løn mellem 2010 og 2013

(I pct.)



Kilde: Wage Dynamics Network.
Anm.: Forskel mellem andelen af virksomheder, der rapporterer, at det er blevet lettere, og andelen af virksomheder, der angiver, at det er blevet sværere at tilpasse henholdsvis beskæftigelsen og lønnen til de ændrede forretningsvilkår. Positive værdier angiver, at flere virksomheder fandt det lettere frem for sværere at foretage tilpasninger.

8.3 Konferencer og publikationer

Dialog med økonomer inden for den akademiske verden og andre politiske institutioner har fået stadig større betydning i de senere år, efterhånden som kompleksiteten af de spørgsmål, som er relevante for ECB, er steget markant. Det var baggrunden for, at ECB i 2017 afholdt flere forskningsarrangementer på højt niveau, herunder ECB's centralbankforum i Sintra og ECB's anden årlige forskningskonference. Forummet havde fokus på den vigtigste udvikling i realøkonomien med betydning for pengepolitikken, navnlig investeringer og produktivitet.[85] Forskningskonferencen præsenterede i 2017 nyskabende forskning

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

inden for emner som inflationsomkostninger, effekten af negative renter, forholdet mellem økonomiske eksperters prognoser og økonomisk stagnation samt formueuligheder. Andre vigtige konferencer havde fokus på strukturreformer i euroområdet, makroprudentiel politik og centralbankers kommunikation.

Mange af ECB's forskningsaktiviteter udmøntede sig også i udgivelsen af publikationer i videnskabelige tidsskrifter og Working Papers. Der blev således i alt udgivet 132 Working Papers i ECB's Working Paper-serie i 2017. Herudover blev der offentliggjort en række mere politikorienterede analyser i ECB's Occasional Paper-serie, Statistics Paper-serie og Discussion Paper-serie. Disse forskningspublikationer og analyser 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 2017.[86]

9 Juridiske aktiviteter og forpligtelser

I 2017 deltog ECB i flere retssager på EU-niveau. ECB vedtog desuden et betydeligt antal udtalelser i overensstemmelse med traktatens krav om, at ECB skal høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder samt overvåge, at forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang overholdes.

9.1 ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau

I januar 2017 afviste Den Europæiske Unions Ret ("Retten") erstatningssagen anlagt af to franske selskaber (Nausicaa Anadyomène og Banque d'Escompte) mod ECB i sag T-749/15. Erstatningen, som de to selskaber krævede, vedrørte det "haircut", der blev anvendt for visse græske statsobligationer, som de to selskaber havde købt i forbindelse med den delvise omstrukturering af Grækenlands statsgæld i 2012. Hovedpåstandene i sagen mod ECB var en påstået overtrædelse af principperne om: i) berettigede forventninger og retssikkerhed, ii) ligebehandling og forbud mod forskelsbehandling og iii) god forvaltningsskik.

Med sin kendelse afviste Retten sagen og dermed alt ansvar for ECB's vedkommende og bekræftede, hvad den allerede havde udtalt med hensyn til fysiske personer, der besidder græske gældsinstrumenter (se sag T-79/13, *Accorinti m.fl.* mod *ECB*). Retten statuerede, at ECB ikke er forpligtet til at betale erstatning for tab, som banker angiveligt har lidt ved at besidde græske gældsinstrumenter i forbindelse med omstruktureringen af den græske gæld i 2012. Retten fandt først og fremmest, at kommercielle banker ikke kan påberåbe sig princippet om beskyttelse af berettigede forventninger eller princippet om retssikkerhed inden for et område som pengepolitik, der i kraft af sit formål medfører konstante tilpasninger for at afspejle ændringer i økonomiske

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

omstændigheder. Retten fandt, at ingen af ECB's handlinger eller udtalelser kunne tolkes som en opfordring til investorer til at erhverve eller beholde græske gældsinstrumenter.

Retten bekræftede også, at det generelle princip om ligebehandling ikke kunne anvendes, eftersom kommercielle banker, der erhvervede græske gældsinstrumenter med henblik på fortjeneste, på den ene side, og ECB og de nationale centralbanker, der handlede i offentlighedens interesse, på den anden side, ikke var i en sammenlignelig situation.

I marts 2017 traf Retten afgørelse i en sag anlagt af en portugisisk virksomhed (Comprojecto – Projectos e Construções, Lda.) m.fl. mod ECB, i sag T-22/16, om passivitet (manglende handling) og samtidig om annullation af den tilsvarende ECB-afgørelse, hvor det blev gjort gældende, at ECB stiltiende havde truffet afgørelse ved at afslå at handle. Sagsøgerne fremsatte også krav om erstatning som følge af ECB's påståede passivitet.

Sagsøgerne havde gjort gældende, at de havde sendt et brev med en klage til ECB vedrørende et kreditinstitut, og at ECB havde afslået at handle, da nævnte brev var blevet sendt tilbage til afsenderen.

Retten fandt, at det var åbenbart, at søgsmålet ikke kunne antages til realitetsbehandling, og at det var retligt ugrundet både med hensyn til påstanden om passivitet og påstanden om annullation. Med hensyn til den første påstand fandt Retten, at et søgsmål om passivitet kun kan antages til realitetsbehandling, hvis den sagsøgte EU-institution, inden sagen anlægges, først er blevet opfordret til at handle, og at sagsøgerne ikke havde fremlagt tilstrækkeligt bevis for, at ECB rent faktisk havde modtaget klagen. For så vidt angår påstanden om annullation konkluderede Retten, at forsøget på at underrette ECB ikke var lykkedes, og som følge heraf kunne tilbagesendelsen af klagen til sagsøgerne med posten ikke tolkes som en handling fra ECB's side, hvor institutionen havde afslået at handle. Endelig, ved ikke at have opfordret ECB til at handle, påviste sagsøgerne ikke, at der havde været tale om undladelse eller passivitet fra denne institutions side, der kunne udløse Unionens ansvar. Derfor ansås betingelserne for påstanden om økonomisk erstatning ikke at være opfyldt.

I juli 2017 standsede den tyske forfatningsdomstol ("forfatningsdomstolen") sagerne i forbindelse med flere forfatningsmæssige klager, der var blevet anlagt vedrørende det udvidede opkøbsprogram (APP). Forfatningsdomstolen henviste spørgsmålene til Den Europæiske Unions Domstol ("EU-Domstolen") og anmodede om anvendelse af den fremskyndede procedure.

EU-Domstolen afviste anmodningen om en fremskyndet procedure. I november 2017 fremsatte ECB sine skriftlige bemærkninger. Der er endnu ikke fastsat en dato for det mundtlige retsmøde. På baggrund af EU-Domstolens svar på de spørgsmål, der er henvist til Domstolen, vil forfatningsdomstolen afgøre, om programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP), som det fortolkes af EU-Domstolen, er foreneligt med den tyske forfatning (forfatningen).

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.[87] 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 2017 vedtog ECB syv udtalelser om forslag til EU-lovgivning og 47 udtalelser om national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.

På EU-plan omhandlede de vigtigste udtalelser,[88] som ECB vedtog, et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelser til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er (CON/2017/39), ændringer til EU's ramme for kapitalkrav til kreditinstitutter og investeringsselskaber (CON/2017/46), revision af EU's ramme for krisestyring (CON/2017/47), et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2014/59/EU for så vidt angår usikrede gældsinstrumenters prioritetsrækkefølge ved insolvens (CON/2017/6) og et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om et regelsæt for genopretning og afvikling af centrale modparter og om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010, (EU) nr. 648/2012 og (EU) 2015/2365 (CON/2017/38).

En række høringer iværksat af nationale myndigheder omhandlede begrænsninger for kontantbetalinger over en vis grænse[89] og regulering og indkredsning af kritiske infrastrukturer[90].

ECB vedtog en række udtalelser om nationale centralbanker, herunder overdragelse af nye opgaver til nationale centralbanker[91], en national centralbanks deltagelse i Den Internationale Valutafonds programmer[92], en national centralbanks finansielle uafhængighed[93], revisionen af en national centralbanks forretningsaktiviteter[94], ændring af en national centralbanks statut for så vidt angår antallet af medlemmer af

87 Storbritannien er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen (nr. 15) om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten.

88 De øvrige udtalelser er: CON/2017/22 om et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om rammer for forebyggende rekonstruktion, muligheden for en ny chance og foranstaltninger med henblik på mere effektive procedurer for rekonstruktion, insolvensbehandling og gældssanering og om ændring af direktiv 2012/30/EU og CON/2017/42 om et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår clearingforpligtelsen, suspension af clearingforpligtelsen, indberetningskrav, risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en central modpart, registrering af og tilsyn med transaktionsregistre samt krav til transaktionsregistre.

89 Se CON/2017/8, CON/2017/18, CON/2017/20, CON/2017/27 og CON/2017/40.

90 Se CON/2017/10 og CON/2017/31.

91 Se CON/2017/2, CON/2017/3, CON/2017/12, CON/2017/19, CON/2017/32 og CON/2017/43.

92 Se CON/2017/4.

93 Se CON/2017/17.

94 Se CON/2017/24.

bestyrelsen[95], ændringer i rammerne for beslutningstagning i en national centralbank[96], en national centralbanks mulige erstatningsansvar i forbindelse med udøvelse af tilsynsbeføjelser over for betalingstjenesteudbydere[97], proceduren for en national centralbanks beslutninger inden for rammerne af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM)[98], en national centralbanks overvågningsfunktion i relation til betalingssystemer, betalingsordninger, værdipapircentraler og clearing- og afviklingssystemer[99], bestemmelser vedrørende løn og pension for ansatte i en national centralbank[100], en national centralbanks udførelse af interbankclearing og -afvikling[101], ejerskabet af en enhed med særligt formål med henblik på produktion af eurosedler[102], udelukkelsen af modregningsret med hensyn til gældsfordringer mobiliseret som sikkerhed i en national centralbank[103], uafhængigheden af en national centralbanks besluttende organer med hensyn til finansiel stabilitet[104], tildeling af yderligere beføjelser til en national centralbank til at pålægge institutioner tvangsbøder i tilfælde af manglende overholdelse af indberetningskrav vedrørende betalingsbalancen[105], en national centralbanks stiftelse af en national fond for forskning, teknologi og udvikling[106] og de nationale centralbanker uden for euroområdets makroprudentielle værktøjer[107] og gennemførelse af pengepolitik[108].

ECB vedtog desuden en række udtalelser om forskellige aspekter af finansielle institutioners aktiviteter, herunder forbedringer af gennemsigtigheden og kvaliteten af et nationalt tilsyn[109], omlægning af lån i en udenlandsk valuta eller lån knyttet til udenlandsk valuta[110], støtte til indehavere af boliglån i en vanskelig økonomisk situation[111], ydelse af ekstraordinær statsstøtte til banksektoren[112], pålæggelse af minimumskrav til finansiering[113], amortiseringskrav for realkreditlån[114], makroprudentielle værktøjer til imødegåelse af systemiske risici i forbindelse med ejendomsudlån[115], stramning af begrænsninger på udlån til nærtstående parter[116], centrale kreditregistre og et register over bankkonti[117], indberetning af kreditdata[118],

95 Se CON/2017/34.
96 Se CON/2017/51.
97 Se CON/2017/44.
98 Se CON/2017/36.
99 Se CON/2017/5.
100 Se CON/2017/49.
101 Se CON/2017/37.
102 Se CON/2017/25.
103 Se CON/2017/23.
104 Se CON/2017/23.
105 Se CON/2017/23.
106 Se CON/2017/26.
107 Se CON/2017/14.
108 Se CON/2017/30.
109 Se CON/2017/35.
110 Se CON/2017/9 og CON/2017/48.
111 Se CON/2017/48.
112 Se CON/2017/1.
113 Se CON/2017/23.
114 Se CON/2017/29.
115 Se CON/2017/11, CON/2017/21 og CON/2017/36.
116 Se CON/2017/50.
117 Se CON/2017/13 og CON/2017/28.

godkendelse af betalingssystemer[119], de retlige rammer for særligt dækkede obligationer[120], bankfondes reserver[121], oprettelse af en ny kategori af afviklingsinstitut[122], oprettelse af en ny kategori af instrument i klassen af "ikkeprivilegeret" seniorgæld i kreditorhierarkiet i kreditinstitutter[123] og udskudte skatteaktiver som følge af debetdifferencer[124].

ECB vedtog desuden udtalelser om retslig beskyttelse af indehavere af bankers kvalificerede forpligtelser[125].

Der blev registreret to tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB om forslag til EU-lovgivning, hvoraf det ene blev anset for at være åbenbart og væsentligt. ECB blev ikke hørt af Europa-Kommissionen om Kommissionens delegerede forordning om den endelige ordning for bidrag til Den Fælles Afviklingsinstans' administrative udgifter. Eftersom nævnte forordning pålægger ECB juridiske forpligtelser, anser ECB dette for at være et både åbenbart og væsentligt tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB.

Der blev registreret fem tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB om forslag til national lovgivning, hvoraf de fire blev anset for at være åbenbare og væsentlige.[126]

ECB blev hørt af det italienske økonomi- og finansministerium om lovdekretet om finansielle bestemmelser af hastende karakter, initiativer til fordel for territoriale myndigheder, yderligere interventioner for områder, der påvirkes af seismiske hændelser, og udviklingsforanstaltninger og især om bestemmelser vedrørende obligatorisk afrunding ved kontant betaling i euro. ECB fik dog ikke tilstrækkelig tid til at undersøge udkastene til lovbestemmelserne og komme med sin udtalelse, inden lovdekretet blev vedtaget.

ECB blev hørt af den spanske statssekretær for økonomi og virksomhedsstøtte med henblik på en udtalelse vedrørende et udkast til et kongeligt dekret om finansielle foranstaltninger af hastende karakter, der etablerede en ny kategori af bankgæld. ECB fik dog ikke tilstrækkelig tid til at undersøge udkastene til lovbestemmelserne og komme med sin udtalelse, inden lovdekretet blev vedtaget.

ECB blev ikke hørt af de kroatiske myndigheder om loven om ugyldighed af låneaftaler med internationale elementer indgået i Kroatien med en uautoriseret kreditor.

---

118 Se CON/2017/33 og CON/2017/36.

119 Se CON/2017/15.

120 Se CON/2017/36.

121 Se CON/2017/19.

122 Se CON/2017/23.

123 Se CON/2017/23.

124 Se CON/2017/7.

125 Se CON/2017/16 og CON/2017/41.

126 Disse omfatter: i) tilfælde, hvor en national myndighed ikke hørte ECB om udkast til lovbestemmelser inden for ECB's kompetenceområde, og ii) tilfælde, hvor en national myndighed formelt hørte ECB, men ikke gav ECB tilstrækkelig tid til at undersøge udkastene til lovbestemmelser og komme med sin udtalelse, inden bestemmelserne blev vedtaget.

Endelig blev ECB ikke hørt af den hollandske regering om loven, som regulerer embedsmænds retsstilling, der har potentielle følger for princippet om centralbankers uafhængighed.

Den manglende høring fra Hollands, Spaniens og Kroatiens side blev vurderet at være åbenbar og væsentlig, og den manglende høring fra Italiens side blev vurderet at være åbenbar og væsentlig og også gentagen.

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 gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 124 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer eller EU-institutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med Styrelsesrådet overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

ECB overvåger også EU-centralbankernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre medlemslande og af EU-institutioner og -organer. I henhold til betragtningerne 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 2017 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 2017 havde en politik for forrentning af statslige indskud, som i fuldt omfang overholder lofterne for forrentning. Navnlig skal nogle få nationale centralbanker sikre, at forrentningen af statslige indskud ikke overskrider loftet, selv når det er negativt.

Ifølge ECB's Årsberetning 2016 var Magyar Nemzeti Banks etablering og finansiering af porteføljeforvaltningsselskabet MARK Zrt. en overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering, der bør korrigeres. I 2017 har Magyar Nemzeti Bank indført korrigerende foranstaltninger og ejer eller kontrollerer ikke længere MARK Zrt., men eftersom den finansielle transaktion endnu ikke er afsluttet, kan korrigeringen ikke betragtes som endelig, og sagen kan ikke afsluttes formelt.

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. Disse programmer vedrørte ikke pengepolitikken og

kunne opfattes som en potentiel kilde til overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering, for så vidt de opfattes, som om Magyar Nemzeti Bank overtager opgaver fra staten eller på anden måde giver staten økonomiske fordele. Programmerne omfattede et program med det formål at øge kendskabet til finansielle forhold via et netværk af fonde, et program for overførsel af personale fra det ungarske finanstilsyn til centralbanken, samt et opkøbsprogram for ungarske kunstværker og kulturejendomme. I 2017 indførte Magyar Nemzeti Bank adskillige tiltag til at afhjælpe ECB's bekymringer. 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 2017, navnlig 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 Internationalt og europæisk samarbejde

10.1 Europæiske relationer

I 2017 opretholdt ECB sin tætte dialog med de europæiske institutioner og fora, herunder Det Europæiske Råd, Ecofin-Rådet, Eurogruppen, Europa-Parlamentet og Europa-Kommissionen. Fuldførelsen af bankunionen, udbygning af den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) generelt og emner vedrørende en styrkelse af den økonomiske konvergens i euroområdet satte dagsordenen for de møder i Eurogruppen og Ecofin-Rådet, som ECB's formand og andre medlemmer af Direktionen deltog i.

Udbygning af Europas økonomiske og monetære union

I 2017 fortsatte drøftelserne om en styrkelse af ØMU'en og mere generelt om den udstukne kurs for den europæiske integration.

ECB deltog i en række drøftelser om en styrkelse af rammerne for den økonomiske og finanspolitiske styring. I forbindelse med disse drøftelser understregede ECB jævnligt behovet for en konsekvent anvendelse af bestemmelserne i stabilitets- og vækstpagten og proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer over tid og i alle medlemslande. På dette område har fremskridtene indtil videre ikke været tilfredsstillende.

Fuld implementering af budgetreglerne og en mere effektiv koordinering af de økonomiske politikker er forudsætninger for at opnå den nødvendige tillid blandt medlemslandene til at gøre fremskridt med udbygningen af ØMU'en.

Hvad angår europæisk finansiel integration, blev der taget en række skridt til at sætte skub i arbejdet med bankunionen. ECB har gjort en stor indsats for at skabe lige vilkår for bankerne ved yderligere at harmonisere de nationale muligheder for udøvelse af valgmuligheder og skøn i kapitalkravsdirektivet og kapitalkravsforordningen blandt eurolandene. I sin rolle som tilsynsmyndighed tog ECB også yderligere skridt til at sikre lige vilkår ved at harmonisere tilsynspraksis i hele euroområdet. Eksempelvis udgav ECB en vejledning til bankerne, som beskrev, hvordan de skulle håndtere misligholdte lån i hele bankunionen.

Samtidig fortsatte det tekniske arbejde i EU's fora med oprettelsen af en europæisk indskudsgarantiordning og en fælles bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond, der blev støttet yderligere af Europa-Kommissionens rapport fra oktober 2017 om fuldførelse af bankunionen.

Foruden arbejdet i sin rolle som tilsynsmyndighed deltog ECB også i udformningen af aftalen om bankkreditorhierarkiet, der fastlægger usikrede gældsinstrumenters prioritetsrækkefølge ved insolvensbehandling, og et udkast til en forordning om overgangsordninger med henblik på indfasning af virkningen af den internationale regnskabsstandard IFRS 9 på den lovpligtige kapital.

Foruden bankunionen vil en europæisk kapitalmarkedsunion kunne fremme finansiel integration på basis af egenkapital, hvilket ville styrke ØMU'ens modstandskraft over for stød. I den forbindelse blev der udarbejdet en midtvejsevaluering af kapitalmarkedsunionen, og der blev vedtaget en række regler, herunder regler om securitisering og europæisk venturekapital.

Udøvelse af demokratisk ansvarlighed

Med ratificeringen af EU-traktaterne gjorde EU-landene ECB uafhængig og gav banken et klart mandat til at sikre prisstabilitet. Ansvarlighed er den nødvendige modvægt til denne uafhængighed. Uafhængighed sikrer, at ECB kan handle i overensstemmelse med sit demokratiske mandat og er beskyttet mod politisk indflydelse og enhver form for kortsigtet pres. Omvendt sikrer ansvarlighed, at uafhængigheden ikke fører til vilkårlige beslutninger, og at mandatet bliver opfyldt.

Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde bestemmer, at ECB først og fremmest er ansvarlig over for Europa-Parlamentet som det organ, der består af valgte repræsentanter for borgerne i EU. I 2017 deltog ECB's formand i fire regelmæssige høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg.[127] Ved disse høringer havde medlemmerne af Europa-Parlamentet fokus på ECB's pengepolitik (især de ekstraordinære foranstaltninger), fremtiden for ØMU'en og EU samt politiske tiltag i den finansielle sektor. Der blev også stillet spørgsmål om de eksterne risici, herunder politisk usikkerhed, for de økonomiske udsigter.

[127] De indledende bemærkninger findes på ECB's websted.

ECB opfylder også sin ansvarlighedsforpligtelse gennem regelmæssig rapportering til og besvarelse af skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet. I 2017 modtog ECB's formand således 53 breve med sådanne spørgsmål, og svarene på dem er offentliggjort på ECB's websted.[128] Han besvarede i alt 138 skriftlige og mundtlige spørgsmål (under møder) fra medlemmer af Europa-Parlamentet, som udtryk for ECB's høje standarder for ansvarlighed og gennemsigtighed. De fleste af spørgsmålene handlede om gennemførelsen af ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag, de makroøkonomiske tilpasningsprogrammer og udviklingen i Target2-mellemværender.

ECB stilles også til ansvar for sine banktilsynsmæssige aktiviteter af både Europa-Parlamentet og Rådet.[129] Yderligere oplysninger findes i Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2017.

10.2 Internationale relationer

G20

I takt med at det globale økonomiske opsving blev styrket, fokuserede Tysklands G20-formandskab på at forbedre den økonomiske modstandsdygtighed og indfri tidligere forpligtelser. Først og fremmest bekræftede G20-landenes finansministre og centralbankchefer igen deres tidligere valutakursforpligtelser, og G20-landenes regeringschefer gjorde det klart, at de ville fortsætte kampen mod protektionisme. G20 øgede også sin overvågning af politikkers effektivitet for at fremme en stærk, vedvarende, inklusiv og afbalanceret vækst ved hjælp af en trestrenget strategi og samtidig bevare fokus på strukturreformer, der fortsat har afgørende betydning for en forbedring af de økonomiske udsigter på mellemlangt sigt. Tilsvarende skred arbejdet frem med færdiggørelsen og gennemførelsen af den lovgivningsmæssige dagsorden, herunder bestræbelser på at styrke skyggebanksektorens modstandsdygtighed og overvåge effekten af reformer af de finansielle lovrammer. G20 har også gjort fremskridt inden for internationalt samarbejde på skatteområdet og finansiel gennemsigtighed. Desuden har G20 bekræftet sin forpligtelse til at forbedre den internationale finansielle arkitektur og det globale finansielle sikkerhedsnet. G20 og andre internationale institutioner som Den Internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) har også øget fokus på at forbedre det system, der danner grundlag for de internationale kapitalstrømme. Endelig har G20 lanceret initiativet "Compact with Africa" med det formål at fremme private investeringer på det afrikanske kontinent.

---

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

[129] Skriftlige svar fra formanden for ECB's tilsynsråd på spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet offentliggøres på ECB Banktilsyns websted.

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 fortaler for et fælles europæisk perspektiv fra en centralbanks position.

Der er iværksat en række initiativer til at styrke det globale finansielle sikkerhedsnet. I forbindelse med gennemgangen af sine udlånsværktøjer indførte IMF et nyt værktøj til pengepolitisk samordning, der giver lande mulighed for at signalere deres tilsagn til økonomiske reformer og frigive finansiering fra andre kilder. IMF's bestyrelse vedtog nye principper og retningslinjer for samarbejdet mellem IMF og de regionale finansieringsordninger, der har fået stigende betydning i det globale finansielle sikkerhedsnet.

IMF tog med indførelsen af sit første program til vurdering af den finansielle sektor (Financial Sector Assessment Programme) i euroområdet et vigtigt skridt for tilsynet med euroområdets finansielle sektor i 2017. Det vidtrækkende program omfatter en række europæiske institutioner, herunder ECB (både centralbank- og tilsynsdelen) og danner grundlag for vurderingsarbejdet i de enkelte medlemslande.

Hvad angår IMF-kvoter og styring, fortsatte arbejdet med den 15. kvotegennemgang i 2017. Et stærkt, kvotebaseret IMF med tilstrækkelige ressourcer som omdrejningspunkt for det internationale monetære system er fortsat helt afgørende.

Internationalt centralbanksamarbejde

ECB styrkede sit samarbejde med centralbanker uden for EU i kraft af sin vigtige rolle i den globale økonomi og sin rolle som europæisk institution.

Ved to lejligheder afholdt Eurosystemet møder på højt plan med centralbanker i middelhavslandene og Golf-regionen. Inden for bilateralt samarbejde intensiverede ECB sit samarbejde med South African Reserve Bank, og der blev samtidig gjort fremskridt i drøftelserne med eksperter og kontakter på højt plan hos de centralbanker i G20-vækstøkonomierne, der har indgået et aftalememorandum med ECB. Endelig fortsatte ECB arbejdet med at udvide sit samarbejde geografisk, især i Latinamerika, Asien og Afrika.

Som en EU-institution fortsatte ECB sit samarbejde med centralbanker i lande, der på et tidspunkt kan blive medlem af EU – først og fremmest i form af en række regionale workshops i tæt samarbejde med de nationale centralbanker i EU. Endelig videreførte ECB også sit tætte samarbejde med de nationale centralbanker i EU om styringen af sine samarbejdsaktiviteter med centralbanker uden for EU. I 2017 blev et dokument med titlen "International Central Bank

Cooperation: ESCB Best Practices" vedtaget af Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.[130] Dokumentet beskriver baggrunden, principperne og retningslinjerne for internationalt centralbanksamarbejde på ekspert- og ledelsesniveau.

11 Ekstern kommunikation

11.1 Kommunikation er en central del af ECB's politik

I erkendelse af at kommunikation spiller en stadig vigtigere rolle for effektiviteten af centralbankernes politik, ansvarlighed og omdømme, afholdt ECB i november 2017 den første ECB Central Bank Communications Conference. På konferencen samledes repræsentanter for centralbanker, den politiske verden, medierne, de finansielle markeder og den akademiske verden for at drøfte centrale spørgsmål i relation til centralbankers kommunikation i dag: Hvordan kan kommunikation bruges som løftestang for politisk effektivitet og omdømme? Hvordan kan gennemsigtigheden øges for at sikre centralbankernes ansvarlighed, og hvordan formulerer man tydelige budskaber til et bredere publikum, således at tilliden genskabes, og offentlighedens støtte til centralbankuafhængighed styrkes.

Paneldiskussion på ECB Central Bank Communications Conference

David Wessel (Brookings Institution), Janet Yellen (Federal Reserve), Mario Draghi (ECB), Mark Carney (Bank of England) og Haruhiko Kuroda (Bank of Japan) på ECB Central Bank Communications Conference, 14. november 2017.

Konferencen resulterede i en række hovedbudskaber, som er af stor betydning for ECB. For det første kan kommunikation ikke erstatte god politik. For det andet har kommunikation som eksplicit pengepolitisk redskab – fx "forward guidance" – været

130 ESCB's bedste praksis findes på ECB's websted.

effektiv og vellykket og vil også fremover være at finde i ECB's værktøjskasse. For det tredje bliver centralbanker nødt til at indgå i en reel tovejskommunikation for ikke at ende i et selvskabt "ekkorum". For det fjerde bliver centralbanker nødt til at finde nye måder til at nå ud til et nyt publikum, der befinder sig uden for deres komfortzone bestående af markeder, eksperter og specialiserede medier. For at genvinde folks tillid bliver centralbankerne nødt til at øge deres bestræbelser på at forklare, hvad de laver, og hvordan deres handlinger i sidste ende har et almennyttigt formål. Disse hovedkonklusioner afspejles i mange af ECB's allerede eksisterende kommunikationsaktiviteter, hvor der blev taget en række vigtige initiativer i 2017. De fleste af ECB's bestræbelser sætter fokus på at øge engagementet med eksterne og interne interessenter, både hvad angår den personlige kontakt og digitalt.

11.2 Styrkede outreach-aktiviteter

I 2017 tog ECB yderligere store skridt mod at styrke outreach-aktiviteterne. Det største var åbningen af ECB's besøgscenter i oktober. Besøgscentret befinder sig i ECB's hovedbygning i Frankfurt. Det blev skabt og udviklet over en toårig periode. Her kan borgere fra Europa, men også fra andre steder i verden, lære mere om ECB og ECB's opgaver og målsætning.

Centrale visuelle elementer i ECB's besøgscenter

VISITOR CENTRE
EUROPEAN CENTRAL BANK

Konceptet bag besøgscentret er bygget op omkring fire hovedelementer med euroen som det samlende tema. "Maintain"-afsnittet ser på, hvordan ECB fastholder prisstabilitet. "Safeguard"-afsnittet sætter fokus på ECB's rolle med hensyn til at fremme finansiel stabilitet og i tilsynet med bankerne. "Connect"-afsnittet fremhæver ECB's opgaver med at udvikle betalingssystemer og sikre forsyningen af eurosedler. "Achieve"-afsnittet giver et bredere europæisk perspektiv og fremhæver Europas resultater. Det er hensigten, at de besøgende får en praktisk læringsoplevelse, som omfatter ting, de kan røre ved, spil, film og en kopi af Styrelsesrådets mødelokale. Hvert år forventes 40.000 besøgende at lægge vejen forbi besøgscentret, hvilket er en tredobling af ECB's kapacitet til at tage imod besøgsgrupper. I 2017 modtog ECB 811 besøgsgrupper i Frankfurt og var i den forbindelse vært for mere end 22.700

besøgende fra 42 lande. Besøgene omfattede i de fleste tilfælde et skræddersyet foredrag, som imødekom publikums særlige interesser, og som gav god mulighed for ægte engagement og dialog.

ECB investerede også yderligere i kontakten til de unge ved at gennemføre de to første Youth Dialogues (i Lissabon og Dublin). Det er et nyt interaktivt format, hvor studerende kan stille spørgsmål direkte til ECB's formand. En anden innovativ måde at nå ud til de unge på var Euro Video Challenge, hvor ECB gav unge europæere til opgave at lave en kort, spændende film, som gør et økonomisk emne i relation til ECB's arbejde tilgængeligt for unge mennesker. Disse nye outreach-metoder er et supplement til de allerede eksisterende bestræbelser, som fx konkurrencen Generation €uro Students' Award, der blev afholdt for syvende gang i 2017, og åbent hus-dagen for børn mellem 8 og 12 år, der blev afholdt i fællesskab med "Die Sendung mit der Maus", et populært tysk børneprogram på TV.

ECB brugte også fortsat ressourcer på den direkte kontakt online og på de sociale medier med folk i alle aldre og uddannelsesmæssig baggrund og med forskellige faglige og personlige interesser. ECB's websted, der består af over 137.000 sider, havde ca. 18 millioner besøgende i 2017 fra hele verden. Nogle af de mest populære afsnit på webstedet er de såkaldte Explainers. Her forsøger ECB at besvare spørgsmål om komplekse centralbankpolitiske spørgsmål – som" Hvorfor er renterne lave?", "Hvordan virker kvantitative lempelser" eller "Hvad er misligholdte lån?" – og gøre dem tilgængelige for alle former for publikum på 24 sprog. På de sociale medier nåede ECB's Twitter-konto over 400.000 følgere i 2017, på LinkedIn har ECB over 50.000 følgere, og ECB's YouTube-kanal har 16.000 følgere.

I marts 2017 modtog ECB Den Europæiske Ombudsmands Award for Good Administration i kategorien "Excellence in communication", som en påskønnelse for sin innovative tilgang til kommunikation – både via webstedet og multimedieformater samt via outreach-aktiviteterne. Der blev eksplicit lagt vægt på bestræbelserne på at gøre ECB tilgængelig for borgerne og hjælpe dem med at forstå centralbankens opgaver og rolle, og, mere generelt, for at være et eksempel på "god offentlig forvaltning, en servicekultur og for viljen til at have en synlig og direkte positiv indflydelse på EU-borgernes liv".

12 Institutionel ledelse og corporate governance

I 2017 stod ECB's besluttende organer (Styrelsesrådet, Direktionen og Det Generelle Råd) også for ledelsen af Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) i overensstemmelse med deres respektive ansvarsområder i henhold til traktaten om Den Europæiske Union og traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, Statutten for ESCB og ECB og den relevante forretningsorden. ECB's formand og næstformand har regelmæssigt afholdt pressekonferencer for at orientere om resultaterne af Styrelsesrådets otte pengepolitiske møder i 2017. Sammendrag af disse møder samt Styrelsesrådets afgørelser blev offentliggjort på ECB's websted i løbet af året.

I januar 2017 fejrede Direktionen afholdelsen af møde nummer 1.000. Direktionen varetager fortsat sin rolle med hensyn til at gennemføre pengepolitikken i overensstemmelse med Styrelsesrådets afgørelser og forestå ECB's løbende drift. Styrelsesrådets årlige eksterne møde blev afholdt i Tallinn. Det var første gang, et sådant møde blev afholdt i et af de baltiske lande. Styrelsesrådets eksterne møder giver medlemmerne mulighed for at opleve den rigdom og forskelligartethed, der er i euroområdet. De giver samtidig folk i Europa en mulighed for at lære mere om ECB og ECB's mandat. Det Generelle Råd fortsatte med at drøfte spørgsmål af relevans for ESCB, bl.a. på et seminar om det finansielle økosystems cyberberedskab. For at sikre at ECB's pengepolitik og øvrige opgaver er adskilt fra de tilsynsmæssige opgaver, som ECB har fået overdraget i medfør af Rådets forordning (EU) nr. 1024/2013, holder Styrelsesrådet særskilte møder, hvor tilsynsspørgsmålene drøftes. Nærmere om ECB's tilsynsfunktion og dets ledende organ, Tilsynsrådet, findes på ECB Banktilsyns websted samt i Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2017.

Eurosystem-/ESCB-komiteerne støttede fortsat ECB's besluttende organer i udførelsen af deres opgaver (enten i ESCB-sammensætning eller i SSM-sammensætning (dvs. med deltagelse af en repræsentant fra både centralbanken og den nationale kompetente myndighed i de enkelte deltagende medlemslande) i forbindelse med behandlingen af tilsynsspørgsmål).

ECB's governance-struktur omfatter to udvalg på højt niveau – Revisionsudvalget og Den Etiske Komite – samt en række andre eksterne og interne kontrolinstanser. Den understøttes af avancerede etiske regler, undersøgelsesrammer for bekæmpelsen af svig og en ordning vedrørende gennemsigtighed.

Integritet, åbenhed og god forvaltning er afgørende for at kunne fastholde interessenternes tillid samt tilliden i den brede offentlighed. Kontoret for Compliance og Governance (CGO) rapporterer direkte til ECB's formand og støtter Direktionen i bestræbelserne på at beskytte ECB's integritet og omdømme ved at fremme etiske adfærdsstandarder.

For at understrege vigtigheden af en korrekt etisk adfærd indførte Direktionen i 2017 obligatoriske uddannelseskurser i etik og integritet for alle ECB's medarbejdere. På Eurosystem- og SSM-niveau oprettede Styrelsesrådet i 2017 en etik- og compliance-taskforce, som skal gennemføre fælles minimumsstandarder for etisk adfærd og fremme udveksling og samarbejde mellem ECB, de nationale centralbanker og de nationale kompetente myndigheder.

ECB lægger stor vægt på åbenhed og ansvarlighed og fører i denne forbindelse regelmæssigt dialoger, på højeste plan, med banksektoren, institutionelle investorer og ikke-finansielle virksomheder for at få målrettede tilbagemeldinger fra eksperter vedrørende konjunkturmæssige, strukturelle, finansielle og realøkonomiske spørgsmål. Disse dialoger suppleres af regelmæssig kontakt til og samspil med politikere, den akademiske verden, repræsentative sammenslutninger og civilsamfundet, som giver relevante input og oplysninger om

udviklingen i økonomien og på de finansielle markeder og sætter dem ind i en bredere samfundsmæssig sammenhæng. ECB har også kontakt til et lige så bredt spektrum af interessenter på det tekniske plan.

Kontakt til tredjeparter finder sted inden for velfunderede og offentlige rammer, som garanterer en passende grad af gennemsigtighed og lige adgang.

Som led i sin forpligtelse til at sikre gennemsigtighed offentliggør ECB også de enkelte direktionsmedlemmers og formanden og næstformanden for Tilsynsrådets kalendere.

ECB's gennemsigtighedsordning er i overensstemmelse med opstillede målsætninger og anvendte standarder for aktindsigt i andre EU-institutioner og -organer. Med ordningen afbalanceres behovet for gennemsigtighed med behovet for at beskytte fortroligheden af visse specifikke spørgsmål i forbindelse med udførelsen af ECB's opgaver. Som følge af ECB's udvidede ansvarsområder er antallet og kompleksiteten af borgernes og de nationale myndigheders anmodninger om aktindsigt steget betydeligt.

13 Organisatorisk udvikling og udviklingen i personaleforvaltningen

I september 2017 blev ECB's nye forretningsstrategi for 2018-20 færdiggjort. Her fastlægges visionen for institutionen og de konkrete prioriteter og målsætninger, som vil hjælpe ECB med at omstille sig og med også fremover at opfylde sit mandat i en verden i stadig forandring. Strategien er baseret på fire prioriteter, der afspejler institutionens målsætning: i) at fastholde prisstabilitet, ii) at sikre det finansielle system, iii) at styrke ECB's omdømme som en verdensklasseinstitution og iv) som institution at inspirere, udvikle og engagere sine folk.

Derfor foretog Direktionen en vurdering af interne og eksterne udviklingstendenser samt udfordringer for institutionen. De eksterne udfordringer omfatter bl.a. den lave inflation, som kræver utraditionelle pengepolitiske instrumenter, usikkerhed i relation til Brexit og risici i forbindelse med cybersikkerhed. Internt ser ECB på udfordringer, som bl.a. en yderligere optimering af tjenesterne, en styrkelse af den organisatoriske modstandskraft og udnyttelsen af teknologiske fremskridt samt af bedre samarbejde og videndeling på tværs af forretningsaktiviteter.

Repræsentanter fra de forskellige forretningsområder mødtes i grupper for at udarbejde strategiens mellemfristede målsætninger på baggrund af de fire strategiske prioriteter, der derefter blev yderligere fordelt på de forskellige forretningsaktiviteter. ECB vil med jævne mellemrum gennemgå disse målsætninger og de fremskridt, der gøres.

Strategien udgør samtidig en plan, som gør det muligt for ECB at fokusere på det, der er virkelig vigtigt. Den angiver retningen for institutionen de næste tre år og hjælper ECB med at tjene borgerne i euroområdet.

Udviklingen på personaleområdet

I 2017 byggede ECB videre på det fundament, der blev lagt i 2016, med henblik på at styrke talentkulturen, lederskabet og talentstyringskapaciteten. *Leadership Growth Programme* – en af de bærende søjler i styrkelsen af disse færdigheder – blev iværksat i begyndelsen af året og har haft deltagelse af over 80 pct. af de mulige deltagere. På ESCB-niveau blev der også indført tiltrædelsesseminarer for nyligt udpegede medlemmer af den øverste ledelse. ECB's forretningsstrategi for 2018-20 vil fortsat fremme dette betydelige skifte i retning af stærkt lederskab, samtidig med at der skabes mulighed for at uddelegere ansvar i hele ECB.

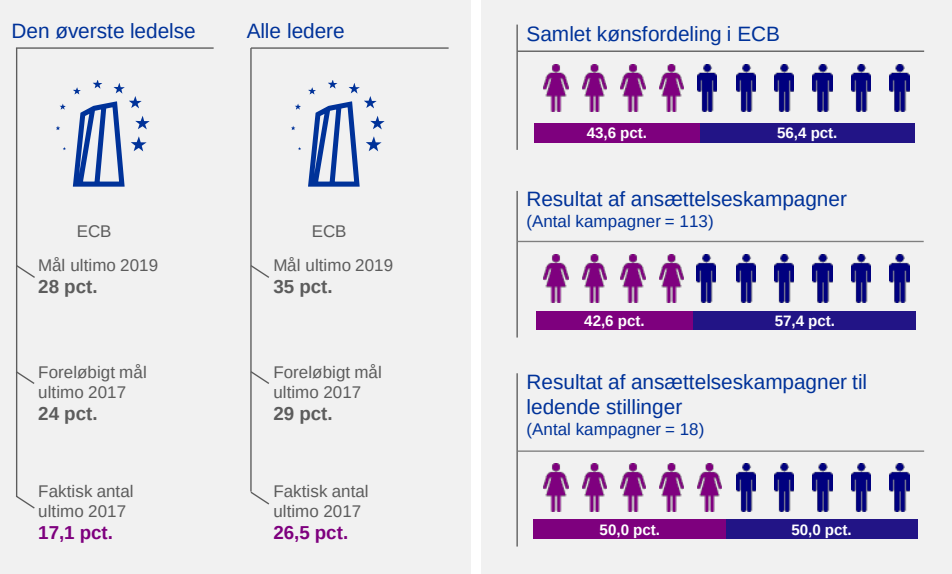
Parallelt hermed blev der også taget utallige initiativer til generelt at gøre en kultur baseret på faglig ekspertise og talent til en del af hverdagen i ECB. Initiativerne omfatter en kompetenceramme med en strømlinet kompetencemodel, en strategisk gennemgang af personaleplanlægningen, en ramme for mål- og resultatstyring, der har fået nyt liv, herunder en strøm af strategiske prioriteter, som blev til mål for personalet, obligatorisk e-læring om etik, som er gennemført af mere end 4.000 medarbejdere og en ny ECB-ordning for karriereskift, som støtter medarbejdere, der vil starte på en anden karriere. Næsten 200 medarbejdere vil nyde godt af denne ordning. Initiativer inden for skræddersyede rammer for talentstyring, som skal tiltrække, udvikle og fastholde de bedste forskelligartede talenter, vil fortsat være et af ECB's vigtigste strategiske mål.

I løbet af 2017 fortsatte ECB desuden bestræbelserne på at gøre mangfoldighed til et centralt middel til at opnå resultater og succes. ECB er en meritbaseret organisation og står som sådan som garant for mangfoldighedsværdier – som fx respekt, retfærdighed, rummelighed og lige muligheder – over for medarbejderne uanset deres køn, nationalitet, religion, seksuelle orientering, etniske oprindelse, alder, kulturelle baggrund eller handicap. Aktiviteterne i 2017 omfattede bl.a. afholdelsen af "Diversity Days", hvor der var foredragsholdere fra den akademiske verden og offentligheden, oprettelsen af en mangfoldighedssektion på ECB's websted og hejsning af regnbueflaget i anledning af den internationale dag mod homofobi, transfobi og bifobi.

For at opnå en bedre balance mellem kønnene – en af ECB's strategiske forretningsmålsætninger – er der opstillet mål for kønsfordelingen ved udgangen af 2019, og der er samtidig truffet en række understøttende foranstaltninger, som skal bistå ECB med at nå dem. Foranstaltningerne indbefatter, at der sættes fokus på inklusivt lederskab, mangfoldighedsambassadører inden for de forskellige forretningsområder, en mentorordning, et særligt program til uddannelse af kvindelige ledere, en åbent hus-dag for kvinder med lederevner og forbedrede muligheder for fleksible arbejdsordninger.

Diagram 3

Mål for kønsfordelingen og andelen af kvindelige ansatte i ECB



Kilde: ECB.
Anm.: Den samlede kønsfordeling i ECB afspejler medarbejdere i en tidsbegrænset eller en permanent stilling. Ansættelsestallene tager højde for både interne og eksterne ansættelseskampagner (til besættelse af tidsbegrænsede stillinger), som blev afsluttet i 2017. Data pr. 31. december 2017.

Som led i en stor indsats for at forbedre den sociale dialog i ECB, blev flere aspekter af arbejdet på personaleområdet i 2017 gennemgået i henhold til et fælles arbejdsprogram med medarbejderrepræsentanterne. Programmet dækker seks centrale arbejdsområder, nærmere bestemt trivsel, sundhed og sikkerhed, styring af karriereudvikling og performance, politik på kontraktområdet, mangfoldighed og rummelighed, ansættelse og mekanismer til medarbejderdeltagelse. Medarbejderne kom med værdifulde input, for så vidt angår politikken og beslutningstagningen på flere af disse områder.

På ESCB-niveau blev den anden årgang af praktikanter (31 i alt) udvalgt til det europæiske banktilsyns praktikantprogram. Til Schuman-programmet – et nyt initiativ – blev 30 medarbejdere fra hele systemet udpeget til at bidrage til et særligt projekt i en anden institution og udstationeret i denne institution i op til ni måneder. Der blev også oprettet en taskforce om mobilitet med henblik på at skabe en meningsfuld rotation af personale inden for systemet.

Pr. 31. december 2017 var antallet af stillinger i ECB omregnet til fuldtidsstillinger 3.252 mod 2.898,5 ved udgangen af 2016. Det faktiske antal medarbejdere med en ansættelseskontrakt i ECB, omregnet til fuldtidsstillinger, var 3.384 (mod 3.171 pr. 31. december 2016).[131] I 2017 fik i alt 246 medarbejdere en ny tidsbestemt kontrakt (midlertidige kontrakter eller kontrakter, som senere kan føre til fastansættelse). Herudover blev der givet 393 kortvarige kontrakter samt et antal kontraktforlængelser til dækning af fravær på under et år. I 2017 tilbød ECB fortsat

131 Ud over kontrakter, som er baserede på stillinger omregnet til fuldtidsstillinger, omfatter dette tal bl.a. kortvarige kontrakter til medarbejdere på udstationering fra nationale centralbanker og internationale organisationer, samt kontrakter til deltagere i ECB's Graduate Programme.

kortvarige kontrakter af en varighed på op til 36 måneder til medarbejdere i nationale centralbanker og internationale organisationer. Den 31. december 2017 arbejdede 232 medarbejdere fra nationale centralbanker og internationale organisationer med forskellige opgaver i ECB, hvilket er en nedgang på 7 pct. i forhold til udgangen af 2016. I september 2017 tog ECB imod 15 deltagere i den tolvte udgave af ECB's Graduate Programme, og pr. 31. december 2017 arbejdede 376 praktikanter i ECB (en stigning på 18 pct. i forhold til 2016). ECB gav også to forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og fem forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship Programme.

Samtidig med at organisationen blev en anelse større, gik 113 medarbejdere med en tidsbegrænset eller en permanent kontrakt enten på pension eller opsagde deres kontrakt i 2017 (56 i 2016), og 344 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

ECB's årsregnskab

2017

Ledelsens beretning **A 2**

ECB's regnskab **A 23**

Balance pr. 31. december 2017 A 23

Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2017 til 31. december 2017 A 25

Anvendt regnskabspraksis A 26

Noter til balancen A 35

Ikke-balanceførte poster A 53

Noter til resultatopgørelsen A 56

Den uafhængige revisors påtegning **A 63**

Note om fordeling af overskud/dækning af tab **A 67**

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-statutten[2] 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.

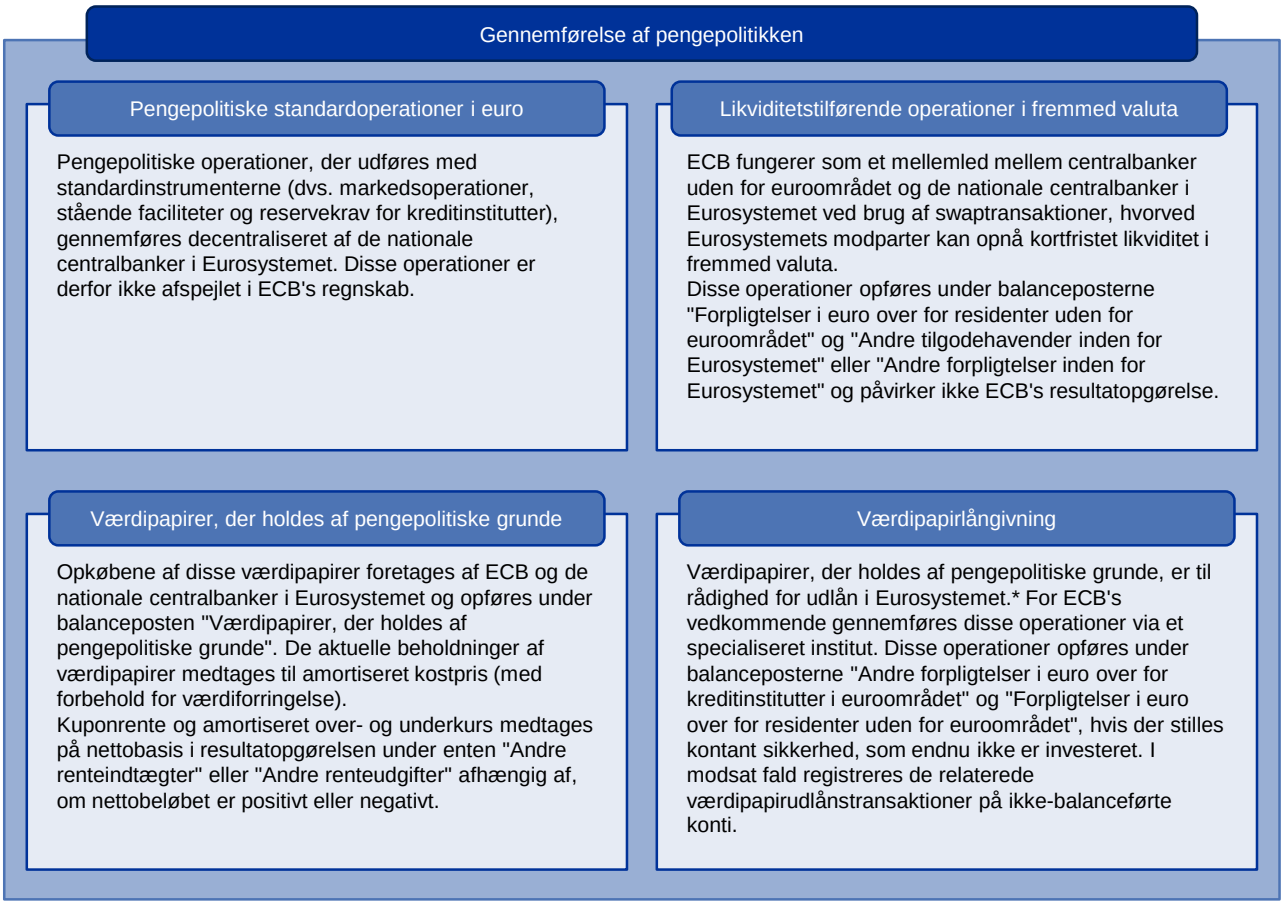
Eurosystemets pengepolitiske operationer registreres i ECB's og de nationale centralbanker i euroområdets regnskaber, hvilket afspejler princippet om en decentraliseret gennemførelse af pengepolitikken i Eurosystemet. Diagram 1 giver et overblik over de vigtigste operationer og funktioner, som ECB skal 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.

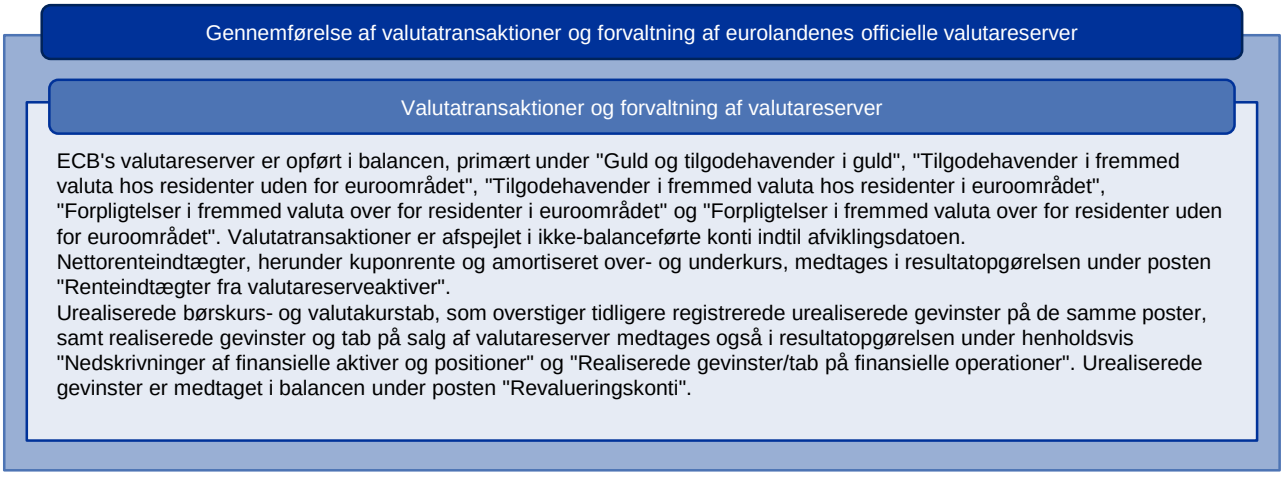
2 Protokol om statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank.

Diagram 1

ECB's vigtigste aktiviteter og deres påvirkning af regnskabet



* Yderligere oplysninger om værdipapirudlån findes på ECB's websted.



Fremme af betalingssystemernes smidige funktion

Betalingssystemer (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 udvikling

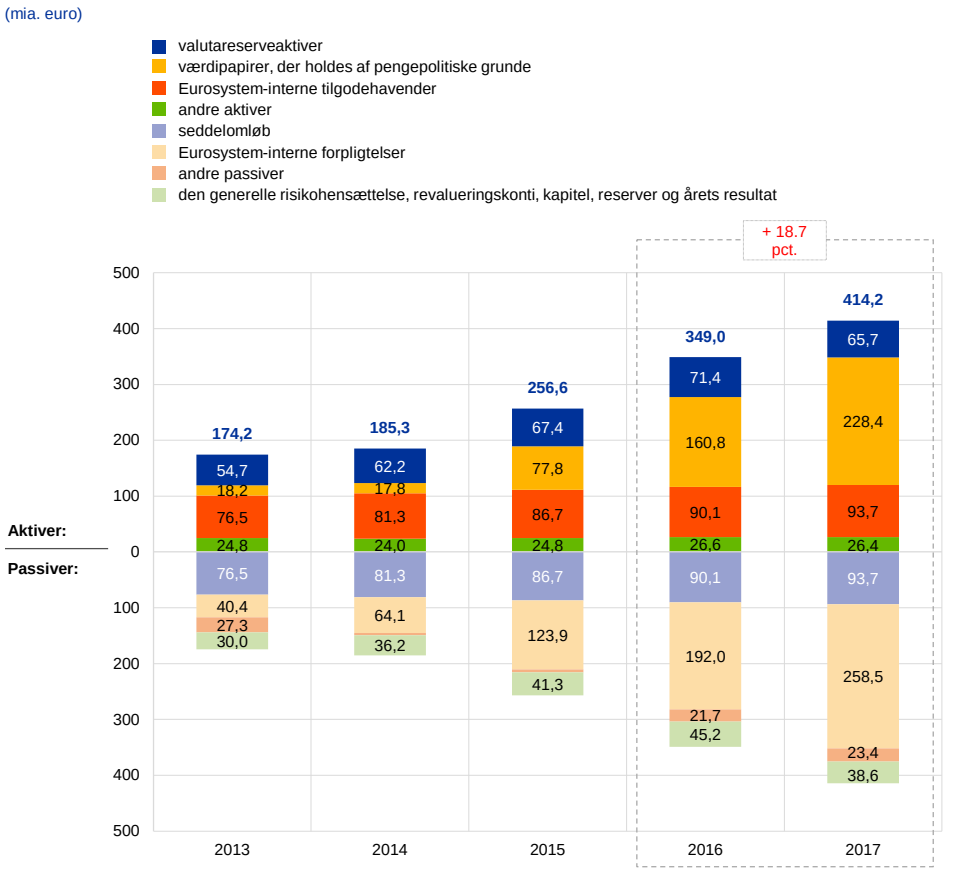
3.1 Balancen

Figur 1 viser hovedkomponenterne i ECB's balance i perioden 2013-17. Udvidelsen af ECB's balance blev indledt i 4. kvartal 2014 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 de følgende år, primært som følge af opkøb af værdipapirer inden for programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP).

65,2 mia. euro
Stigning i samlede aktiver i 2017

I 2017 steg **ECB's samlede aktiver** med 65,2 mia. euro til 414,2 mia. euro, hvilket hovedsagelig skyldtes ECB's andel af opkøbte værdipapirer inden for programmet til opkøb af aktiver (APP)[3]. Disse opkøb førte til en stigning i posten "Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde", mens kontantafviklingen af disse opkøb via Target2-konti medførte en tilsvarende stigning i "Eurosystem-interne forpligtelser".

Figur 1
ECB's balance



Kilde: ECB.

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

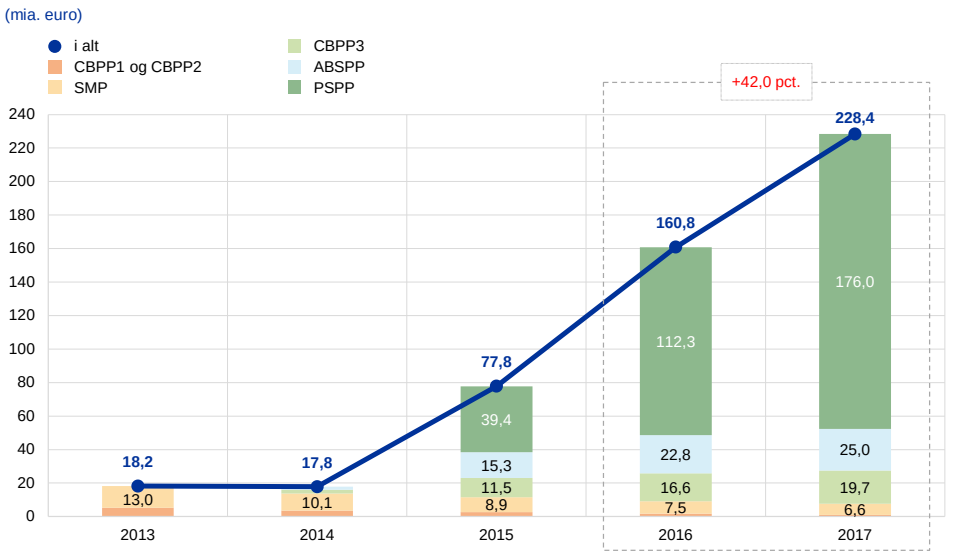
55 pct.
af de samlede aktiver er værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Eurodenominerede værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, udgjorde 55 pct. af ECB's samlede aktiver ved udgangen af 2017. 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.[4] I 2017 fortsatte værdipapiropkøbene under CBPP3, ABSPP og PSPP[5] på grundlag af Styrelsesrådets afgørelser om Eurosystemets samlede månedlige opkøb og på forhånd fastlagte kriterier.

67,6 mia. euro
Stigning i værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Som resultat af ovennævnte opkøb øgedes porteføljen af værdipapirer, som ECB holder af pengepolitiske grunde, i 2017 med 67,6 mia. euro til 228,4 mia. euro (se figur 2), idet opkøbene under PSPP stod for størstedelen af denne stigning. Nedgangen i beholdningerne under CBPP1, CBPP2 og SMP skyldtes indfrielser, som udgjorde 1,5 mia. euro.

Figur 2
Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde



Kilde: ECB.

I 2017 faldt den samlede værdi i euro af **ECB's valutareserveaktiver**, der består af guld, særlige trækningsrettigheder, amerikanske dollar, japanske yen og, fra 2017, kinesiske renminbi, med 5,7 mia. euro til 65,7 mia. euro.

Værdien i euro af ECB's guldbeholdninger og tilgodehavender i guld faldt med 0,3 mia. euro til 17,6 mia. euro i 2017 (se figur 3) som følge af et fald i markedsprisen i euro på guld, mens disse beholdningers størrelse i ounces finguld var uændret. Dette fald førte også til en nedgang, på det samme beløb, i ECB's revalueringskonti (se afsnit 3.2).

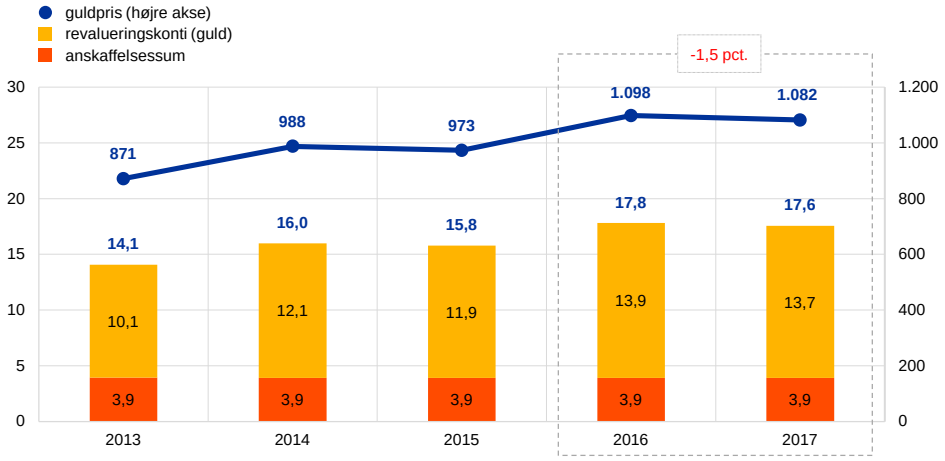
4 ECB køber ikke værdipapirer under CSPP.

5 I 2017 blev der ikke foretaget yderligere opkøb under de to første programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer eller under SMP, da Styrelsesrådet besluttede at bringe disse programmer til ophør.

Figur 3

Beholdninger af guld og guldpriser

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



Kilde: ECB.

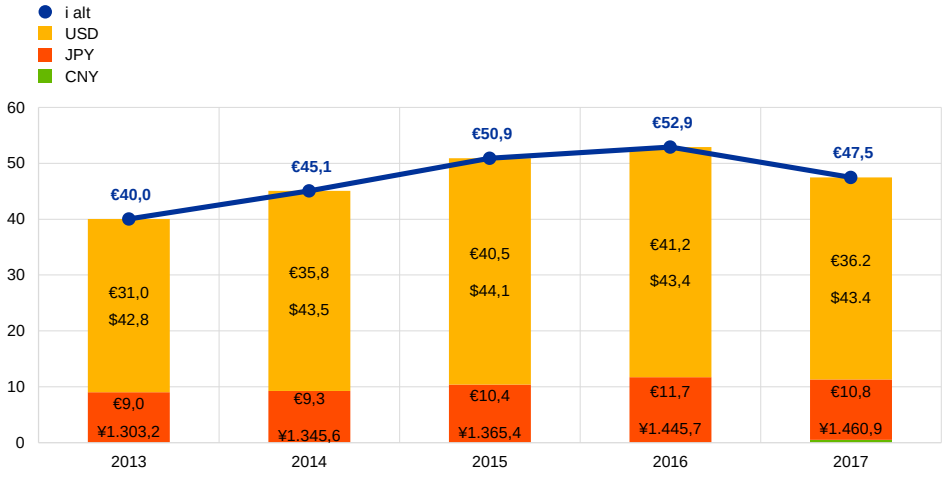
Værdien af ECB's nettovalutabeholdninger faldt på grund af euroens appreciering

ECB's nettobeholdninger i euro af amerikanske dollar, japanske yen og kinesiske renminbi faldt med 5,4 mia. euro til 47,5 mia. euro (se figur 4), hvilket primært skyldtes euroens appreciering over for amerikanske dollar og japanske yen. Dette fald afspejles også i de mindre indeståender på ECB's revalueringskonti (se afsnit 3.2).

Figur 4

Valutabeholdninger

(mia. euro)



Kilde: ECB.

ECB tilføjede kinesiske renminbi som en komponent i sine valutareserver

I 2017 investerede ECB, hvad der svarer til 0,5 mia. euro, i kinesiske renminbi, som herved blev den tredjestørste valuta i ECB's valutareserver.[6] ECB finansierede denne investering ved at sælge en lille del af sin beholdning af amerikanske dollar

6 Se ECB's pressemeddelse af 13. juni 2017.

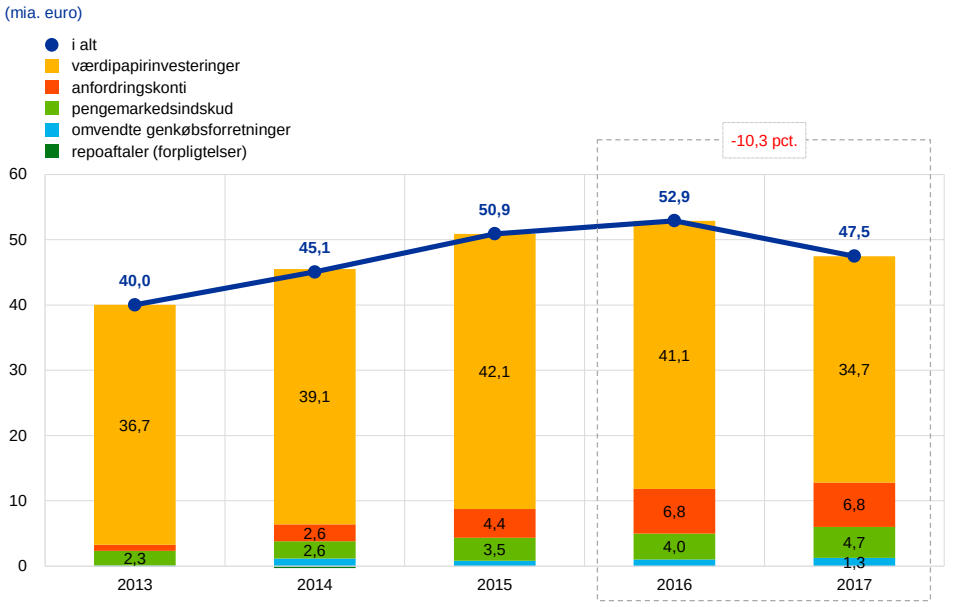
og investere hele beløbet i kinesiske renminbi. Amerikanske dollar udgør stadig den største del af ECB's valutabeholdninger med en andel på ca. 76 pct. af de samlede beholdninger.

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

Figur 5

Valutainvesteringernes sammensætning



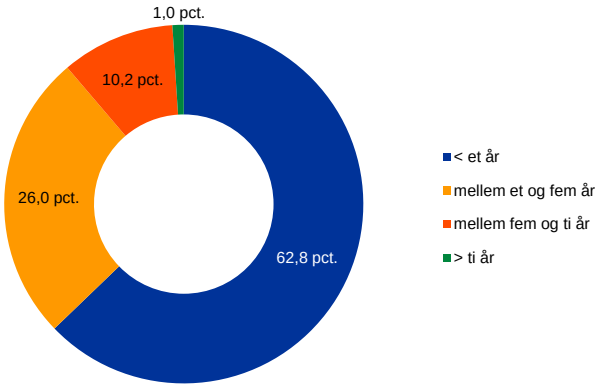
Kilde: ECB.

62,8 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

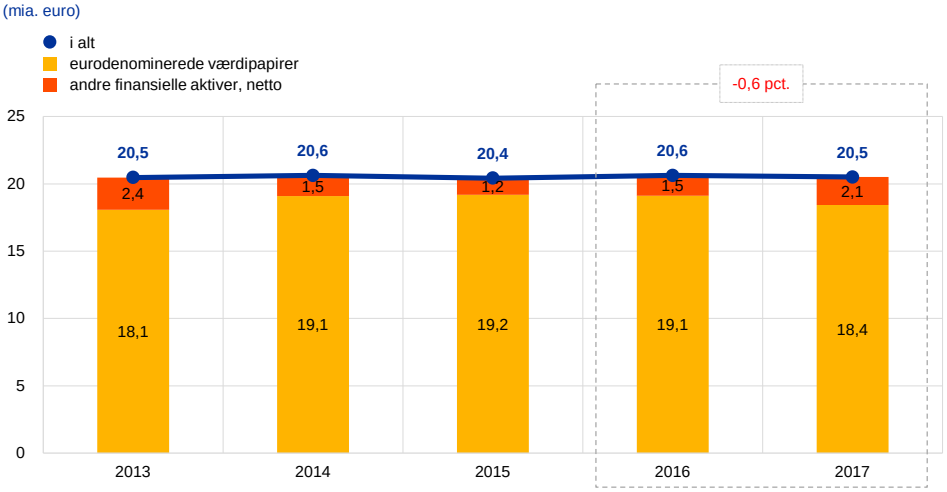


Kilde: ECB.

I 2017 var **egenporteføljen** stort set uændret på 20,5 mia. euro (se figur 7). Denne portefølje består primært af eurodenominerede værdipapirer, der værdiansættes til markedspris ultimo året.

Figur 7

ECB's egenportefølje



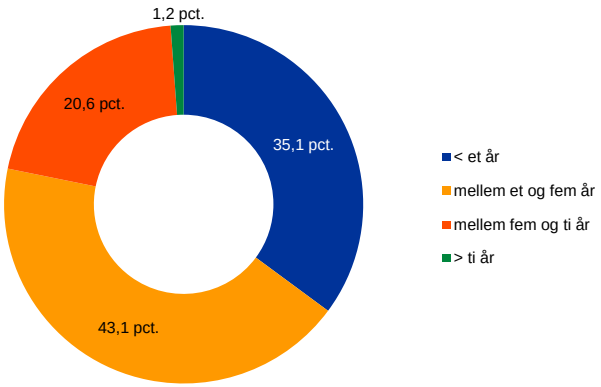
Kilde: ECB.

ECB's egenportefølje holdes som en direkte modpost til den indbetalte kapital, hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici 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.[7] Målsætningen med forvaltningen af egenporteføljen er i denne forbindelse at maksimere afkastet. Dette skal dog ske inden for en række

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

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 egenporteføljе



Kilde: ECB.

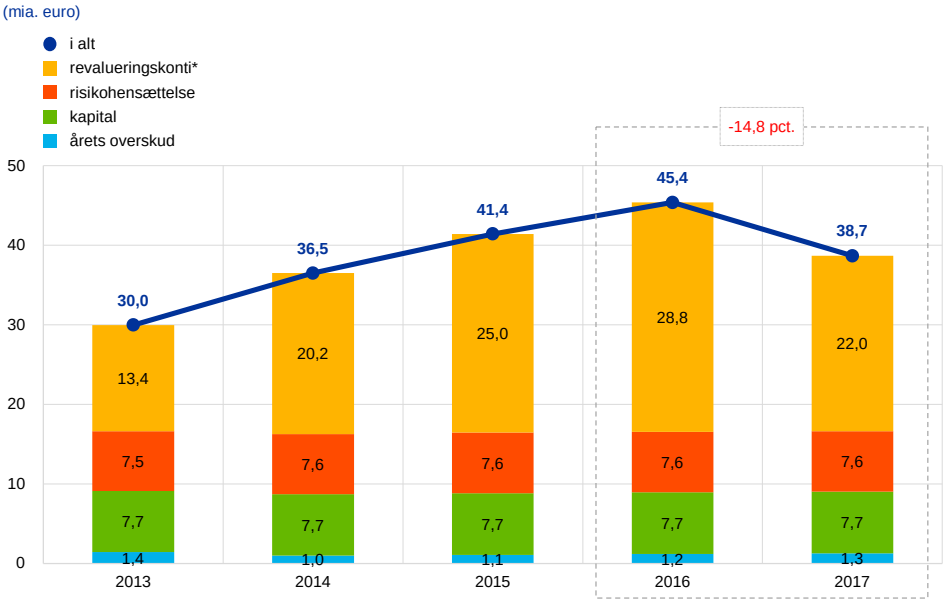
3.2 Finansielle ressourcer

38,7 mia. euro
ECB's finansielle ressourcer

ECB's finansielle ressourcer består af kapital, den generelle risikohensættelse, revalueringskontiene og årets nettoindtægter. 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 2017 udgjorde **ECB's finansielle ressourcer** i alt 38,7 mia. euro (se figur 9). Dette beløb var 6,7 mio. euro lavere end i 2016 på grund af et fald i revalueringskontiene efter euroens appreciering.

Figur 9

ECB's finansielle ressourcer



Kilde: ECB.
* Dette omfatter de samlede revalueringsgevinster på beholdningerne af guld, valuta og værdipapirer, men ikke revalueringskontoen for ydelser efter fratrædelse.

+14 pct.
Appreciering af euroen i forhold til amerikanske dollar i 2017

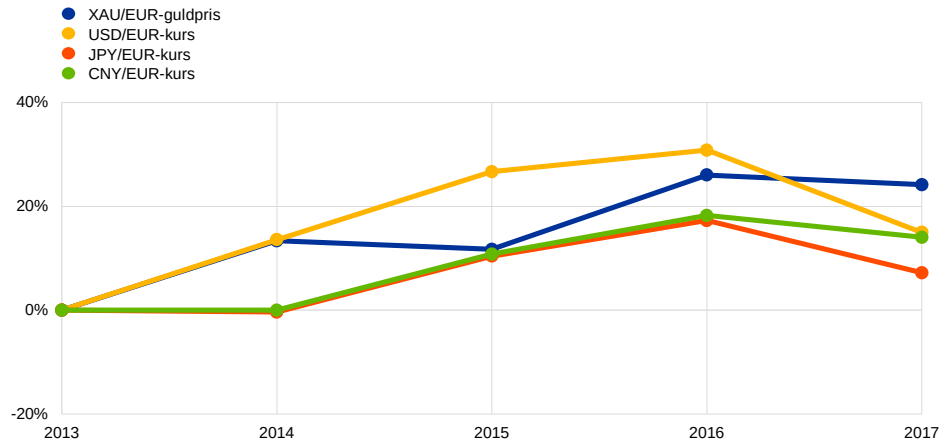
Urealiserede gevinster fra guld, valuta og værdipapirer, som underlægges en kursregulering, opføres ikke som indtægter i resultatopgørelsen, men anføres direkte på **revalueringskonti**, der fremgår af passivsiden af ECB's balance. Indeståender på disse konti kan anvendes til at absorbere virkningen 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 2017 faldt revalueringskontiene for guld, valuta og værdipapirer[8] med 6,8 mia. euro til 22,0 mia. euro, primært som følge af apprecieringen af euro i forhold til amerikanske dollar og japanske yen (se figur 10).

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

Figur 10

De vigtigste valutakurser og guldpriserne i perioden 2013-17

(ændringer i pct. i forhold til 2013)



Kilde: ECB.

Nettoindtægterne fra ECB's aktiver og passiver i et givet regnskabsår kan anvendes til at absorbere eventuelle tab samme år. I 2017 var **ECB's nettoindtægter** 1,3 mia. euro, hvilket er 0,1 mia. euro højere end i 2016.

Den generelle risikohensættelse er på det højest tilladte niveau

På grund af sin eksponering for finansiel 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 2017 7,7 mia. euro, hvilket er uændret i forhold til ultimo 2016.

3.3 Resultatopgørelsen

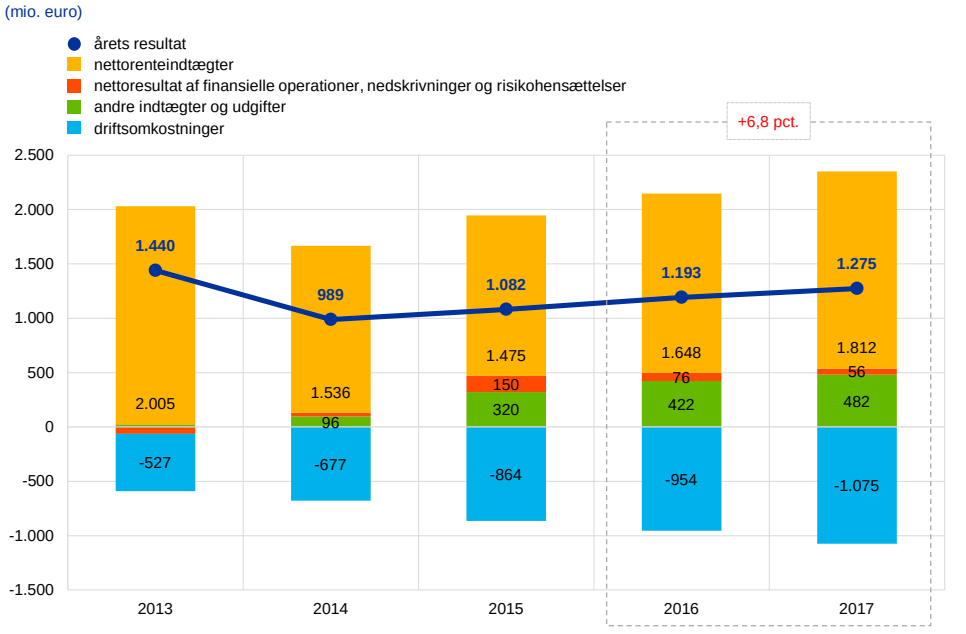
Figur 11 viser hovedkomponenterne i ECB's resultatopgørelse i perioden 2013-17. Over denne periode varierede ECB's overskud fra 1,0 mia. euro til 1,4 mia. euro. Der har gennem de seneste tre år været en gradvis stigning i ECB's resultat, som primært kan tilskrives højere renteindtægter fra valutareserveaktiver og fra

værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde. Disse stigninger mere end opvejede nedgangen i renteindtægter fra pengesedler i omløb[9] og egenporteføljen.

1.275 mio. euro
ECB's resultat i 2017

I 2017 var **ECB's overskud** på 1.275 mio. euro (1.193 mio. euro i 2016). Stigningen på 82 mio. euro i forhold til 2016 skyldtes hovedsagelig stigningen i nettorenteindtægter.

Figur 11
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".

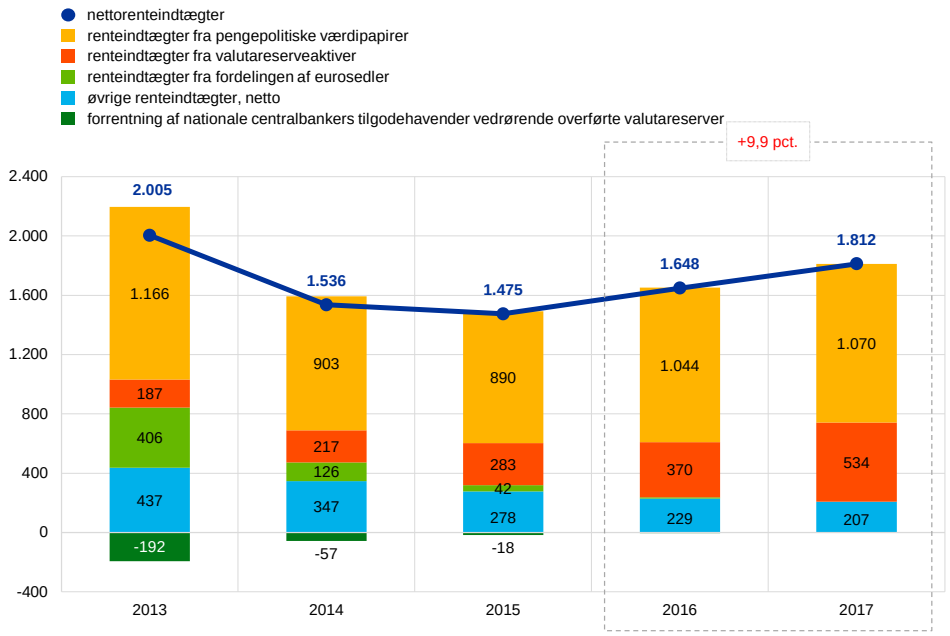
Stigning i indtægter fra valutareserver og pengepolitiske indtægter

ECB's **nettorenteindtægter** steg med 163 mio. euro til 1.812 mio. euro (se figur 12), hovedsagelig som følge af de højere renteindtægter fra valutareserveaktiver og fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde.

9 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 euroseddelomløb.

Figur 12
Nettorenteindtægter

(mio. euro)



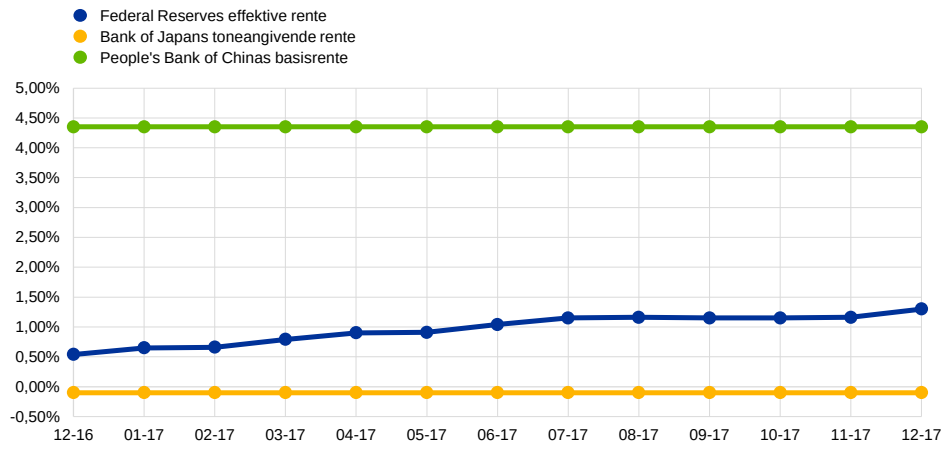
Kilde: ECB.

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

Renteindtægter fra valutareserveaktiver steg med 164 mio. euro til 534 mio. euro, primært som følge af højere renteindtægter fra værdipapirer i amerikanske dollar forårsaget af stigende afkast fra værdipapirer i amerikanske dollar med korte løbetider (se figur 13).

Figur 13
Vigtige benchmarkrenter

(pct. p.a.; månedlige observationer)



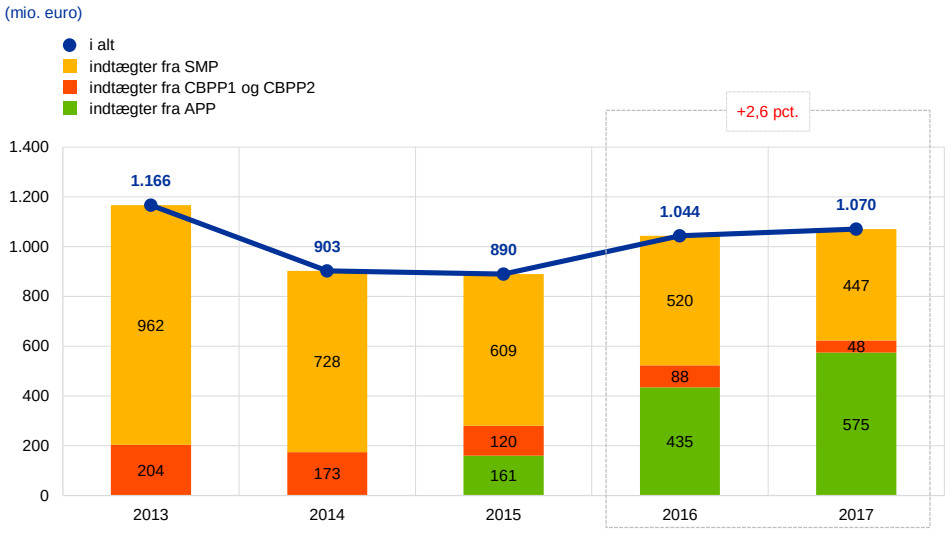
Kilder: Federal Reserve Board, Bank of Japan og People's Bank of China.

Den højere indtægt fra APP blev delvis opvejet af en nedgang i indtægten fra ophørte programmer

Nettorenteindtægter fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, var i 2017 1.070 mio. euro, hvilket var 27 mio. euro højere end i 2016 (se figur 14). Nettorenteindtægter fra værdipapirer under APP-programmet steg med 140 mio. euro til 575 mio. euro. Dette skyldtes forøgelsen af beholdningerne (se figur 2), mens statsobligationsrenterne i euroområdet gennemsnitligt var lave gennem hele året (se figur 15). Denne stigning blev dog stort set opvejet af et fald i nettorenteindtægterne fra SMP-, CBPP1- og CBPP2-porteføljerne, som faldt med 113 mio. euro til 496 mio. euro på grund af mindskelsen af disse porteføljers størrelse som følge af udløbet af værdipapirer. I 2017 genererede værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, ca. 60 pct. af ECB's nettorenteindtægter.

Figur 14

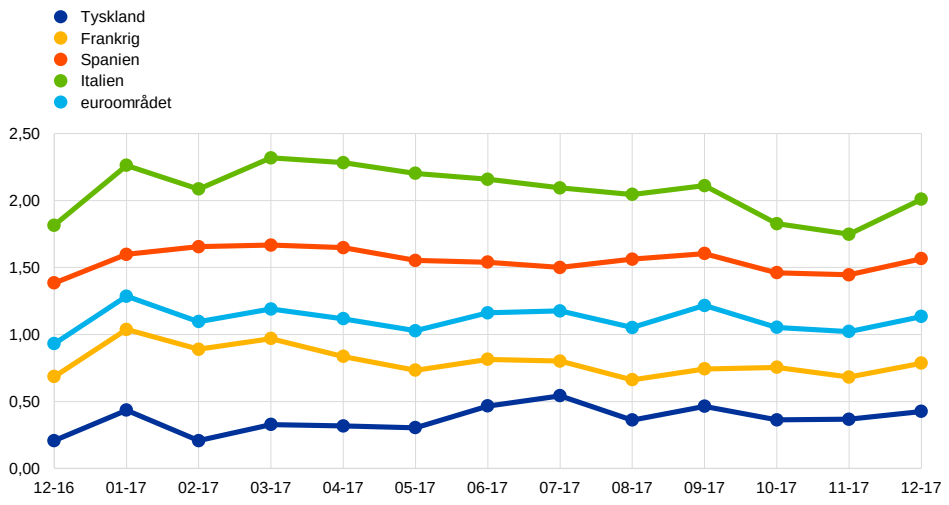
Nettorenteindtægt fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde



Kilde: ECB.

Figur 15

Den 10-årige statsobligationsrente



Kilde: ECB.

0,0 pct.
Rentesatsen for de primære markeds-operationer i 2017

Renteindtægterne fra ECB's andel af det samlede euroseddelomløb og **renteudgifterne til de nationale centralbanker vedrørende de valutareserveaktiver, som de har overført, var nul** på grund af renten på 0 pct., som Eurosystemet anvendte ved de primære markedsoperationer.

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

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

Nettoresultatet af finansielle operationer og nedskrivninger af finansielle aktiver udgjorde 56 mio. euro, hvilket var 20 mio. euro lavere end i 2016 (se figur 16). Dette skyldtes hovedsagelig de lavere realiserede nettobørskursgevinster.

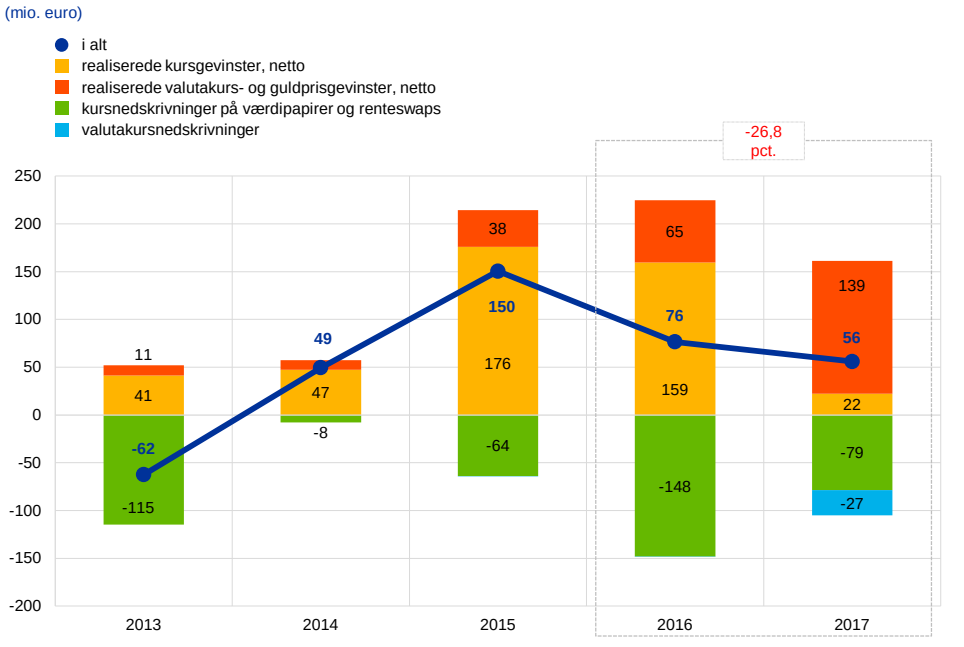
Faldet i nettobørskursgevinster skyldtes hovedsagelig de lavere kursgevinster på værdipapirer i amerikanske dollar, da deres markedsværdi blev negativt påvirket af den stigende tendens i afkast i amerikanske dollar, som begyndte i 2015.

Den negative effekt på dollarporteføljens markedspris i 2017 var mindre end den tilsvarende virkning i 2016, hvilket forklarer de lavere prisnedskrivninger i 2017 i forhold til året før.

Stigningen i de realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, skyldtes de realiserede valutagevinster, som primært var resultat af salget af beholdninger af amerikanske dollar til finansiering af oprettelsen af porteføljen af kinesiske renminbi.

Valutakursnedskrivningerne stammer fra beholdningerne af kinesiske renminbi som følge af deprecieringen af kinesiske renminbi i forhold til euroen efter investeringen i denne valuta.

Figur 16
Realiserede resultater og nedskrivninger

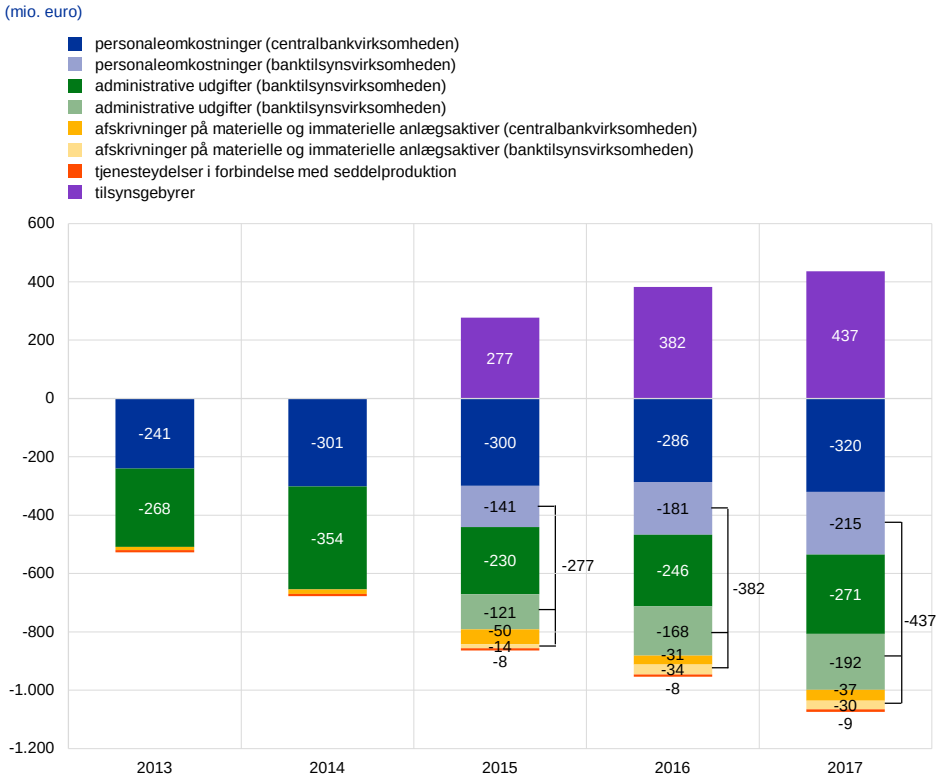


Kilde: ECB.

437 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 121 mio. euro til 1.075 mio. euro (se figur 17). Stigningen skyldtes primært højere udgifter i forbindelse med banktilsyn samt indførelsen af en ny ordning for karriereskift (Career Transition Support (CTS)), hvor ansatte, der vil starte på en ny karriere uden for ECB, kan få støtte til dette. Nedenstående figur viser, hvordan oprettelsen af SSM i 2014 har bidraget til en betydelig stigning i udgifter til personale og administration. Alle de banktilsynsrelaterede udgifter dækkes ind via gebyrer, som opkræves fra enhederne under tilsyn.[10]

Figur 17
Driftsudgifter og tilsynsgebyrer



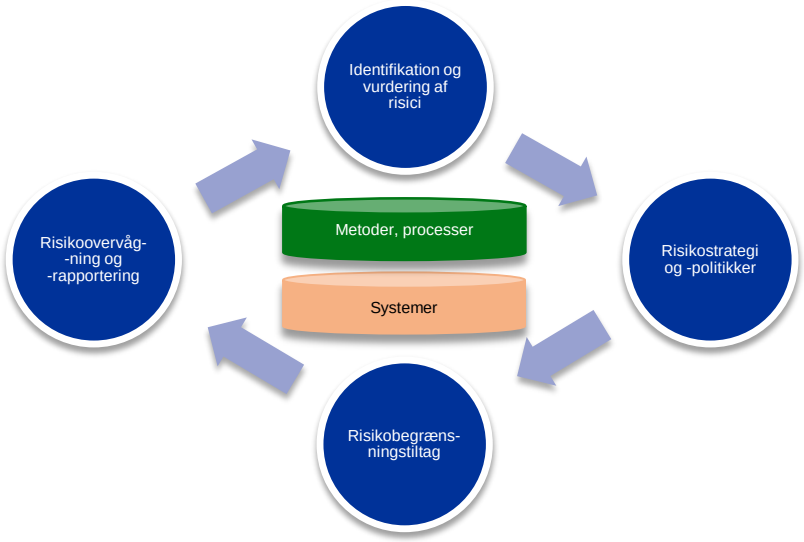
Kilde: ECB.

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.

[10] Tilsynsgebyrer indgår i posten "Andre indtægter og udgifter" (se figur 11).

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 procedu-rer, som sikrer en passen-de beskyttelse mod risici

Direktionen stiller forslag om politikker og procedurer, som 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 risikoestimerings-teknikker, 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),[11] som estimeres for konfidensniveauet 99 pct. over en

[11] ES defineres som et sandsynlighedsvægtet gennemsnitligt tab i de scenarier, der opstår med en lavere frekvens end det givne konfidensniveau.

etårig periode. Der anvendes to metoder til at beregne risici: i) regnskabsmetoden, hvor ECB's revalueringskonti anses for en buffer i beregningen af risikoestimater 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.[12]

10,6 mia. euro
Samlet risiko i 2017 (ES 99%-regnskabs-metoden)

ECB's samlede risici øgedes i løbet af året. Pr. 31. december 2017 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 10,6 mia. euro, hvilket var 1,4 mia. euro højere end de estimerede risici pr. 31. december 2016. Denne stigning skyldtes hovedsagelig de fortsatte værdipapiropkøb inden for APP.

Boks 1
Ændret risikomål i årsregnskabet

Siden 2007 har ECB i sit årsregnskab rapporteret de finansielle risici vedrørende alle porteføljer tilsammen, målt som finansiel Value at Risk (VaR) ved et konfidensniveau på 95 pct. over en etårig periode. Pr. 31. december 2016 – som anført i årsregnskabet for 2016 – beløb dette sig til 10,6 mia. euro.

ECB har i løbet af de seneste år styrket sine rammer for risikomodelleringen. Der er bl.a. gennemført følgende ændringer:

- ECB anvender nu Expected Shortfall (ES) ved et konfidensniveau på 99 pct. som det primære mål for risikoberegninger, mens andre risikomål og konfidensniveauer anvendes til at give supplerende oplysninger.
- Der er udviklet en "regnskabsmetode" som supplement til den eksisterende "finansielle metode". Inden for den finansielle metode anses revalueringskontiene ikke for en buffer ved risikoberegningen. Med regnskabsmetoden kvantificeres risiciene derimod, efter at der er taget hensyn til revalueringskontiene. Dette er i overensstemmelse med gældende regnskabsregler. De to metoder afspejler derfor to forskellige måder at anskue risici på. Den finansielle metode tager hensyn til deres påvirkning af ECB's nettoformue, mens regnskabsmetoden tager hensyn til deres påvirkning af ECB's resultatopgørelse.

Regnskabsmetoden anses for at være mere hensigtsmæssig i forbindelse med årsregnskabet, da den giver et tydeligere billede af risicienes regnskabsmæssige konsekvenser. Derfor vil ECB's årsregnskab fremover – også i et forsøg på at bringe offentliggjorte tal i overensstemmelse med den interne risikomodellerings- og rapporteringsmetode – oplyse ES for et konfidensniveau på 99 pct. ifølge regnskabsmetoden i stedet for VaR ved et konfidensniveau på 95 pct. ifølge den finansielle metode.

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

Afhængig af størrelsen af ECB's revalueringskonti kan den finansielle metode og regnskabsmetoden til risikomåling resultere i væsentlig forskellige risikoestimater med hensyn til størrelse og sammensætning. Bl.a. resulterer den finansielle metode, ved brug af det samme risikomål og konfidensniveau, i større risikoestimater, som primært er domineret af betydelige markedsrisici i forbindelse med valutareservebeholdninger. Da der findes omfattende revalueringskonti til disse eksponeringer, resulterer regnskabsmetoden i lavere risikotal, hvor potentielle risikobegivenheder er den primære faktor.

Overgangen fra den finansielle VaR 95 pct.- til den regnskabsmæssige ES 99 pct.-metode i årsregnskabet for 2017 resulterer i et højere nominelt risikoestimat (se tabel 1), idet den stigning i risikoestimatet, som fremkommer, fordi der er valgt et højere konfidensniveau (99 pct. i stedet for 95 pct.) og et mere konservativt risikomål (ES i stedet for VaR) mere end opvejer den reduktion af risikoestimatet, som skyldes, at revalueringskontiene anses for en buffer.

Tabel 1
Den finansielle VaR 95 pct.-metode og ES 99 pct.-regnskabsmetoden pr. 31. december 2017 (mia. euro)

Finansiel VaR 95 pct.	Regnskabsmæssig ES 99 pct.
8,6	10,6

Kreditrisiko

Kreditrisiko opstår i forbindelse med ECB's pengepolitiske porteføljer, eurodenominerede egenportefølje og valutareserver. Selv om 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, da der ikke sker noget salg, er de stadig eksponeret for kreditmisligholdelsesrisiko. Eurodenomineret egenkapital og valutareserver værdiansættes til markedspris og er som sådan eksponeret for kreditmigrerings- og kreditmisligholdelsesrisiko. Som følge af de fortsatte opkøb under APP i 2017 øgedes ECB's kreditrisiko i forhold til året før.

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. Som følge af faldet i revalueringskonti for disse beholdninger, som primært skyldes euroens appreciering over for amerikanske dollar, steg valuta- og råvarerisici, målt efter regnskabsmetoden, i forhold til året før.

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 den aktive spredning af beholdningerne på forskellige valutaer og guld.

Renterisiko

ECB's valutareserver 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 valutareserver 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 2016.

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

ECB er også eksponeret over 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 risikostyring[13] dækker alle **ikke-finansielle risici**.

Operationel risikostyring er en integreret del af governance- og ledelsesprocesser

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[14] og ledelsesprocesser.**

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-risikomatrice, som er baseret på gradueringsskalaer for virkning og sandsynlighed, der anvender kvantitative og kvalitative kriterier.

ECB opererer i et mere og mere komplekst trusselsbillede, og der er en bred vifte af operationelle risici forbundet med dens daglige virke. Blandt de områder, som især giver anledning til bekymring, er informationssikkerhedsrisici (fx cybertrusler),

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

[14] Yderligere oplysninger om ECB's governancestruktur findes på ECB's websted.

IT-relaterede risici og risici i forbindelse med bygninger og fysisk sikkerhed. Derfor har ECB indført processer, der skal fremme en løbende, effektiv styring af de operationelle risici og inddrage risikoinformation i beslutningsprocessen. Desuden er der udarbejdet beredskabsplaner for at sikre videreførelsen af kritiske forretningsfunktioner i tilfælde af forstyrrelser.

ECB's regnskab

Balance pr. 31. december 2017

AKTIVER	Note	2017 €	2016 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	**17.558.411.241**	**17.820.761.460**
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	670.290.069	716.225.836
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	43.760.643.939	50.420.927.403
		44.430.934.008	**51.137.153.239**
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2.2	**3.711.569.259**	**2.472.936.063**
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	3	**143.315.512**	**98.603.066**
Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet	4		
Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde	4.1	**228.386.260.874**	**160.815.274.667**
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	5.1	**93.657.169.470**	**90.097.085.330**
Andre aktiver	6		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	6.1	1.196.018.177	1.239.325.587
Andre finansielle aktiver	6.2	20.502.633.142	20.618.929.223
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	6.3	451.129.972	839.030.321
Periodeafgrænsningsposter	6.4	2.597.290.354	2.045.522.937
Øvrige poster	6.5	1.527.699.142	1.799.777.235
		26.274.770.787	**26.542.585.303**
Aktiver i alt		**414.162.431.151**	**348.984.399.128**

PASSIVER	Note	2017 €	2016 €
Seddelomløb	7	**93.657.169.470**	**90.097.085.330**
Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	8	**1.060.813.972**	**1.851.610.500**
Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet	9		
Andre forpligtelser	9.1	**1.150.056.196**	**1.060.000.000**
Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet	10	**19.549.390.872**	**16.730.644.177**
Eurosystem-interne forpligtelser	11		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver	11.1	40.792.608.418	40.792.608.418
Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto	11.2	217.751.769.550	151.201.250.612
		258.544.377.968	**191.993.859.030**
Andre forpligtelser	12		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	12.1	431.115.965	660.781.618
Periodeafgrænsningsposter	12.2	76.283.568	69.045.958
Øvrige poster	12.3	1.063.113.810	1.255.559.836
		1.570.513.343	**1.985.387.412**
Hensættelser	13	**7.669.798.641**	**7.706.359.686**
Revalueringskonti	14	**21.945.472.247**	**28.626.267.808**
Kapital og reserver	15		
Kapital	15.1	**7.740.076.935**	**7.740.076.935**
Årets resultat		**1.274.761.507**	**1.193.108.250**
Passiver i alt		**414.162.431.151**	**348.984.399.128**

Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2017 til 31. december 2017

	Note	2017 €	2016 €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver	22.1	534.161.570	370.441.770
Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	22.2	0	8.920.896
Andre renteindtægter	22.4	1.527.294.605	1.604.648.023
Renteindtægter		*2.061.456.175*	*1.984.010.689*
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver	22.3	0	-3.611.845
Andre renteudgifter	22.4	-249.812.879	-332.020.205
Renteudgifter		*-249.812.879*	*-335.632.050*
Nettorenteindtægter	22	**1.811.643.296**	**1.648.378.639**
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	23	161.069.043	224.541.742
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	24	-105.133.331	-148.172.010
Overførsler til/fra hensættelser til dækning af valutakurs-, rente, kredit- og guldprisrisici		0	0
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		**55.935.712**	**76.369.732**
Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner	25	**440.069.889**	**371.322.769**
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	26	**1.181.547**	**869.976**
Andre indtægter	27	**51.815.338**	**50.000.263**
Nettoindtægter i alt		**2.360.645.782**	**2.146.941.379**
Personaleomkostninger	28	-535.251.909	-466.540.231
Administrationsomkostninger	29	-463.232.194	-414.207.622
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-66.722.125	-64.769.605
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	30	-9.478.047	-8.315.671
Andre udgifter	31	-11.200.000	0
Årets resultat		**1.274.761.507**	**1.193.108.250**

Frankfurt am Main, den 13. februar 2018

Den Europæiske Centralbank

Mario Draghi
Formand

Anvendt regnskabspraksis[15]

Regnskabets indhold og opstillingsform

ECB's regnskab er udarbejdet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper,[16] 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 gennemsigtighed, 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 anskaffelsesværdi 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

[15] 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.

[16] 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 posteringer, 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 2017 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 29. december 2017.

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 29. december 2017.

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 middelkurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. Indbyggede optioner i værdipapirer udskilles ikke ved værdiansættelsen. For regnskabsåret 2017 er anvendt middelkurser pr. 29. december 2017. 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.[17] 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 anskaffelsesværdi 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 værdipapirernes 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 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

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

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 clearet via en central modpart, er indregnet i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps, som ikke er clearet 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 fornys 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 Target2[18], 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.

Siden 2017 har ECB gennemført en årlig test for værdiforringelse af sin hovedbygning. Værdiforringelsestesten er baseret på den internationale regnskabsstandard IAS 36 "Værdiforringelse af aktiver". Hvis en indikator for værdiforringelse viser, at hovedbygningen kan være værdiforringet, foretages et

[18] Pr. 31. december 2017 deltog følgende centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski og Banca Naţională a României.

skøn over genindvindingsværdien. Et fald i værdien indregnes i resultatopgørelsen, hvis genvindingsværdien 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 langfristede 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.[19] 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 langfristede 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 fratrukket dagsværdien af ordningernes aktiver, som skal anvendes til at finansiere den dertil knyttede forpligtelse.

[19] 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.

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 af ordningen

c) nettorenteudgift på nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelsesbaserede ordninger baseret på diskonteringssatsen

d) genberegninger, for så vidt angår andre langfristede 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.[20] Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.[21]

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 rentebærende[22] 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.[23] 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 guldprisrisici. 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.

Andre forhold

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungs-

[20] 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.

[21] "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.

[22] 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.

[23] 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.

gesellschaft, Stuttgart (Forbundsrepublikken Tyskland) som ECB's eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2017.

Noter til balancen

1 Guld og tilgodehavender i guld

Pr. 31. december 2017 havde ECB en beholdning på 16.229.522 ounces finguld[24]. Der var ingen transaktioner i guld i 2017. ECB's beholdninger forblev derfor uændrede i forhold til niveauet pr. 31. december 2016. Faldet i beholdningernes værdi i euro skyldtes et fald 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 residenter i og uden for euroområdet

2.1 Tilgodehavender hos IMF

I denne post indregnes ECB's beholdning af særlige trækningsrettigheder (SDR) pr. 31. december 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 fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis). Faldet i euroværdien af ECB's beholdninger af SDR skyldtes deprecieringen af SDR i forhold til euro i 2017.

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

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

Tilgodehavender hos residenter uden for euroområdet	2017 €	2016 €	Udvikling €
Anfordringskonti	6.793.888.796	6.844.526.120	-50.637.324
Pengemarkedsindskud	2.316.566.582	2.005.810.644	310.755.938
Omvendte genkøbsforretninger	0	503.747.273	-503.747.273
Værdipapirer	34.650.188.561	41.066.843.366	-6.416.654.805
I alt	**43.760.643.939**	**50.420.927.403**	**-6.660.283.464**

[24] Dette svarer til 504,8 t.

Tilgodehavender hos residenter i euroområdet	2017 €	2016 €	Udvikling €
Anfordringskonti	1.022.379	1.211.369	-188.990
Pengemarkedsindskud	2.422.295.400	1.964.182.715	458.112.685
Omvendte genkøbsforretninger	1.288.251.480	507.541.979	780.709.501
I alt	**3.711.569.259**	**2.472.936.063**	**1.238.633.196**

Den samlede værdi af disse poster faldt i 2017 primært som følge af deprecieringen af både den amerikanske dollar og den japanske yen over for euroen.

Den 31. december 2017 var ECB's nettovalutabeholdninger[25] følgende:

	2017 (mio. valutaenheder)	2016 (mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	46.761	46.759
Japanske yen	1.093.563	1.091.844
Kinesiske renminbi	3.755	0

I løbet af 1. halvår 2017 gennemførte ECB Styrelsesrådets afgørelse om at investere en mindre del af valutareserverne i beholdninger af kinesiske renminbi (CNY). Investeringen blev foretaget ved at ændre sammensætningen af ECB's valutareserver. ECB solgte en lille del af sin beholdning af amerikanske dollar og investerede hele beløbet i kinesiske renminbi.[26]

3 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet

Pr. 31. december 2017 bestod denne post af saldi på anfordringskonti hos residenter i euroområdet svarende til 143,3 mio. euro (98,6 mio. euro i 2016).

4 Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet

4.1 Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Pr. 31. december 2017 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

[25] Beholdningerne omfatter aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivsiden) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der tages højde for valutaterminsforretninger og valutaswaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

[26] Se ECB's pressemeddelse af 13. juni 2017.

asset-backed securities (ABSPP) og opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP).[27]

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 2017 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).[28] Det månedlige omfang af ECB's og de nationale centralbankers samlede nettoopkøb under APP var i gennemsnit 80 mia. euro indtil marts 2017 og 60 mia. euro fra april 2017 til udgangen af året. På baggrund af Styrelsesrådets beslutning fra oktober 2017[29], er det hensigten, at disse opkøb fortsætter på et månedligt niveau på 30 mia. euro fra januar til udgangen af september 2018, eller om nødvendigt længere, og under alle omstændigheder, indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende justering i inflationsudviklingen, som er i overensstemmelse med dets inflationsmål. Nettoopkøbene vil blive foretaget parallelt med, at afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt inden for APP geninvesteres, efterhånden som de forfalder.

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, samt disses markedsværdi[30] (som ikke er bogført i balancen, men alene anført til sammenligning) er som følger:

	2017 €		2016 €		Udvikling €	
	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi
Første program til opkøb af særligt dækkede obligationer	618.533.956	654.666.968	1.032.305.522	1.098.106.253	-413.771.566	-443.439.285
Andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer	385.880.413	421.794.246	690.875.649	743.629.978	-304.995.236	-321.835.732
Tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer	19.732.748.768	19.958.910.843	16.550.442.553	16.730.428.857	3.182.306.215	3.228.481.986
Securities Markets Programme	6.644.212.912	7.554.660.470	7.470.766.415	8.429.995.853	-826.553.503	-875.335.383
Programmet til opkøb af asset-backed securities	25.014.963.778	25.044.597.490	22.800.124.065	22.786.088.513	2.214.839.713	2.258.508.977
Opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor	175.989.921.047	177.087.513.888	112.270.760.463	112.958.545.591	63.719.160.584	64.128.968.297
I alt	**228.386.260.874**	**230.722.143.905**	**160.815.274.667**	**162.746.795.045**	**67.570.986.207**	**67.975.348.860**

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

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

28 Yderligere information om APP findes på ECB's websted.

29 Se ECB's pressemeddelelse af 26. oktober 2017.

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

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 2017.

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). Forrentningen af disse tilgodehavender beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rentesats, som anvendes af Eurosystemet ved auktionerne i forbindelse med de primære markedsoperationer[31] (se note 22.2 "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Euro-systemet").

6 Andre aktiver

6.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Pr. 31.december 2017 bestod disse aktiver af følgende poster:

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

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Anskaffelsespris			
Grunde og bygninger	1.006.108.554	1.011.662.911	-5.554.357
Inventar	221.866.010	221.888.762	-22.752
Computerhardware og -software	109.919.236	88.893.887	21.025.349
Udstyr, møbler og køretøjer	95.383.187	96.197.706	-814.519
Anlægsaktiver under udførelse	3.364.162	3.024.459	339.703
Øvrige anlægsaktiver	10.082.651	9.713.742	368.909
Anskaffelsessum i alt	**1.446.723.800**	**1.431.381.467**	**15.342.333**
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-95.622.635	-72.284.513	-23.338.122
Inventar	-47.644.949	-31.590.282	-16.054.667
Computerhardware og -software	-74.188.322	-57.935.440	-16.252.882
Udstyr, møbler og køretøjer	-31.856.677	-29.107.438	-2.749.239
Øvrige anlægsaktiver	-1.393.040	-1.138.207	-254.833
Akkumulerede afskrivninger i alt	**-250.705.623**	**-192.055.880**	**-58.649.743**
Bogført værdi	**1.196.018.177**	**1.239.325.587**	**-43.307.410**

Nettostigningen i delposten "Computerhardware og -software" skyldes investeringer i servere, datalager, netværkskomponenter og software for at styrke den nuværende teknologiske infrastruktur.

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 guldprisrisici. Den omfatter også 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS) til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

Posten består af følgende komponenter:

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	30.000	30.000	0
Værdipapirer i euro	18.416.779.029	19.113.074.101	-696.295.072
Omvendte genkøbsforretninger i euro	2.043.990.172	1.463.994.460	579.995.712
Andre finansielle aktiver	41.833.941	41.830.662	3.279
I alt	**20.502.633.142**	**20.618.929.223**	**-116.296.081**

Nettofaldet i denne post i 2017 skyldtes hovedsagelig den mindskede markedsværdi af de eurodenominerede værdipapirer i ECB's egenporteføljе.

6.3 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår primært værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2017 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne, der beløber sig til 450,3 mio. euro (837,4 mio. euro i 2016), 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).

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

6.4 Periodeafgrænsningsposter

I 2017 omfattede denne post påløbne renter på værdipapirer, herunder udestående renter betalt ved erhvervelsen, som udgjorde 2.476,3 mio. euro (1.924,5 mio. euro i 2016) (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 og c) påløbne renter på andre finansielle aktiver.

6.5 Øvrige poster

Denne post omfatter den hensatte foreløbige fordeling af ECB's overskud (se "Foreløbig overskudsfordeling" i anvendt regnskabspraksis og note 11.2 "Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto").

I posten indgår også balancer til en værdi af 491,6 mio. euro (804,3 mio. euro i 2016) i forbindelse med udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2017, 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).

7 Seddelomløb

I denne post indregnes ECB's andel (8 pct.) af de samlede eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

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 2017 var den udestående værdi af PSPP-værdipapirudlån, som blev gennemført med kreditinstitutter i euroområdet, 1,1 mia. euro (1,9 mia. euro i 2016). 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).[32]

9 Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet

9.1 Andre forpligtelser

Andre forpligtelser udgjorde 1.150,1 mio. euro pr. 31. december 2017 (1.060,0 mio. euro i 2016). Posten omfatter indskud eller betalinger af midler accepteret af ECB og foretaget af eller på vegne af deltagerne i EURO1 og RT1[33], og som anvendes som en garantifond for EURO1 eller til at understøtte afvikling i RT1.

10 Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet

Pr. 31. december 2017 var den største komponent en forpligtelse på 10,1 mia. euro (4,1 mia. euro i 2016) 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

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

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

euroområdet, resulterer desuden i udestående tilgodehavender og forpligtelser, som registreres på ikke-balanceførte konti (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger").

Posten består også af et beløb på 6,1 mia. euro (9,5 mia. euro i 2016), som udgøres af ECB's mellemværender med nationale centralbanker uden for euroområdet, der skyldtes – eller som var modpart til – transaktioner via Target2-systemet. Faldet i disse mellemværender i 2017 skyldtes betalinger fra residenter i lande uden for euroområdet til residenter i euroområdet.

Resten af denne post består af et beløb på 3,4 mia. euro (3,1 mia. euro i 2016) i forbindelse med udestående PSPP-værdipapirudlån til residenter 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 valutareserver

I denne post indregnes de forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de kom med i Eurosystemet. Der var ingen ændringer i 2017.

	Fra 1. januar 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904
I alt	**40.792.608.418**

Forrentningen af disse forpligtelser beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rente, som anvendes af Eurosystemet ved auktionerne 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 valutareserver").

11.2 Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto

I 2017 omfattede denne post hovedsagelig nationale centralbanker i euroområdets 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 residenter i euroområdet"), som blev afviklet via Target2-konti. Effekten af nettoopkøbene blev delvis opvejet af stigningen i beløbene vedrørende de back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar.

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).

	2017 €	2016 €
Target2-forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet	1.263.961.444.256	1.058.484.156.256
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	-1.047.197.405.166	-908.249.140.203
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud	987.730.460	966.234.559
Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto	**217.751.769.550**	**151.201.250.612**

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 2017 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse værdiændringer er det resultat, der opnås, når transaktionerne omregnes til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammen-holdt 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 "Rente-swaps").

12.2 Periodeafgrænsningsposter

Pr. 31. december 2017 omfattede denne post periodiseringer af administrativ art, indtægter opkrævet forud, primært i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme (*Single Supervisory Mechanism* – SSM) (se note 25 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner") og periodiseringer på finansielle instrumenter.

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Periodiseringer af administrativ art	41.447.444	20.723.173	20.724.271
Finansielle instrumenter	6.767.861	3.621.142	3.146.719
Indtægter opkrævet på forhånd	28.068.263	41.089.798	-13.021.535
Valutareserver overført til ECB	0	3.611.845	-3.611.845
I alt	**76.283.568**	**69.045.958**	**7.237.610**

12.3 Øvrige poster

I 2017 omfattede denne post, ligesom i året før, mellemværender på 498,3 mio. euro (714,9 mio. euro i 2016) i forbindelse med udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2017 (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 pensionsydelser og ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelser for medlemmerne af Direktionen og andre langfristede personaleydelser til medarbejderne, medlemmerne af Direktionen og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB. Fratrædelsesgodtgørelser til ECB-medarbejdere er også omfattet.

ECB's pensionsydelser og ydelser efter fratrædelse, andre langfristede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser[34]

Balancen

Hvad angår pensionsydelser, ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser til medarbejdere, er nedenstående beløb indregnet i balancen:

[34] På grund af afrunding stemmer totalerne i dette afsnits tabeller ikke nødvendigvis. Beløbene i kolonnen med overskriften "Direktionen og Tilsynsrådet" er samlede tal for disse to organer.

	2017 Medarbej-derne i mio. €	2017 Direktionen og Tilsyns-rådet i mio. €	2017 I alt i mio. €	2016 Medarbej-derne i mio. €	2016 Direktionen og Tilsyns-rådet i mio. €	2016 I alt i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi	1.510,0	28,9	1.538,9	1.361,3	27,7	1.388,9
Dagsværdi af ordningens aktiver	-1.017,1	-	-1.017,1	-878,0	-	-878,0
Ydelsesbaseret nettoforpligtelse indregnet i balancen	**492,9**	**28,9**	**521,8**	**483,3**	**27,7**	**510,9**

I 2017 er nutidsværdien af forpligtelsen over for medarbejderne på 1.510,0 mio. euro (1.361,3 mio. euro i 2016) inkl. uafdækkede ydelser på 224,6 mio. euro (187,0 mio. euro i 2016) i forbindelse med andre ydelser efter fratrædelse end pension, andre langsigtede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser til medarbejdere. Nutidsværdien af forpligtelsen over for medlemmerne af Direktionen og medlemmerne af Tilsynsrådet på 28,9 mio. euro (27,7 mio. euro i 2016) vedrører udelukkende ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelser, som er uafdækkede.

Resultatopgørelsen

Indregnede beløb i resultatopgørelsen for 2017:

	2017 Medarbejderne i mio. €	2017 Direktionen og Tilsynsrådet i mio. €	2017 I alt i mio. €	2016 Medarbejderne i mio. €	2016 Direktionen og Tilsynsrådet i mio. €	2016 I alt i mio. €
Omkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Omkostninger vedrørende tidligere regnskabsår	4.1	-	4.1	-	-	-
Nettorenten på den ydelsesbaserede nettoforpligtelse	10,1	0,6	10,7	9,7	0,6	10,3
heraf:						
Renteudgifter på forpligtelsen	*28,3*	*0,6*	*28,9*	*29,1*	*0,6*	*29,8*
Renteindtægter fra ordningens aktiver	*-18,2*	-	*-18,2*	*-19,5*	-	*-19,5*
(Gevinster)/tab ved genberegning af andre langsigtede ydelser	-0,9	0,2	-0,7	0,6	0,1	0,7
I alt i tilknytning til aktuarmæssig værdiansættelse	**166,5**	**2,7**	**169,2**	**114,6**	**2,4**	**117,0**
Tilbageførsel af CTS-hensættelsen	-9,0	-	-9,0	-	-	-
I alt medregnet i "Personaleomkostninger" efter tilbageførsel af hensættelsen	**157,5**	**2,7**	**160,2**	**114,6**	**2,4**	**117,0**

Omkostningerne steg i 2017 til 155,1 mio. euro (106,0 mio. euro i 2016), 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. Indvirkningen på personaleomkostningerne blev delvis udlignet af tilbageførsel af en øremærket hensættelse på 9,0 mio. euro, der blev foretaget i 2016 til dette formål.

Omkostninger i 2017 vedrørende tidligere regnskabsår skyldes indførelsen af en forsikringsordning vedrørende langtidspleje, der er en ydelsesbaseret ordning, som er udarbejdet til at dække ikke-lægelig støtte. Pensionsomkostninger vedrørende tidligere regnskabsår vedrører de nuværende pensionister, som har ret til at modtage ydelser fra den nye ordning med øjeblikkelig virkning.

Ændringer i den ydelsesbaserede forpligtelse, ordningens aktiver og resultater af genberegning

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse:

	2017 Medarbej-derne i mio. €	2017 Direktionen og Tilsyns-rådet i mio. €	2017 I alt i mio. €	2016 Medarbej-derne i mio. €	2016 Direktionen og Tilsyns-rådet i mio. €	2016 I alt i mio. €
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 1. januar	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Omkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Omkostninger vedrørende tidligere regnskabsår	4,1	-	4,1	-	-	-
Renteudgifter på forpligtelsen	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
Deltagernes bidrag[35]	23,1	0,2	23,3	19,5	0,2	19,8
Betalte ydelser	-11,9	-0,9	-12,7	-8,6	-0,8	-9,5
(Gevinster)/tab ved genberegning	-48,1	-0,6	-48,7	100,2	1,9	102,1
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 31. december	**1.510,0**	**28,9**	**1.538,9**	**1.361,3**	**27,7**	**1.388,9**

De samlede gevinster ved genberegning på 48,7 mio. euro på den ydelsesbaserede forpligtelse i 2017 opstod som følge af stigningen i diskonteringssatsen fra 2 pct. i 2016 til 2,1 pct. i 2017 og en nedgang i antagelsen om fremtidige pensionsstigninger fra 1,4 pct. i 2016 til 1,3 pct. i 2017.

Ændringer i 2017 i dagsværdien af ordningens aktiver vedrørende medarbejderne:

	2017 mio. €	2016 mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	878,0	755,3
Renteindtægter fra ordningens aktiver	18,2	19,5
Gevinster ved genberegning	54,6	44,7
Arbejdsgivers bidrag	51,8	45,0
Deltagernes bidrag	23,1	19,5
Betalte ydelser	-8,6	-6,0
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	**1.017,1**	**878,0**

Gevinsterne ved genberegning af ordningens aktiver afspejlede i både 2017 og 2016 den kendsgerning, at det faktiske afkast på andelene var højere end den skønnede renteindtægt på ordningens aktiver.

[35] Medarbejdernes obligatoriske bidrag er 7,4 pct., og ECB's bidrag er 20,7 pct. af grundlønnen.

Ændringer i 2017 i resultaterne af genberegningen (se note 14 "Revalueringskonti"):

	2017 mio. €	2016 mio. €
Tab ved genberegning pr. 1. januar	-205,1	-148,4
Indtægter fra ordningens aktiver	54,6	44,7
Gevinster/(tab) på forpligtelsen	48,7	-102,1
Tab medtaget i resultatopgørelsen	-0,7	0,7
Tab ved genberegning pr. 31. december, som blev indregnet i "Revalueringskonti"	**-102,5**	**-205,1**

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 pensionsydelser og ydelser efter fratrædelse og andre langfristede personaleydelser, er:

	2017 i pct.	2016 i pct.
Diskonteringssats	2,10	2,00
Forventet afkast af ordningens aktiver [36]	3,10	3,00
Generelle fremtidige lønstigninger [37]	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger [38]	1,30	1,40

Desuden udgjorde medarbejdernes frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle i 2017 149,9 mio. euro (133,2 mio. euro i 2016). 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 guldprisrisici.

Hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici 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.

36 Disse forudsætninger blev anvendt til at beregne den del af ECB's ydelsesbaserede forpligtelse, der finansieres af aktiver med en underliggende kapitalgaranti.

37 Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af deltagernes alder.

38 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.

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 2017 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici 7.619.884.851 euro, hvilket er uændret i forhold til 2016. 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 vedrørende pensionsydelser og ydelser efter fratrædelse (se "ECB's pensionsordninger og ydelser efter fratrædelse, andre langfristede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser" under anvendt regnskabspraksis og note 12.3 "Øvrige poster").

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Guld	13.664.030.012	13.926.380.231	-262.350.219
Valuta	7.851.010.723	14.149.471.665	-6.298.460.942
Værdipapirer og andre instrumenter	532.971.621	755.494.021	-222.522.400
Nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelser efter fratrædelse	-102.540.109	-205.078.109	102.538.000
I alt	**21.945.472.247**	**28.626.267.808**	**-6.680.795.561**

Faldet i revalueringskontiene skyldes primært euroens appreciering over for amerikanske dollar og japanske yen i 2017.

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2017	2016
Amerikanske dollar pr. euro	1,1993	1,0541
Japanske yen pr. euro	135,01	123,40
Kinesiske renminbi pr. euro	7,8044	7,3202
Euro pr. SDR	1,1876	1,2746
Euro pr. ounce finguld	1.081,881	1.098,046

15 Kapital og reserver

15.1 Kapital

ECB's tegnede kapital er 10.825.007.069 euro. Den kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet og uden for euroområdet har indbetalt, udgør 7.740.076.935 euro.

De nationale centralbanker i euroområdet har indbetalt deres del af den tegnede kapital fuldt ud. Denne del har fra 1. januar 2015 udgjort 7.619.884.851 euro, som det fremgår af tabellen.[39]

[39] De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne i tabellen derfor ikke nødvendigvis overens.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2015[40] i pct.	Indbetalt kapital fra 1. januar 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136.005.389
I alt	**70,3915**	**7.619.884.851**

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 120.192.083 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:

[40] De nationale centralbankers andel af fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB er 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 centrale nationalbanker 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 €
Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192
Banca Naţională a României	2,6024	10.564.124
Sveriges riksbank	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148
I alt	**29,6085**	**120.192.083**

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.[41]

Med mindre disse værdipapirudlånstransaktioner er gennemført med kontant sikkerhedsstillelse, som ikke er investeret ved årets slutning, registreres de på ikke-balanceførte konti.[42] Værdipapirudlån til en værdi af 13,4 mia. euro (10,9 mia. euro i 2016) var udestående pr. 31. december 2017. Af dette beløb vedrørte 7,2 mia. euro (3,9 mia. euro i 2016) udlån af værdipapirer, der blev holdt af pengepolitiske grunde.

17 Rentefutures

Pr. 31. december 2017 var følgende valutatransaktioner udestående (angivet til markedskurser ultimo året):

Rentefutures i fremmed valuta	2017 Kontraktværdi €	2016 Kontraktværdi €	Udvikling €
Erhvervet	6.518.052.197	558.770.515	5.959.281.682
Afhændet	6.584.789.977	2.258.798.975	4.325.991.002

Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

18 Renteswaps

Pr. 31. december 2017 var renteswapforretninger med en fiktiv værdi på 415,9 mio. euro (378,3 mio. euro i 2016) opgjort til markedskursen ultimo året, udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valuta-reserve.

41 ECB opkøber ikke værdipapirer under CSPP og har derfor ingen beholdninger i relation hertil, som er til rådighed for udlån.

42 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 residenter uden for euroområdet").

19 Valutaswap- og terminsforretninger

Forvaltning af valutareserver

Valutaswap- og terminsforretninger blev i 2017 udført i sammenhæng med forvaltningen af ECB's valutareserve. Tilgodehavender og forpligtelser som følge af disse transaktioner, der var udestående pr. 31.december 2017, er angivet til markedskurserne ultimo året:

Valutaswap- og terminsforretninger	2017 €	2016 €	Udvikling €
Tilgodehavender	2.731.848.697	3.123.544.615	-391.695.918
Forpligtelser	2.719.012.506	2.855.828.167	-136.815.661

Likviditetstilførende operationer

Udestående tilgodehavender og forpligtelser i amerikanske dollar med en afviklingsdato i 2017 opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

20 Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner

I 2017 havde ECB fortsat ansvaret for forvaltningen af EU's låneoptagelses- 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 for låneaftalen for Grækenland. I 2017 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 fire sager 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. I 2014 afviste Retten 12 lignende sager fra realitetsbehandling i deres helhed. Otte af disse domme blev appelleret, og i 2016 bekræftede Den Europæiske Unions Domstol afvisningen af sagerne om realitetsbehandling eller gav ECB medhold i disse appelsager. 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:

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	5.111.897	1.499.288	3.612.609
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	54.839.007	18.095.835	36.743.172
Renteudgifter fra genkøbsforretninger	-1.101.476	-34.017	-1.067.459
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	37.067.062	12.745.338	24.321.724
Renteindtægter fra værdipapirer	389.779.270	304.958.993	84.820.277
Renteindtægter/(-udgifter) på renteswaps	-109.873	19.080	-128.953
Renteindtægter fra terminsforretninger og valutaswaptransaktioner i fremmed valuta	48.575.683	33.157.253	15.418.430
Renteindtægter fra valutareserveaktiver, netto	**534.161.570**	**370.441.770**	**163.719.800**

Den samlede stigning i nettorenteindtægten i 2017 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 2017 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 2017 var forrentningen nul, hvilket skyldtes, at renten ved de primære markedsoperationer var 0 pct. hele året.

22.4 Andre renteindtægter og Andre renteudgifter

I 2017 bestod disse poster hovedsagelig af nettorenteindtægter på 1,1 mia. euro (1,0 mia. euro i 2016) fra de værdipapirer, som ECB holdt af pengepolitiske grunde. Af dette beløb vedrørte 0,6 mia. euro (0,4 mia. i 2016) nettorenteindtægter fra værdipapirer opkøbt under APP og 0,4 mia. euro (0,5 mia. euro i 2016) nettorenteindtægter fra værdipapirer opkøbt under SMP, hvoraf 154,5 mio. euro (185,3 mio. euro i 2016) stammede fra ECB's SMP-beholdninger af græske statsobligationer.

Resten af disse poster bestod hovedsagelig af en renteindtægt og -udgift fra ECB's egenporteføljе (se note 6.2 "Andre finansielle aktiver") og fra andre forskellige rentebærende mellemværender.

23 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

I 2017 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Realiserede børskurskursgevinster, netto	22.249.008	159.456.244	-137.207.236
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	138.820.035	65.085.498	73.734.537
Realiserede gevinster på finansielle operationer, netto	**161.069.043**	**224.541.742**	**-63.472.699**

Realiserede nettobørskursgevinster omfatter realiserede gevinster og tab på værdipapirer, rentefutures og renteswaps. Faldet i nettobørskursgevinster i 2017 skyldtes hovedsagelig en lavere børskursgevinst på værdipapirer i dollarporteføljen.

Den samlede stigning i de realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, skyldtes hovedsagelig salget af en mindre del af beholdningerne i amerikanske dollar med henblik på at finansiere oprettelsen af porteføljen i kinesiske renminbi[43] (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver og tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet").

24 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Der blev foretaget følgende nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner i 2017:

[43] Se ECB's pressemeddelelse af 13. juni 2017.

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-78.577.070	-148.159.250	69.582.180
Urealiserede valutakurstab	-26.556.261	-12.760	-26.543.501
Nedskrivninger i alt	**-105.133.331**	**-148.172.010**	**43.038.679**

Kursværdien på en række værdipapirer, som indgår i dollarporteføljen, faldt yderligere i 2017 sideløbende med en stigning i de pågældende afkast. 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 den blev erhvervet.

25 Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Gebyr- og provisionsindtægter	452.095.734	382.191.051	69.904.683
Gebyr- og provisionsudgifter	-12.025.845	-10.868.282	-1.157.563
Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner	**440.069.889**	**371.322.769**	**68.747.120**

I 2017 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 samt gebyrer, der skal betales til de eksterne porteføljeforvaltere for at foretage opkøb af godkendte asset-backed securities i henhold til eksplicitte instrukser fra og på vegne af Eurosystemet indtil udgangen af marts 2017.[44]

Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne

I november 2014 påtog ECB sig tilsynsopgaver i henhold til artikel 33 i SSM-forordningen.[45] ECB opkræver årlige gebyrer fra enhederne under tilsyn til dækning af udgifterne i forbindelse med disse opgaver. ECB meddelte i april 2017, at de årlige tilsynsgebyrer i 2017 ville beløbe sig til 425,0 mio. euro.[46] Dette tal var baseret på beregnede årlige udgifter til tilsynsopgaver på 464,7 mio. euro i 2017 efter korrektion for i) overskydende tilsynsgebyrer på 41,1 mio. euro, som blev opkrævet i 2016 og ii)

[44] Se ECB's pressemeddelelse af 15. december 2016.

[45] Rådets forordning (EU) nr. 1024/2013 af 15. oktober 2013 om overdragelse af specifikke opgaver til Den Europæiske Centralbank i forbindelse med politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter (EUT L 287, 29.10.2013, s. 63).

[46] Beløbet blev faktureret i oktober 2017 med betalingsfrist 30. november 2017.

tilbagebetalte beløb i forbindelse med ændringer i antallet af eller status på enheder under tilsyn[47] (1,4 mio. euro).

På grundlag af ECB's faktiske udgifter til banktilsynsopgaverne var indtægterne fra tilsynsgebyrer på 436,7 mio. euro i 2017. Nettooverskuddet på 27,9 mio. euro, som skyldes forskellen mellem beregnede udgifter (464,7 mio. euro) og faktiske udgifter (436,7 mio. euro) i 2017, er anført under "Periodeafgrænsningsposter" (se note 12.2 "Periodeafgrænsningsposter"). Det vil blive modregnet i de tilsynsgebyrer, som bliver opkrævet i 2018.

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).[48] Der tages ikke højde for de dermed forbundne indtægter 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 2017 beløb de sanktioner, som ECB pålagde enheder under tilsyn, sig til 15,3 mio. euro.

ECB's indtægter i forbindelse med tilsynsopgaver i 2017 var derfor: [49]

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Tilsynsgebyrer	436.746.219	382.151.355	54.594.864
heraf:			
Gebyrer fra signifikante enheder eller signifikante koncerner	*397.493.784*	*338.418.328*	*59.075.456*
Gebyrer fra mindre signifikante enheder eller mindre signifikante koncerner	*39.252.435*	*43.733.027*	*-4.480.592*
Pålagte administrative sanktioner	15.300.000	0	15.300.000
Udgifter i forbindelse med banktilsyn i alt	**452.046.219**	**382.151.355**	**69.894.864**

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, intern revision, statistik og IT-tjenester, der er nødvendige for, at ECB kan leve op til sit tilsynsmæssige ansvar.

Desuden blev opkrævningen af et beløb på 11,2 mio. euro i forbindelse med administrative sanktioner, som ECB pålagde en enhed under tilsyn, anset som usikker, idet enhedens banklicens efterfølgende er blevet inddraget, og den nu er under afvikling. I overensstemmelse med forsigtighedsprincippet blev der ultimo året foretaget et

47 I henhold til artikel 7 i ECB's forordning (EU) nr.1163/2014 af 22. oktober 2014 om tilsynsgebyrer (ECB/2014/41), EUT L 311, 31.10.2014, s. 23, skal det enkelte tilsynsgebyr ændres, såfremt i) der kun føres tilsyn med en enhed under tilsyn eller en koncern under tilsyn i en del af gebyrperioden, eller ii) en enhed under tilsyns eller en koncern under tilsyns status ændres fra signifikant til mindre signifikant eller omvendt. Eventuelle opkrævede eller tilbagebetalte beløb tages med i betragtning ved beregningen af de samlede årlige gebyrer, som opkræves i de efterfølgende år.

48 Yderligere oplysninger om de administrative sanktioner, som ECB har pålagt, findes på ECB Banktilsyns websted.

49 De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne i tabellen derfor ikke nødvendigvis overens.

fradrag svarende til 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.

De samlede faktiske udgifter i 2017 i forbindelse med ECB's tilsynsopgaver fordeler sig således:

	2017 €	2016 €	Udvikling €
Løn og ydelser	215.017.183	180.655.666	34.361.517
Leje og vedligeholdelse af bygninger	52.959.161	58.103.644	-5.144.483
Andre driftsomkostninger	168.769.875	143.392.045	25.377.830
Udgifter i forbindelse med banktilsynsopgaver, som dækkes af tilsynsgebyrer	**436.746.219**	**382.151.355**	**54.594.864**
Hensættelse til tvivlsomme administrative sanktioner	11.200.000	0	11.200.000
Udgifter i forbindelse med banktilsyn i alt	**447.946.219**	**382.151.355**	**65.794.864**

Stigningen i det samlede antal medarbejdere i ECB Banktilsyn og en stigning i udgifterne til ekstern konsulentstøtte, primært i forbindelse med projektet vedrørende den målrettede gennemgang af interne modeller (Targeted Review of Internal Models (TRIM)), bidrog til væksten i de faktiske udgifter til banktilsyn i 2017 sammenholdt med 2016.

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 2017 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

Det højere gennemsnitlige antal ansatte i ECB i 2017 og udgifterne til fratrædelsesgodtgørelser i forbindelse med CTS, der blev indført i 2017 (se note 12.3 "Øvrige poster"), førte til en samlet stigning i personaleomkostningerne.

I denne post er indeholdt udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 366,0 mio. euro (349,5 mio. euro i 2016). I posten indgår også et beløb på 169,2 mio. euro (117,0 mio. euro i 2016), som er medtaget i forbindelse med ECB's pensionsydelser, ydelser efter fratrædelse, andre langsigtede personaleydelser og fratrædelsesgodtgørelser (se note 12.3 "Øvrige poster").

Lønninger mv. er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med aflønningsordningen inden for EU.

Direktionsmedlemmer og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, modtager en grundløn, mens deltidsmedlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, kan få et supplerende vederlag, som er baseret på det antal møder, de deltager i. Medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådets medlemmer på fuld tid, som er ansat af ECB, 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 2017 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)[50]:

	2017 €	2016[51] €
Mario Draghi (formand)	396.900	389.760
Vítor Constâncio (næstformand)	340.200	334.080
Peter Praet (direktionsmedlem)	283.488	278.388
Benoît Cœuré (direktionsmedlem)	283.488	278.388
Yves Mersch (direktionsmedlem)	283.488	278.388
Sabine Lautenschläger (direktionsmedlem)	283.488	278.388
Direktionen i alt	**1.871.052**	**1.837.392**
Tilsynsrådet i alt (medlemmer ansat af ECB) [52]	**793.817**	**632.060**
heraf:		
Danièle Nouy, (formand for Tilsynsrådet)	*283.488*	*278.388*
I alt	**2.664.869**	**2.469.452**

Deltidsmedlemmerne af Tilsynsrådet modtog også et supplerende vederlag på 96.470 euro i 2017 (343.341 euro i 2016).

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 852.998 euro (807.475 euro i 2016). Stigningen i forhold til 2016 skyldtes hovedsagelig et nyt medlem, der blev medlem af Tilsynsrådet i februar 2017.

50 Beløbene er bruttobeløb, dvs. inden betaling af skat til Den Europæiske Union.

51 Formandens og næstformandens løn, der blev offentliggjort sidste år, inkluderede den årlige generelle lønjustering. For de øvrige medlemmer af Direktionen og Tilsynsrådet, herunder også formanden for Tilsynsrådet, blev den årlige generelle lønjustering foretaget med tilbagevirkende kraft i 2017.

52 Dette tal omfatter ikke næstformand i Tilsynsrådet Sabine Lautenschläger, hvis løn er medtaget sammen med lønnen for de andre medlemmer af Direktionen

Pensionsbetalinger, herunder ydelser efter fratrædelse og bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordningen for tidligere medlemmer af Direktionen eller Tilsynsrådet og deres ydelsesberettigede pårørende beløb sig til 857.476 euro (834.668 euro i 2016).[53]

Ved udgangen af 2017 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 3.384[54], heraf 330 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2017:

	2017	2016
Samlet antal medarbejdere ved det foregående års slutning	3.171	2.871
Antal nye medarbejdere	726	725
Antal medarbejdere, som forlod ECB	-443	-380
Nettonedgang som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	-70	-45
Samlet antal medarbejdere pr. 31. december	**3.384**	**3.171**
heraf:		
Antal medarbejdere, som forlod ECB pr. 31. december	*113*	*80*
Gennemsnitligt antal medarbejdere	**3.254**	**3.007**

29 Administrationsomkostninger

Denne post, som udgør 463,2 mio. euro (414,2 mio. euro i 2016), dækker alle øvrige løbende omkostninger, såsom leje og vedligeholdelse af lokaler, informationsteknologi, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning og uddannelse af medarbejdere.

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.

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 (se note 25 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner").

[53] Se note 12.3 "Øvrige Poster", hvad angår det nettobeløb, som er indregnet i resultatopgørelsen i relation til de nuværende medlemmer af Direktionen og medlemmerne af Tilsynsrådet.

[54] Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsubegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagere i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mergenthalerallee 3-5
65760 Eschborn/Frankfurt/M.
Postfach 53 23
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

Claus-Peter Wagner
Managing Partner Financial Services
Telefon +49 6196 996 26512
Telefax +49 181 3943 26512
claus-peter.wagner@de.ey.com
www.de.ey.com

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

14 February 2018

Independent auditor's report

Opinion
We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2017, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.
In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2017 and of the results of its operations for the year then ended, 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.

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 European Central Bank 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.

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 using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35), as amended.
Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank'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.

Independent Member of Ernst & Young Global Limited
Chairman of the Board: WP/StB Georg Graf Waldersee - Board of Management: WP/StB Hubert Barth, Chairman
WP/StB Ute Benzel - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer
CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert
Registered Office : Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

Building a better working world

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout 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 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.
We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger
Certified Public Accountant

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mergenthalerallee 3-5
65760 Eschborn/Frankfurt/M.
Postfach 53 23
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

Claus-Peter Wagner
Managing Partner Financial Services
Telefon +49 6196 996 26512
Telefax +49 181 3943 26512
claus-peter.wagner@de.ey.com
www.de.ey.com

Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen. Kun den engelske udgave med EY's underskrift er autentisk

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank
Frankfurt am Main

14. februar 2018

Den uafhængige revisors påtegning

Konklusion
Vi har revideret regnskabet for Den Europæiske Centralbank for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017, der omfatter balancen pr. 31. december 2017, resultatopgørelsen for perioden 1. januar – 31. december 2017 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter.
Det er vores opfattelse, at det medfølgende regnskab giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt af resultatet af Den Europæiske Centralbanks aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2017 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 Den Europæiske Centralbank 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.

Den Europæiske Centralbank direktions 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 interne 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 anvende going concern-princippet i overensstemmelse med artikel 4 i den gældende afgørelse (ECB/2016/35), med senere ændringer.
Den øverste ledelse er ansvarlig for at overvåge Den Europæiske Centralbanks regnskabsaflæggelsesproces.

Revisors ansvar for revisionen af regnskabet
Vores mål er at opnå en høj grad af 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. Høj grad af 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.

Independent Member of Ernst & Young Global Limited
Chairman of the Board: WP/StB Georg Graf Waldersee - Board of Management: WP/StB Hubert Barth, Chairman
WP/StB Ute Benzel - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer
CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert
Registered Office : Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover

- identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. 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 virksomhedens 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 udarbejdelse af regnskabet på grundlag af going concern-princippet er passende, og om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder og forhold, der kan skabe betydelig tvivl om virksomhedens evne til at forsætte som en going concern. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på de tilknyttede oplysninger i regnskabet eller, hvis sådanne tilknyttede oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået 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 kommunikerer 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.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed, og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med venlig hilsen

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger
Certified Public Accountant

Note om fordeling af overskud/dækning af tab

Denne note er ikke en del af ECB's årsregnskab for 2017.

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.[55]

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.[56]

ECB's nettoresultat for 2017 var 1.274,7 mio. euro. Som følge af Styrelsesrådets beslutning blev der 31. januar 2018 foretaget en foreløbig fordeling af overskud på 987,7 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet. Styrelsesrådet besluttede endvidere at fordele det resterende overskud på 287,0 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet.

	2017 €	2016 €
Årets overskud	1.274.761.507	1.193.108.250
Foreløbig overskudsfordeling	-987.730.460	-966.234.559
Årets resultat efter den foreløbige fordeling af overskud	287.031.047	226.873.691
Fordeling af det resterende overskud	-287.031.047	-226.873.691
I alt	**0**	**0**

[55] 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.

[56] 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.

Forkortelser

ABSPP	programmet til opkøb af asset-backed securities
APP	programmet til opkøb af aktiver
BIS	Den Internationale Betalingsbank
CBPP	program til opkøb af særligt dækkede obligationer
CNY	Kinesiske renminbi
CSPP	programmet til opkøb af virksomhedsobligationer
CTS	Career Transition Support
EBA	Euro Banking Association
ECB	Den Europæiske Centralbank
ES	expected shortfall
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
ESM	den europæiske stabilitetsmekanisme
EU	Den Europæiske Union
IMF	Den Internationale Valutafond
ORC	Operational Risk Committee
PSPP	opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor
SDR	særlige trækningsrettigheder
SMP	Securities Markets Programme
SSM	Den Fælles Tilsynsmekanisme
Target2	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.
TRIM	Targeted Review of Internal Models
VaR	Value at Risk

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2017[1]

(mio. euro)[2]

AKTIVER	31. december 2017	31. december 2016
1 Guld og tilgodehavender i guld	**376.300**	**382.061**
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	**296.217**	**327.859**
2.1 Tilgodehavender hos IMF	70.214	78.752
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	226.002	249.107
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	**38.058**	**30.719**
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	**19.364**	**19.082**
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	19.364	19.082
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	**764.310**	**595.873**
5.1 Primære markedsoperationer	3.372	39.131
5.2 Langfristede markedsoperationer	760.639	556.570
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	299	172
5.6 Udlån i forbindelse med marginbetalinger	0	0
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	**37.563**	**69.134**
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	**2.660.726**	**1.974.866**
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	2.386.012	1.653.995
7.2 Andre værdipapirer	274.714	320.870
8 Offentlig forvaltning og services gæld i euro	**25.015**	**26.460**
9 Andre aktiver	**254.010**	**235.384**
Aktiver i alt	**4.471.563**	**3.661.439**

1 Udarbejdet på grundlag af foreløbige, ureviderede data. Alle de nationale centralbankers årsregnskaber vil være afsluttede ved udgangen af maj 2018, og Eurosystemets endelige konsoliderede årlige balance vil blive offentliggjort derefter.

2 På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

PASSIVER	31. december 2017	31. december 2016
1 Seddelomløb	**1.170.716**	**1.126.215**
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	**1.881.596**	**1.313.264**
2.1 Anfordringskonti (herunder reservekravssystemet)	1.185.792	888.988
2.2 Indlånsfacilitet	695.801	424.208
2.3 Tidsindskud	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indlån i forbindelse med marginbetalinger	2	69
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	**20.984**	**9.427**
4 Udstedte gældsbeviser	**0**	**0**
5 Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet	**286.889**	**220.760**
5.1 Offentlig forvaltning og service	168.457	114.887
5.2 Andre forpligtelser	118.432	105.873
6 Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet	**355.381**	**205.678**
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter i euroområdet	**3.830**	**3.644**
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet	**11.254**	**9.301**
8.1 Indlån og andre forpligtelser	11.254	9.301
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækningsrettigheder i IMF	**55.218**	**59.263**
10 Andre forpligtelser	**225.543**	**218.929**
11 Revalueringskonti	**357.852**	**394.357**
12 Kapital og reserver	**102.298**	**100.601**
Passiver i alt	**4.471.563**	**3.661.439**

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 15 March 2018.

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 [1)]

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

1.2.1 Main and longer-term refinancing operations [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								
2017 18 Oct.	3,821	40	3,821	0.00	-	-	-	7
25 Oct.	5,311	38	5,311	0.00	-	-	-	7
1 Nov.	2,995	34	2,995	0.00	-	-	-	7
8 Nov.	2,703	38	2,703	0.00	-	-	-	7
15 Nov.	2,844	38	2,844	0.00	-	-	-	7
22 Nov.	2,976	42	2,976	0.00	-	-	-	7
29 Nov.	4,994	44	4,994	0.00	-	-	-	7
6 Dec.	2,256	30	2,256	0.00	-	-	-	7
13 Dec.	1,919	29	1,919	0.00	-	-	-	7
20 Dec.	3,372	42	3,372	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations [5), 6)]								
2017 30 Mar.	1,314	28	1,314	0.00	-	-	-	91
27 Apr.	1,470	26	1,470	0.00	-	-	-	91
1 June	3,050	26	3,050	0.00	-	-	-	91
29 June	2,667	27	2,667	0.00	-	-	-	91
27 July	2,860	23	2,860	0.00	-	-	-	91
31 Aug.	2,899	24	2,899	0.00	-	-	-	91
28 Sep.	2,531	22	2,531	0.00	-	-	-	84
26 Oct.	2,498	18	2,498	0.00	-	-	-	98
30 Nov.	2,883	21	2,883	0.00	-	-	-	91
21 Dec. [7)]	2,367	21	2,367	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 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

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 10 last operations until the end of 2017 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)]

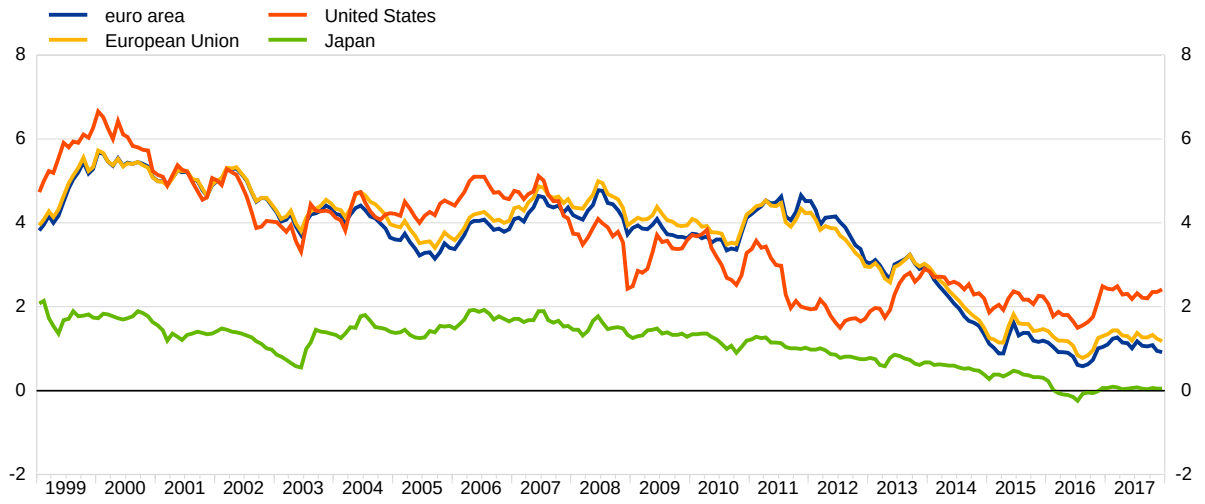
(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 [2)]	1999-2008 [2)]	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	4.5	2.3	1.7	0.8	0.5	0.7
Germany	3.0	4.3	1.5	1.2	0.5	0.1	0.3
Estonia [3)]	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.2	4.4	4.0	2.4	1.2	0.7	0.8
Greece	7.5	4.8	10.4	6.9	9.7	8.4	6.0
Spain	4.0	4.4	3.5	2.7	1.7	1.4	1.6
France	3.3	4.4	2.1	1.7	0.8	0.5	0.8
Italy	4.1	4.6	3.5	2.9	1.7	1.5	2.1
Cyprus	5.2	5.3	5.0	6.0	4.5	3.8	2.6
Latvia	4.9	5.3	4.6	2.5	1.0	0.5	0.8
Lithuania	4.7	5.2	4.3	2.8	1.4	0.9	0.3
Luxembourg	3.0	4.1	1.8	1.3	0.4	0.3	0.5
Malta	3.9	5.0	3.0	2.6	1.5	0.9	1.3
Netherlands	3.2	4.4	1.8	1.5	0.7	0.3	0.5
Austria	3.3	4.4	2.0	1.5	0.7	0.4	0.6
Portugal	5.0	4.5	5.5	3.8	2.4	3.2	3.1
Slovenia	4.2	5.1	3.5	3.3	1.7	1.1	1.0
Slovakia	4.0	5.3	2.8	2.1	0.9	0.5	0.9
Finland	3.2	4.4	1.8	1.4	0.7	0.4	0.5
Euro area	3.6	4.4	2.7	2.0	1.2	0.9	1.1
Bulgaria	4.4	5.0	4.0	3.3	2.5	2.3	1.6
Czech Republic	3.4	4.6	2.3	1.6	0.6	0.4	1.0
Denmark	3.2	4.5	1.7	1.3	0.7	0.3	0.5
Croatia	5.1	5.1	5.0	4.1	3.6	3.5	2.8
Hungary	6.5	7.3	5.8	4.8	3.4	3.1	3.0
Poland	5.4	6.6	4.4	3.5	2.7	3.0	3.4
Romania	6.2	7.3	5.7	4.5	3.5	3.3	4.0
Sweden	3.2	4.5	1.8	1.7	0.7	0.5	0.7
United Kingdom	3.6	4.8	2.2	2.1	1.8	1.2	1.2
European Union	3.7	4.6	2.8	2.2	1.4	1.1	1.3
United States	3.6	4.7	2.5	2.5	2.1	1.8	2.3
Japan	1.1	1.5	0.7	0.6	0.4	0.0	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.
1) Further methodological 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 methodological 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.

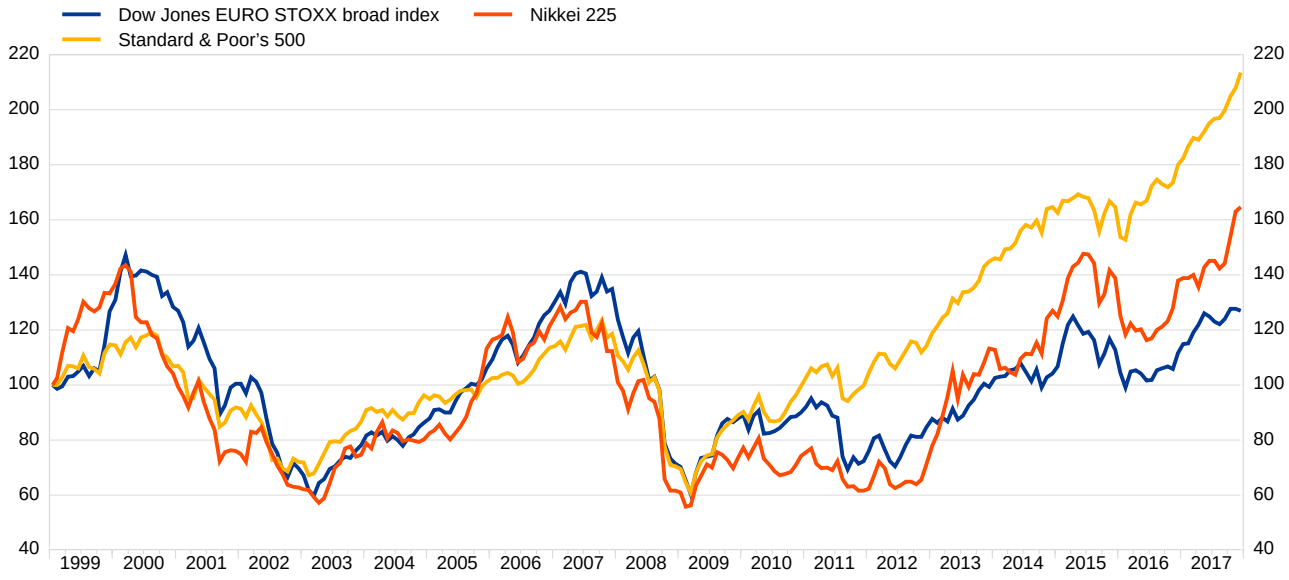
1 Financial and monetary developments

1.4 Selected stock market indices
(percentage changes)

	1999-2017 [1]	1999-2008 [1]	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium - BEL 20 Index	19.1	-42.9	58.4	12.4	12.6	-2.5	10.3
Germany - DAX 30 Index	85.6	-30.9	116.8	2.7	9.6	6.9	12.5
Estonia - OMXT Index	889.7	119.0	207.0	-7.7	19.1	19.6	15.5
Ireland - ISEQ Index	40.3	-53.3	136.6	15.1	30.0	-4.0	8.0
Greece - ASE Index	-85.9	-68.7	-63.5	-28.9	-23.6	1.9	24.7
Spain - IBEX 35 Index	-13.7	-21.0	-15.9	3.7	-7.2	-2.0	7.4
France - CAC 40 Index	-10.8	-46.0	35.0	-0.5	8.5	4.9	9.3
Italy - FTSEMIB Index	-48.7	-54.3	-6.0	0.2	12.7	-10.2	13.6
Cyprus - CSE Index	-93.1	9.4	-95.6	-17.0	-20.9	-2.0	4.7
Latvia - OMXR Index	539.4	74.1	257.1	-11.3	45.7	23.5	35.8
Lithuania - OMXV Index	553.3	79.3	149.6	7.3	7.4	14.9	17.0
Luxembourg - LuxX Index	17.3	-29.8	19.5	4.9	-8.5	20.0	-1.8
Malta - MSE Index	30.9	-6.8	30.3	-9.6	33.0	4.5	-2.6
Netherlands - AEX Index	-18.9	-63.4	62.4	5.6	4.1	9.4	12.7
Austria - ATX Index	185.5	46.2	37.0	-15.2	11.0	9.2	30.6
Portugal - PSI 20 Index	-54.9	-47.0	-36.3	-26.8	10.7	-11.9	15.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.3	-42.0	-17.9	19.6	-11.2	3.1	12.4
Slovakia - SAX Index	322.5	366.0	22.0	12.4	31.5	9.0	2.2
Finland - OMXH Index	-35.0	-62.9	46.7	5.7	10.8	3.6	6.4
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-7.4	-46.5	40.3	1.7	8.0	1.5	10.1
Bulgaria - SOFIX Index	534.7	236.0	58.6	6.2	-11.7	27.2	15.5
Czech Republic - PX 50 Index	120.2	75.3	-3.5	-4.3	1.0	-3.6	17.0
Denmark - OMXC 20 Index	300.6	-3.1	204.2	20.9	36.2	-12.8	15.9
Croatia - CROBEX Index	57.2	46.9	-8.0	-2.7	-3.2	18.1	-7.6
Hungary - BUX Index	346.5	38.8	85.5	-10.4	43.8	33.8	23.0
Poland - WIG Index	252.5	50.6	59.4	0.3	-9.6	11.4	23.2
Romania - BET Index	1,628.7	546.8	65.3	9.1	-1.1	1.2	9.4
Sweden - OMXS 30 Index	31.5	-44.8	65.7	9.9	-1.2	4.9	3.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	10.9	-36.0	42.0	-2.7	-4.9	14.4	7.6
United States - S&P 500 Index	82.0	-38.5	139.8	11.4	-0.7	9.5	19.4
Japan - Nikkei 225 Index	20.2	-53.2	115.9	7.1	9.1	0.4	19.1

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)]

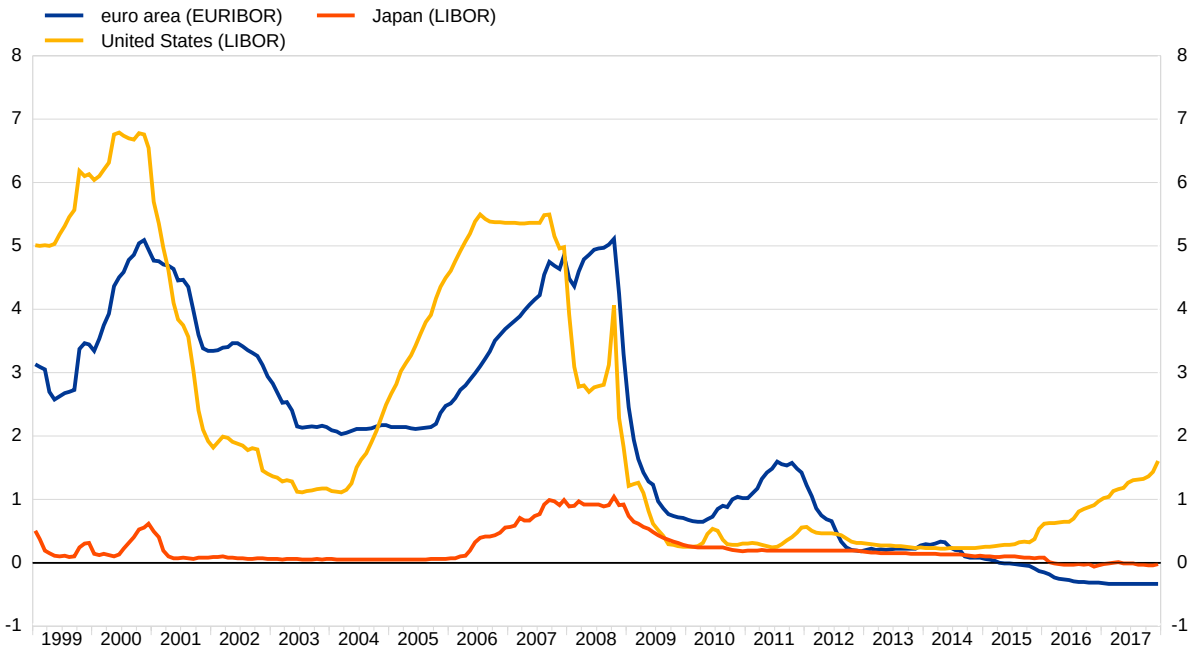
(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 [2)]	1999-2008 [2)]	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Euro area - EURIBOR	1.97	3.35	0.43	0.21	-0.02	-0.26	-0.33
Bulgaria - SOFIBOR	2.97	4.57	2.06	0.78	0.54	0.15	0.09
Czech Republic - PRIBOR	2.35	3.70	0.84	0.36	0.31	0.29	0.41
Denmark - CIBOR	2.22	3.64	0.64	0.31	-0.12	-0.15	-0.26
Croatia - ZIBOR	5.19	7.54	2.57	0.97	1.23	0.85	0.60
Hungary - BUBOR	7.04	9.70	4.09	2.41	1.61	0.99	0.15
Poland - WIBOR	6.30	9.11	3.17	2.52	1.75	1.70	1.73
Romania - ROBOR	14.69	24.65	4.42	2.54	1.33	0.78	1.15
Sweden - STIBOR	2.18	3.44	0.77	0.66	-0.19	-0.49	-0.50
United Kingdom - LIBOR	1.95	3.35	0.39	0.18	-0.02	-0.28	-0.37
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.51	0.23	0.32	0.74	1.26
Japan - LIBOR	0.23	0.29	0.16	0.13	0.09	-0.02	-0.02

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.

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)]

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.26	1.98	1.76	1.69
Germany	3.62	4.75	2.78	2.48	2.09	1.88	1.74
Estonia	-	-	3.61	2.97	2.51	2.49	2.57
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.69	3.06	2.81	2.71
Greece	5.71	5.78	5.66	5.83	5.13	4.92	4.51
Spain	3.58	4.21	3.10	3.36	2.61	2.12	1.89
France	3.10	4.11	2.33	2.11	1.74	1.60	1.52
Italy	4.00	4.90	3.34	3.56	2.67	2.15	1.87
Cyprus	-	-	5.92	5.82	4.78	4.18	3.89
Latvia	-	-	-	3.51	3.33	2.87	2.85
Lithuania	-	-	-	-	2.50	2.32	2.30
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.65	1.56	1.34	1.35
Malta	-	-	4.39	4.26	3.94	3.51	3.66
Netherlands	3.21	4.30	2.40	2.31	1.86	1.52	1.41
Austria	3.08	4.26	2.20	1.97	1.82	1.71	1.64
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.00	3.96	3.28	2.81
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.39	3.12	2.43	2.36
Slovakia	-	-	2.87	2.66	2.41	2.24	2.15
Finland	2.96	4.05	2.14	2.13	1.85	1.71	1.71
Euro area [2)]	3.56	4.51	2.85	2.78	2.25	1.92	1.76

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.

1.6.2 Households for house purchase [1)]

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.17	2.49	2.11	2.09
Germany	3.77	4.81	2.98	2.50	1.96	1.76	1.83
Estonia	-	-	2.96	2.52	2.30	2.32	2.38
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.44	3.41	3.25	3.18
Greece	3.86	4.53	3.36	2.93	2.63	2.69	2.78
Spain	3.39	4.16	2.81	2.93	2.23	1.94	1.90
France	3.67	4.25	3.24	2.95	2.31	1.87	1.60
Italy	3.78	4.49	3.26	3.20	2.51	2.13	2.05
Cyprus	-	-	4.54	4.42	3.63	3.08	2.77
Latvia	-	-	-	3.33	3.08	2.88	2.68
Lithuania	-	-	-	-	1.88	1.94	2.09
Luxembourg	2.93	4.02	2.12	2.03	1.86	1.68	1.74
Malta	-	-	3.17	2.93	2.79	2.81	2.82
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.35	2.91	2.58	2.41
Austria	3.30	4.28	2.57	2.29	2.01	1.90	1.85
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.19	2.38	1.90	1.64
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.21	2.53	2.20	2.34
Slovakia	-	-	4.12	3.42	2.74	2.04	1.82
Finland	2.74	3.85	1.90	1.81	1.36	1.16	1.03
Euro area [2)]	3.66	4.42	3.09	2.80	2.26	1.97	1.86

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.

1 Financial and monetary developments

1.7 Aggregated deposit rate
(percentages per annum; period averages)

1.7.1 Non-financial corporations [1)]

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.35	0.15	-0.04	-0.12
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.16	0.02	-0.04
Estonia	-	-	0.65	0.31	0.23	0.17	0.13
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.41	0.15	0.05	0.01
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	0.80	0.36	0.21	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.74	0.31	0.21	0.13
Italy	1.99	2.88	1.33	1.22	0.87	1.04	0.64
Cyprus	-	-	2.74	2.44	1.72	1.41	1.38
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.22	0.17	0.19	0.16
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-	-	-	0.17	0.04	-0.03	-0.20
Austria	1.67	2.92	0.74	0.44	0.32	0.26	0.14
Portugal	2.10	2.97	1.46	0.96	0.46	0.25	0.23
Slovenia	-	-	1.29	0.72	0.27	0.11	0.08
Slovakia	-	-	0.55	0.39	0.24	0.17	0.12
Finland	1.48	2.80	0.50	0.42	0.30	0.39	0.23
Euro area [(2)]	1.72	2.86	0.87	0.61	0.32	0.18	0.11

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.

1.7.2 Households [1)]

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.17	1.00	0.65	0.40
Germany	1.79	2.80	1.04	0.69	0.47	0.42	0.28
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.55	0.58	0.54	0.63
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.64	0.29	0.16	0.09
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	0.99	0.46	0.21	0.10
France	2.39	2.89	2.01	2.19	1.68	1.24	0.96
Italy	1.88	2.07	1.73	1.59	1.20	1.08	0.86
Cyprus	-	-	3.21	2.56	1.77	1.53	1.33
Latvia	-	-	1.23	0.50	0.56	0.56	0.61
Lithuania	-	-	1.01	0.43	0.28	0.24	0.29
Luxembourg	-	-	-	-	0.38	-	-
Malta	-	-	2.01	1.83	1.34	1.17	0.82
Netherlands	-	-	-	2.09	1.91	1.64	1.42
Austria	1.88	2.89	1.11	0.74	0.45	0.37	0.31
Portugal	2.25	2.67	1.94	1.59	0.75	0.39	0.28
Slovenia	-	-	1.80	1.25	0.58	0.33	0.24
Slovakia	-	-	1.83	1.67	1.68	1.13	0.70
Finland	2.03	2.97	1.32	1.09	0.96	0.56	0.40
Euro area [(2)]	2.24	2.81	1.80	1.35	0.81	0.56	0.40

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.

1 Financial and monetary developments

1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

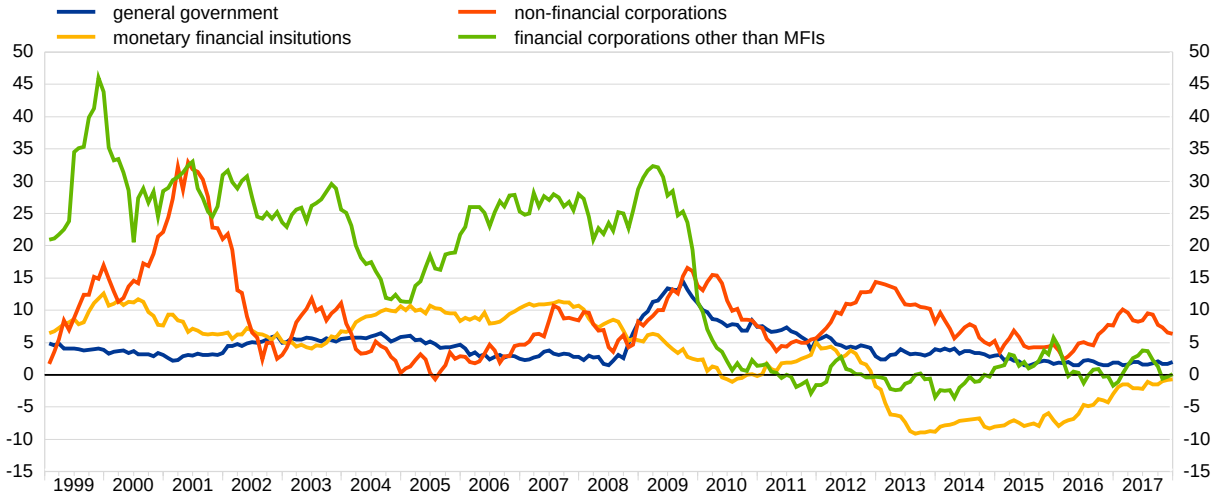
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	2.6	2.8	1.4	1.3	4.2	4.7
Germany	2.0	4.8	-1.0	-2.6	-0.6	-1.3	0.3
Estonia	-	-	7.6	10.4	-0.5	2.4	4.6
Ireland	5.2	9.9	-1.1	-3.5	0.8	-1.4	2.7
Greece	1.5	12.6	-11.0	-11.4	-4.2	-28.3	-20.3
Spain	8.1	15.6	-0.3	-6.9	-4.5	-0.7	0.8
France	6.0	8.4	3.2	2.7	0.6	1.4	3.2
Italy	3.9	6.4	0.5	-1.3	-3.8	-2.3	0.0
Cyprus	-	-	4.0	-5.6	-2.9	4.7	35.3
Latvia	-	-	19.6	40.4	10.3	12.2	9.7
Lithuania	-	-	2.7	-	-2.1	6.7	8.7
Luxembourg	5.6	0.2	10.7	13.3	16.6	2.3	0.8
Malta	-	-	8.8	14.3	13.1	11.1	4.6
Netherlands	6.7	12.5	0.7	-0.5	1.4	0.5	0.9
Austria	4.2	9.6	-1.3	-1.7	-3.3	-0.8	-2.4
Portugal	6.5	10.4	0.4	-7.5	-6.7	0.9	1.6
Slovenia	-	-	7.7	29.6	3.6	1.6	2.1
Slovakia	11.5	13.7	9.1	7.7	1.6	3.1	4.5
Finland	4.9	3.6	5.5	7.2	-0.9	1.3	2.6
Euro area	4.7	7.7	1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

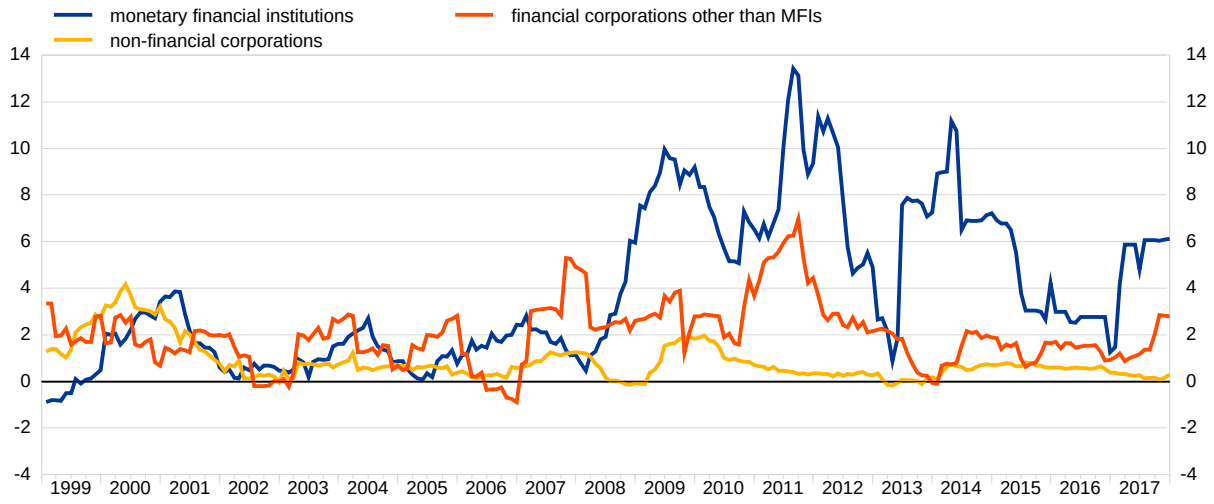
1 Financial and monetary developments

1.9 Listed shares issued by euro area residents
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.1	0.6
Germany	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5
Estonia	-	-	-6.4	-3.8	-4.8	-4.0	-2.2
Ireland	2.3	1.0	0.2	-0.7	0.2	-0.1	-2.3
Greece	8.0	1.5	16.3	39.3	6.2	40.9	0.3
Spain	1.2	1.1	1.4	0.3	2.5	1.1	1.7
France	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7
Italy	1.7	1.1	2.0	1.4	1.8	1.4	3.1
Cyprus	-	-	16.0	13.8	23.1	9.2	23.3
Latvia	-	-	3.9	0.1	0.6	1.7	2.5
Lithuania	-	-	-0.4	-	-3.9	0.3	-0.2
Luxembourg	6.2	5.7	7.5	9.6	6.9	11.5	5.5
Malta	-	-	9.1	5.1	8.0	6.0	38.5
Netherlands	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.5	0.5
Austria	5.5	8.7	2.4	5.2	2.3	0.4	1.7
Portugal	2.4	2.3	2.4	3.5	3.6	0.5	2.7
Slovenia	-	-	0.7	1.1	0.5	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Finland	0.2	-0.5	1.0	2.3	0.9	0.8	0.6
Euro area	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8

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)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Components of M3							
M3	5.2	7.5	2.8	3.9	4.7	5.0	4.6
M2	5.5	7.3	3.5	3.8	5.3	4.8	5.1
M1	7.6	7.8	7.4	8.1	10.6	8.8	8.7
Currency in circulation	7.1	9.0	5.1	6.5	6.8	3.6	3.4
Overnight deposits	7.7	7.6	7.9	8.4	11.3	9.7	9.7
M2-M1 (other short-term deposits)	2.7	7.1	-2.0	-2.2	-3.3	-2.5	-2.1
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.4	10.3	-7.7	-5.2	-8.5	-7.4	-8.5
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.5	3.3	3.7	0.2	0.6	0.7	1.6
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.6	4.6	-3.8	7.8	-4.3
Repurchase agreements	0.1	6.3	-6.5	3.1	-38.9	-5.7	9.8
Money market fund shares	3.7	9.4	-2.3	2.8	11.4	7.8	-2.6
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.4	11.6	-14.1	18.5	-25.4	21.0	-24.0
Counterparts of M3 [2)]							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.5	7.4	1.3	-1.4	3.5	9.4	14.4
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.5	6.6	0.2	-2.3	-3.0	-1.6	-1.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.5	5.8	-0.9	-5.1	-4.8	-3.3	-3.8
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.7	-0.9	-6.8	2.3	-14.4	-11.5	-12.4
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.3	7.3	-3.0	-6.3	-8.8	-4.9	-3.4
Capital and reserves	6.3	7.4	5.2	4.5	4.8	2.9	3.3
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.8	-0.2	2.3	4.9	3.8
Credit to general government	3.5	0.6	6.7	2.1	8.2	12.5	6.7
of which: loans	0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.8	-3.1	-4.0
Credit to the private sector [3)]	4.7	8.7	0.5	-0.8	0.7	2.5	2.9
of which: loans [4)]	4.6	8.3	0.6	-0.3	0.7	2.4	2.9

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

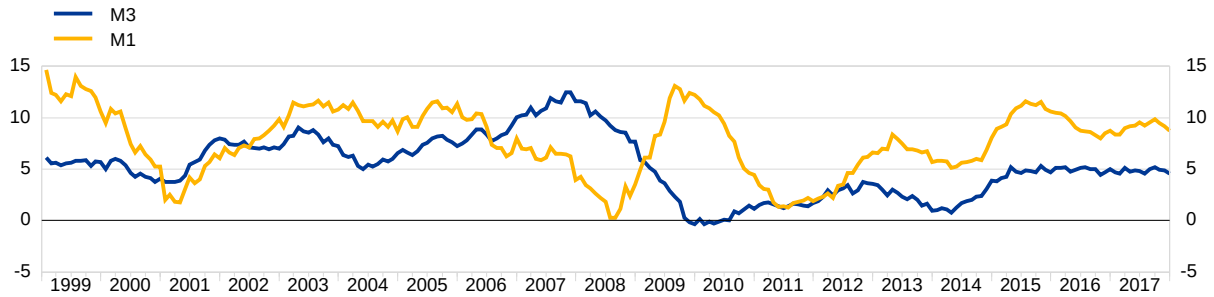
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

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)

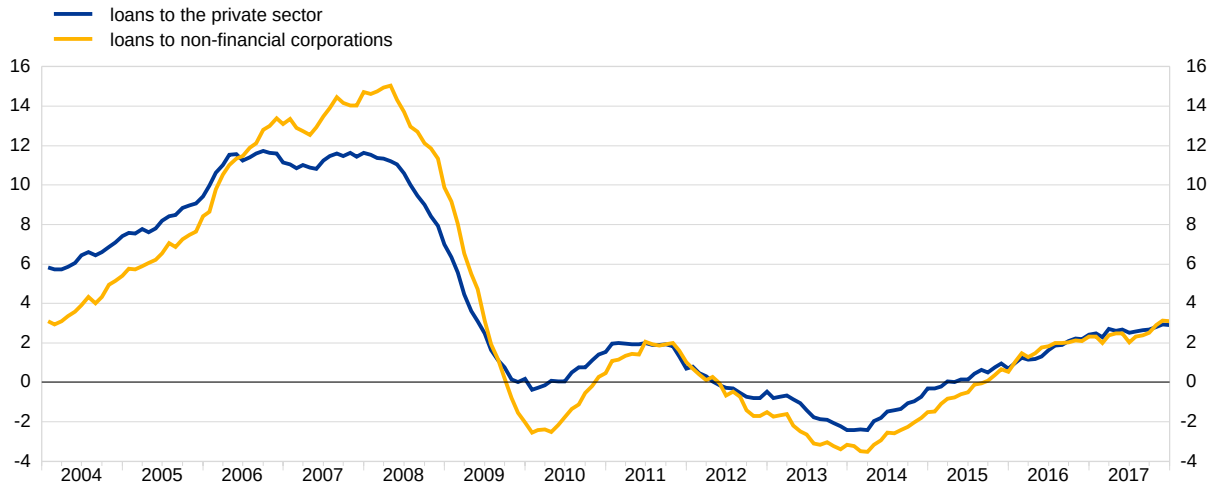
	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	9.5	2.5	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5
Germany	3.6	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2
Estonia	39.2	1.5	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6	5.5
Ireland	24.2	-3.4	-4.0	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.3
Greece	13.6	-1.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	-0.1	-0.1
Spain	19.3	-3.8	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.1
France	10.2	2.6	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6
Italy	9.2	-0.8	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.5
Cyprus	26.1	1.1	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3
Latvia	-	-0.1	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1
Lithuania	33.6	-0.4	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4
Luxembourg	12.3	-0.8	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	4.5
Malta	11.0	1.5	-1.7	-9.1	4.1	-10.3	7.2	24.4
Netherlands	9.7	0.3	2.8	1.7	-3.5	-3.9	-0.4	-1.3
Austria	6.9	1.6	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.2	5.3
Portugal	7.8	-1.9	-5.2	-3.0	-6.8	-1.1	-1.5	0.1
Slovenia	24.0	-3.9	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9
Slovakia	20.3	2.9	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8
Finland	11.7	4.1	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4	4.2
Euro area	10.2	-0.1	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3	3.1
Bulgaria	-	3.1	5.4	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8
Czech Republic	-	4.5	2.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1
Denmark	-	-0.4	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.3	1.0
Croatia	-	-0.3	-9.1	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0
Hungary	-	-0.6	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2
Poland	-	5.7	5.6	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6
Romania	-	3.1	2.0	-4.8	2.1	-1.6	2.9	6.7
Sweden	-	3.7	2.3	1.0	2.5	3.7	4.6	5.8
United Kingdom	-	-2.6	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7

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)

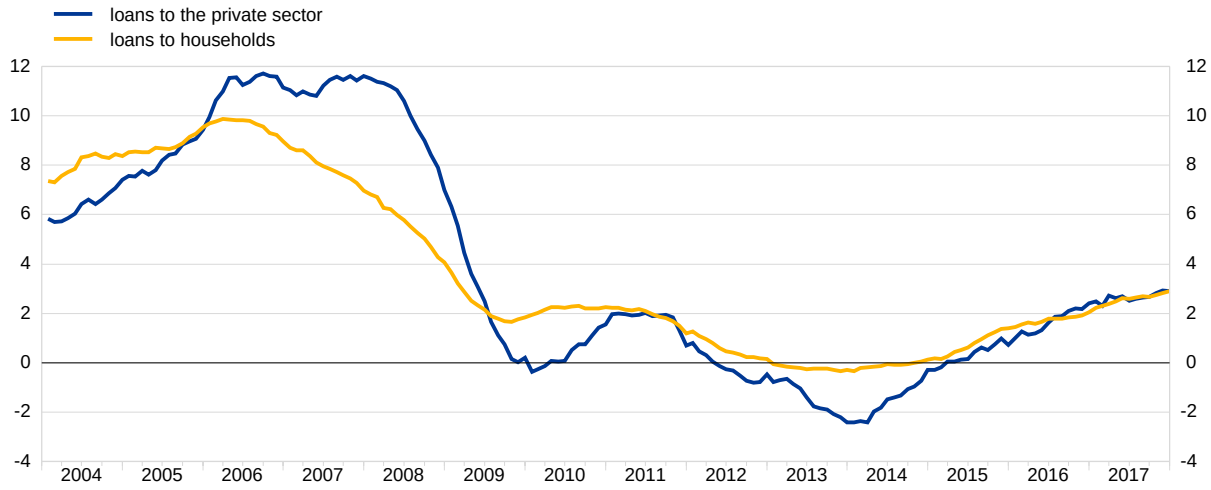
	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	10.2	4.5	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0
Germany	0.0	1.6	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2
Estonia	42.3	0.9	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0
Ireland	18.7	-3.4	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5
Greece	24.3	-2.2	-4.2	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-1.9
Spain	15.3	-2.2	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5
France	10.4	3.9	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0
Italy	11.1	1.6	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8
Cyprus	15.9	1.6	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0
Latvia	-	-3.1	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6
Lithuania	56.9	1.0	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6
Luxembourg	4.4	4.9	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0	7.7
Malta	11.1	6.1	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5
Netherlands	7.2	0.0	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.5	0.0
Austria	5.9	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	3.1	3.2
Portugal	8.2	-1.6	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.6	0.0
Slovenia	22.7	2.6	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2
Slovakia	26.9	11.9	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4	12.3
Finland	12.1	3.8	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6	2.7
Euro area	7.6	1.3	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0	2.9
Bulgaria	-	1.5	-0.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.8
Czech Republic	-	6.5	4.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4
Denmark	-	0.5	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.5
Croatia	-	-0.3	-1.2	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8
Hungary	-	-6.3	-6.0	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.7
Poland	-	5.5	7.0	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4
Romania	-	4.5	-0.2	0.4	2.3	1.3	7.7	14.1
Sweden	-	6.4	4.7	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0
United Kingdom	-	1.1	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9

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

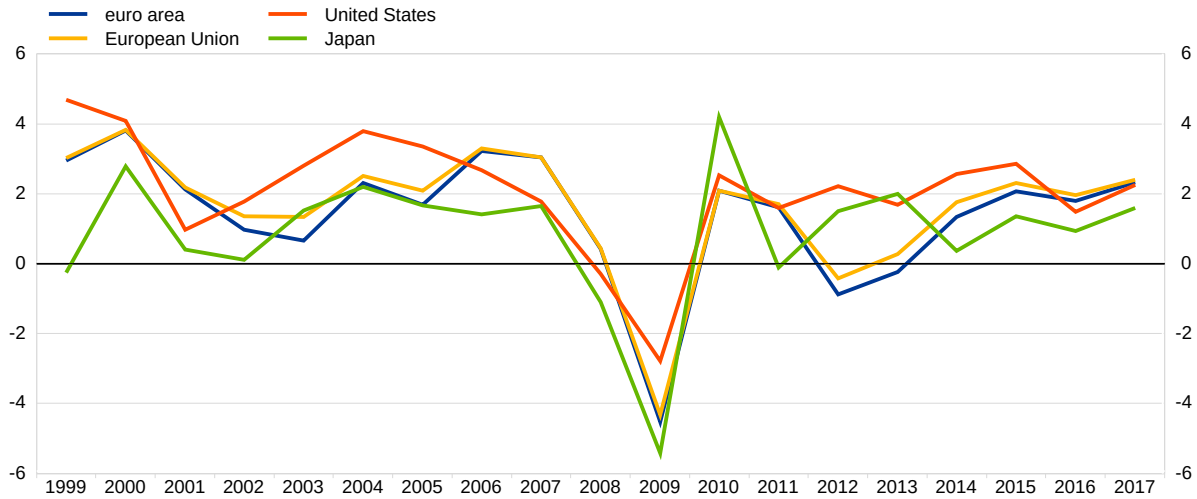
(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.4	1.4	1.5	1.7
Germany	1.4	1.6	1.2	1.9	1.7	1.9	2.2
Estonia	3.5	5.7	1.2	2.9	1.7	2.1	4.9
Ireland	5.1	5.4	4.8	8.3	25.6	5.1	.
Greece	0.3	3.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Spain	2.0	3.6	0.2	1.4	3.4	3.3	3.1
France	1.4	2.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.8
Italy	0.4	1.2	-0.5	0.1	1.0	0.9	1.5
Cyprus	2.1	4.1	-0.2	-1.4	2.0	3.4	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.5	1.9	3.0	2.2	4.5
Lithuania	3.7	6.1	1.1	3.5	2.0	2.3	3.8
Luxembourg	3.4	4.3	2.2	5.8	2.9	3.1	.
Malta	3.5	2.4	4.4	8.1	9.9	5.5	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.8	1.4	2.3	2.2	3.1
Austria	1.7	2.4	0.9	0.8	1.1	1.5	2.9
Portugal	0.8	1.6	-0.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Slovenia	2.4	4.3	0.3	3.0	2.3	3.1	5.0
Slovakia	3.6	5.1	2.1	2.8	3.9	3.3	3.4
Finland	1.7	3.3	-0.1	-0.6	0.1	2.1	3.0
Euro area	1.4	2.1	0.6	1.3	2.1	1.8	2.3
Bulgaria	3.1	4.7	1.4	1.3	3.6	3.9	3.6
Czech Republic	2.8	4.0	1.4	2.7	5.3	2.6	4.3
Denmark	1.3	1.8	0.7	1.6	1.6	2.0	2.1
Croatia	1.7	3.7	-0.5	-0.1	2.3	3.2	2.8
Hungary	2.3	3.4	1.1	4.2	3.4	2.2	4.0
Poland	3.7	4.2	3.2	3.3	3.8	2.9	4.6
Romania	3.7	5.4	1.8	3.1	4.0	4.8	7.0
Sweden	2.5	3.0	1.9	2.6	4.5	3.2	2.4
United Kingdom	1.9	2.5	1.3	3.1	2.3	1.9	1.7
European Union	1.6	2.3	0.8	1.8	2.3	2.0	2.4
United States	2.1	2.6	1.6	2.6	2.9	1.5	2.3
Japan	0.9	1.0	0.7	0.4	1.4	0.9	1.6

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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

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

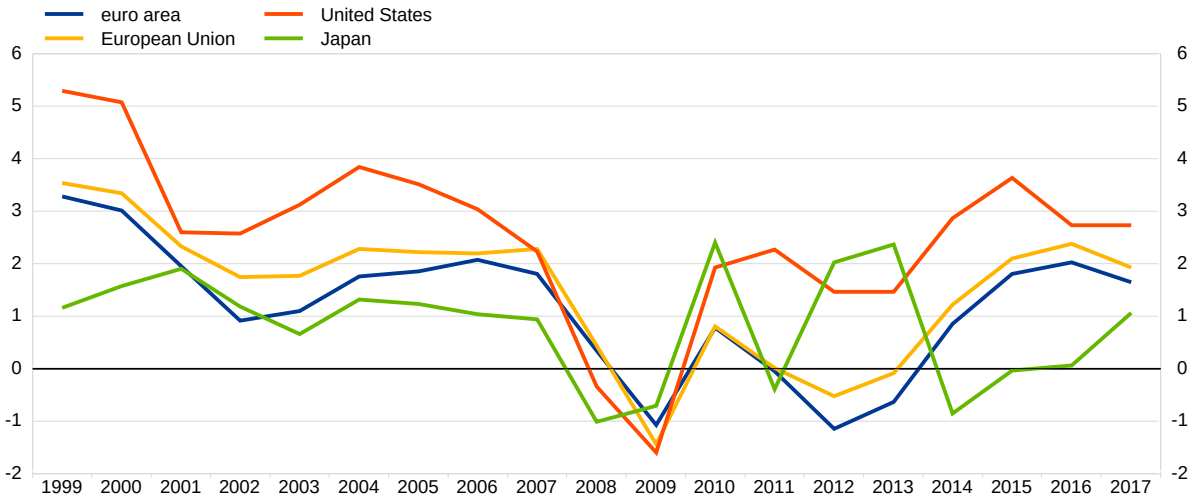
(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.6	0.9	1.7	1.1
Germany	1.0	0.9	1.2	1.0	1.7	2.1	1.9
Estonia	3.8	6.6	0.8	3.4	4.6	4.4	2.2
Ireland	3.4	6.0	0.3	2.1	4.2	3.2	.
Greece	0.3	3.7	-3.2	0.6	-0.5	0.0	0.1
Spain	1.6	3.3	-0.3	1.5	3.0	3.0	2.4
France	1.6	2.3	0.9	0.8	1.4	2.2	1.1
Italy	0.4	1.0	-0.2	0.3	1.9	1.4	1.3
Cyprus	2.7	5.3	-0.1	0.7	2.6	3.3	4.2
Latvia	3.8	6.5	0.9	1.4	2.5	3.3	5.1
Lithuania	4.5	8.1	0.6	4.0	4.0	4.9	3.9
Luxembourg	2.5	2.8	2.1	2.3	3.3	2.4	.
Malta	2.1	1.7	2.4	2.7	5.6	3.0	4.2
Netherlands	0.9	1.6	0.2	0.3	2.0	1.6	1.8
Austria	1.3	1.8	0.8	0.3	0.5	1.5	1.4
Portugal	1.0	2.0	-0.2	2.3	2.3	2.1	2.2
Slovenia	2.0	3.1	0.7	1.9	2.1	4.2	3.2
Slovakia	2.8	4.6	0.9	1.4	2.2	2.7	3.6
Finland	2.1	3.2	1.0	0.8	1.7	1.8	1.6
Euro area	1.2	1.8	0.5	0.8	1.8	2.0	1.6
Bulgaria	4.5	7.3	1.6	2.7	4.5	3.6	4.8
Czech Republic	2.4	3.3	1.4	1.8	3.7	3.6	4.0
Denmark	1.1	1.7	0.5	0.9	1.6	2.1	1.5
Croatia	1.4	3.5	-0.8	-1.6	1.1	3.5	3.6
Hungary	2.1	3.7	0.5	2.8	3.6	4.3	4.7
Poland	3.3	3.9	2.7	2.4	3.0	3.9	4.7
Romania	5.2	7.9	2.2	4.7	5.9	7.6	10.2
Sweden	2.4	2.7	2.1	2.1	3.1	2.2	2.4
United Kingdom	2.1	3.0	1.0	2.1	2.6	2.9	1.7
European Union	1.5	2.2	0.7	1.2	2.1	2.4	1.9
United States	2.5	3.1	1.9	2.9	3.6	2.7	2.7
Japan	0.8	1.0	0.7	-0.9	0.0	0.1	1.1

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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

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

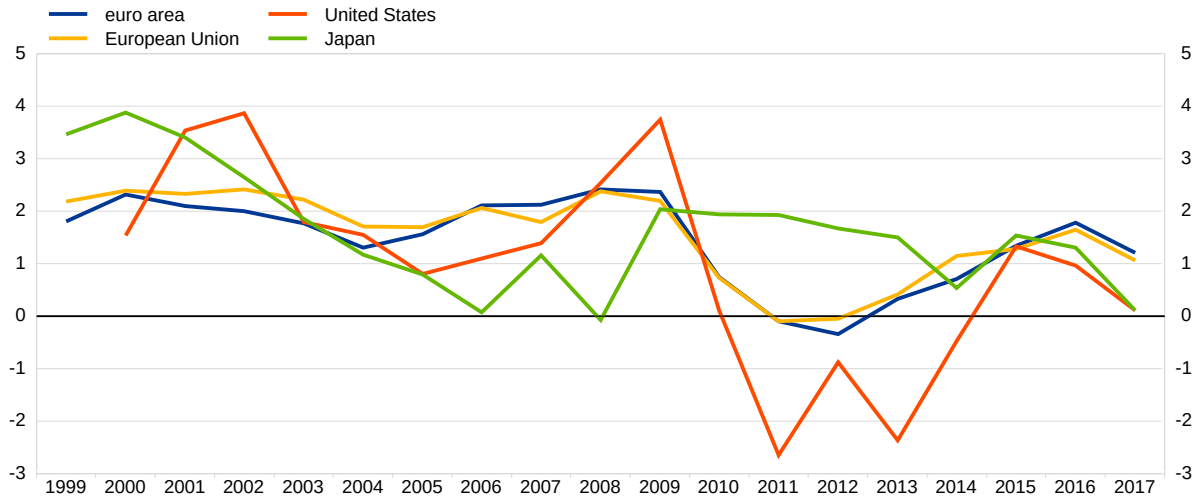
(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.1
Germany	1.4	1.0	1.9	1.5	2.9	3.7	1.6
Estonia	2.2	3.0	1.3	2.6	3.3	1.9	0.8
Ireland	1.9	3.8	-0.4	4.1	2.2	5.2	.
Greece	0.5	3.5	-2.7	-1.4	1.2	-1.5	-1.1
Spain	2.7	5.0	0.3	-0.3	2.1	0.8	1.6
France	1.5	1.6	1.4	1.3	1.1	1.3	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.7	-0.6	0.6	0.1
Cyprus	1.4	3.8	-1.1	-7.2	-2.6	-0.4	2.7
Latvia	1.2	2.8	-0.5	1.9	1.9	2.7	4.1
Lithuania	0.8	1.4	0.0	0.3	0.2	1.3	1.2
Luxembourg	3.4	4.1	2.5	2.0	2.6	2.0	.
Malta	2.1	2.8	1.5	6.6	3.7	-2.7	-0.3
Netherlands	2.1	3.4	0.7	0.3	-0.2	1.2	1.0
Austria	1.4	1.7	1.0	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	0.8	2.2	-0.7	-0.5	1.3	0.6	0.1
Slovenia	1.8	3.2	0.3	-1.2	2.7	2.5	2.3
Slovakia	2.6	3.2	2.0	5.2	5.4	1.6	0.2
Finland	1.1	1.6	0.6	-0.5	0.2	1.8	1.0
Euro area	1.4	2.0	0.9	0.7	1.3	1.8	1.2
Bulgaria	2.4	4.2	0.4	0.1	1.4	2.2	3.2
Czech Republic	1.4	2.0	0.8	1.1	1.9	2.0	1.6
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.9	1.1	0.3	1.1
Croatia	1.3	2.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	2.0
Hungary	1.6	1.9	1.2	5.1	1.1	0.8	0.3
Poland	3.1	4.0	2.0	4.1	2.4	1.7	2.7
Romania	0.6	1.2	0.0	0.8	0.2	3.1	1.6
Sweden	1.1	0.7	1.6	1.5	2.4	3.1	0.4
United Kingdom	2.0	3.0	0.8	2.5	0.6	0.8	0.3
European Union	1.6	2.1	0.9	1.2	1.3	1.6	1.1
United States	1.0	2.0	0.0	-0.5	1.3	1.0	0.1
Japan	1.6	1.8	1.4	0.5	1.5	1.3	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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

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

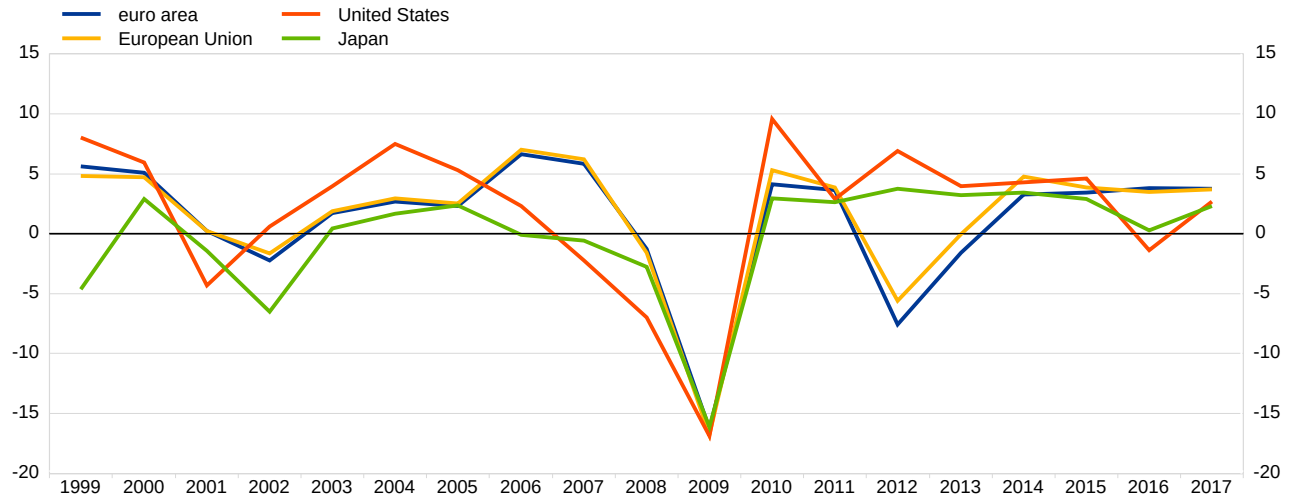
(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	3.6	1.1	7.3	3.4	4.8	1.7
Germany	0.6	0.8	0.3	2.1	0.2	2.1	3.8
Estonia	4.1	7.7	0.2	4.9	-7.3	1.6	11.5
Ireland	6.9	5.1	9.2	26.9	24.0	59.2	.
Greece	-2.3	4.4	-9.2	6.7	-9.0	7.4	15.7
Spain	1.6	5.3	-2.5	5.8	8.7	3.1	5.5
France	2.1	3.4	0.6	3.2	2.4	1.9	5.1
Italy	-0.2	2.4	-3.0	1.0	2.5	0.7	2.5
Cyprus	2.7	8.6	-3.5	-3.2	11.6	19.8	29.8
Latvia	4.0	11.2	-3.4	-8.9	2.7	0.2	17.8
Lithuania	3.7	8.9	-1.8	4.2	24.8	-4.4	3.7
Luxembourg	3.2	4.9	1.2	6.0	-2.8	0.0	.
Malta	2.8	0.9	4.4	-0.2	60.6	0.9	-5.0
Netherlands	1.3	2.3	0.2	3.2	11.2	3.1	5.1
Austria	1.3	1.8	0.8	0.4	2.0	3.5	6.1
Portugal	-1.4	0.4	-3.3	5.1	6.4	0.8	8.4
Slovenia	0.9	6.9	-5.4	3.8	0.2	-0.1	8.4
Slovakia	1.7	3.6	-0.4	7.9	14.2	-3.5	2.6
Finland	1.3	3.2	-0.8	-1.8	1.5	6.3	4.3
Euro area	1.1	2.6	-0.6	3.3	3.4	3.8	3.7
Bulgaria	4.6	15.8	-4.4	4.4	2.0	-4.6	9.5
Czech Republic	2.8	5.4	-0.1	8.6	13.0	-2.3	4.3
Denmark	1.3	2.5	0.0	4.3	0.9	6.0	3.0
Croatia	2.2	7.9	-3.8	-3.0	8.4	4.5	5.5
Hungary	0.6	2.2	-1.1	12.5	-3.8	-3.7	14.9
Poland	3.7	5.0	2.2	12.8	4.9	-1.9	7.5
Romania	5.5	12.1	-1.3	1.7	7.0	1.0	4.9
Sweden	3.5	4.3	2.6	6.1	8.7	5.5	6.4
United Kingdom	2.2	1.1	3.4	10.9	4.1	0.9	2.3
European Union	1.4	2.7	0.0	4.8	3.8	3.5	3.7
United States	1.7	1.9	1.6	4.3	4.6	-1.4	2.7
Japan	-0.3	-0.9	0.4	3.4	2.9	0.3	2.3

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.
1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

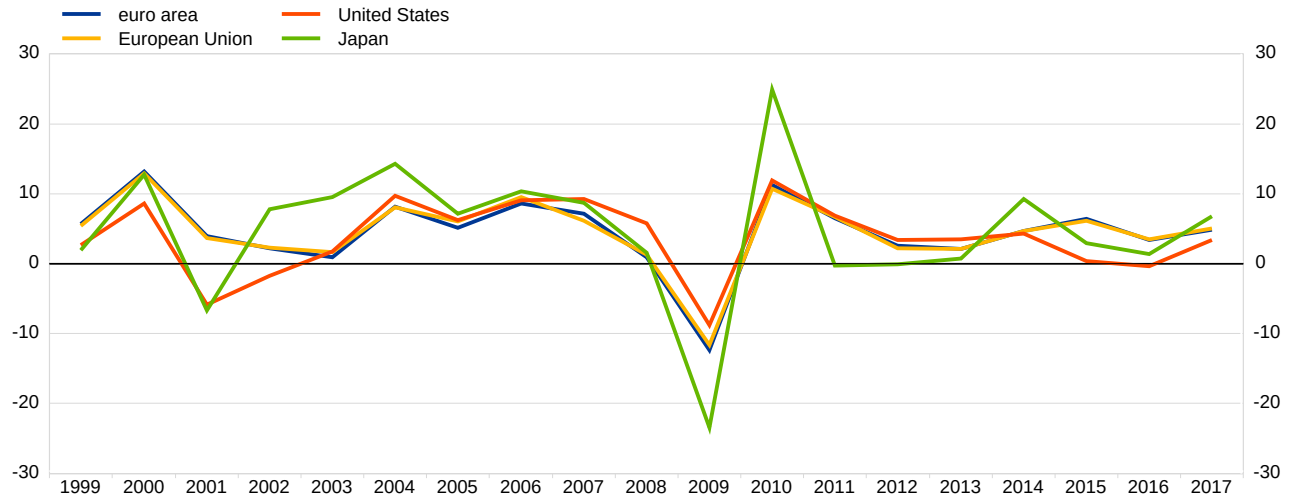
2 Economic activity

2.5 Exports of goods and services
(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.9	4.6	3.1	5.2	3.3	7.5	4.5
Germany	5.2	7.2	3.1	4.6	5.2	2.6	4.7
Estonia	5.7	7.0	4.1	2.5	-0.7	4.1	2.9
Ireland	8.2	7.6	8.9	14.4	38.4	4.6	.
Greece	4.0	7.5	0.2	7.7	3.1	-1.8	6.8
Spain	3.8	4.5	3.1	4.3	4.2	4.8	5.0
France	3.1	3.8	2.3	3.3	4.3	1.8	3.1
Italy	2.3	2.9	1.6	2.7	4.4	2.4	5.4
Cyprus	2.1	1.8	2.5	4.2	5.8	4.0	3.4
Latvia	6.4	8.4	4.3	6.0	3.0	4.1	4.4
Lithuania	8.2	9.6	6.6	3.3	-0.4	3.5	13.2
Luxembourg	6.3	8.1	4.0	14.0	6.9	2.7	.
Malta	4.6	6.2	3.2	3.2	3.5	4.5	1.6
Netherlands	4.5	5.3	3.5	4.5	6.5	4.3	5.5
Austria	4.2	6.3	2.0	3.0	3.1	1.9	5.7
Portugal	4.3	4.4	4.2	4.3	6.1	4.4	7.9
Slovenia	6.1	8.8	3.2	5.7	5.0	6.4	10.6
Slovakia	8.9	12.6	4.9	3.9	6.4	6.2	4.3
Finland	3.5	7.1	-0.4	-2.7	0.9	2.3	8.3
Euro area	4.4	5.5	3.1	4.7	6.4	3.4	4.9
Bulgaria	4.2	3.7	4.7	3.1	5.7	8.1	4.0
Czech Republic	8.2	11.4	4.7	8.7	6.0	4.5	6.5
Denmark	3.9	5.8	1.7	3.1	2.3	2.8	4.6
Croatia	4.6	6.5	2.5	6.0	9.4	5.6	6.1
Hungary	8.6	12.9	3.9	9.1	8.5	3.4	7.1
Poland	7.5	8.8	6.1	6.7	7.7	8.8	6.7
Romania	9.6	11.0	7.9	8.0	4.6	8.7	9.5
Sweden	4.0	5.7	2.2	5.3	5.7	3.3	3.7
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	2.7	5.0	2.3	5.0
European Union	4.4	5.6	3.1	4.7	6.2	3.5	5.0
United States	3.6	4.4	2.6	4.3	0.4	-0.3	3.4
Japan	4.3	6.6	1.8	9.3	2.9	1.3	6.8

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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

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

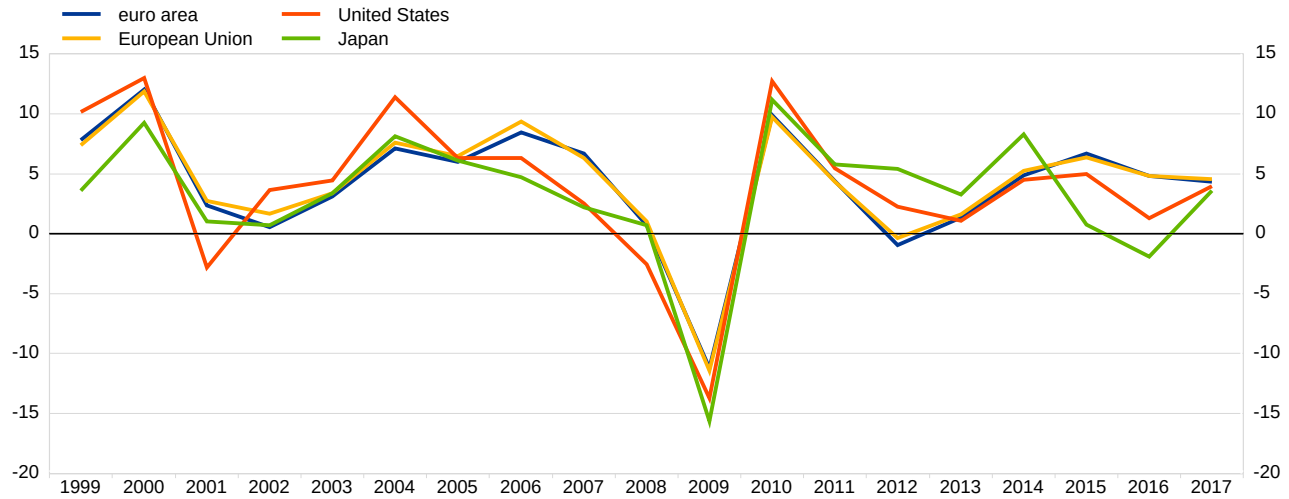
(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.8	4.4	3.2	6.2	3.3	8.4	4.1
Germany	4.5	5.6	3.3	3.6	5.6	3.9	5.1
Estonia	5.9	8.4	3.2	3.6	-1.8	5.3	3.5
Ireland	7.6	7.8	7.4	14.9	26.0	16.4	.
Greece	2.0	7.2	-3.6	7.7	0.4	0.3	7.2
Spain	3.2	6.3	-0.2	6.6	5.9	2.7	4.7
France	4.1	5.2	2.9	4.8	5.7	4.2	3.9
Italy	2.2	3.5	0.7	3.2	6.8	3.5	5.3
Cyprus	2.8	4.6	0.8	4.6	7.4	6.8	10.1
Latvia	5.4	8.8	1.7	1.2	2.1	4.5	9.2
Lithuania	7.8	11.0	4.3	3.1	6.2	3.5	12.8
Luxembourg	6.6	8.4	4.4	14.6	7.1	2.1	.
Malta	3.6	5.6	1.9	-0.2	7.1	1.5	-3.0
Netherlands	4.3	5.3	3.3	4.2	8.4	4.1	4.9
Austria	3.6	4.9	2.3	2.9	3.1	3.1	5.4
Portugal	3.0	4.0	1.9	7.8	8.5	4.2	7.9
Slovenia	5.1	8.4	1.5	4.1	4.7	6.6	10.1
Slovakia	7.0	10.2	3.4	4.8	8.4	3.7	3.9
Finland	3.9	7.0	0.6	-1.3	3.2	5.4	2.6
Euro area	4.0	5.4	2.5	4.9	6.7	4.8	4.4
Bulgaria	7.0	12.0	1.7	5.2	5.4	4.5	7.2
Czech Republic	7.6	10.9	4.1	10.1	6.8	3.4	5.8
Denmark	4.1	6.6	1.4	3.9	1.9	3.8	4.1
Croatia	3.9	7.3	0.3	3.1	9.2	6.2	8.1
Hungary	7.7	12.0	3.1	11.0	6.4	2.9	9.7
Poland	6.2	7.9	4.3	10.0	6.6	7.9	7.7
Romania	10.5	16.1	4.6	8.7	8.0	9.8	11.1
Sweden	3.9	5.0	2.7	6.3	5.2	3.4	5.0
United Kingdom	3.8	5.0	2.5	4.5	5.1	4.8	3.5
European Union	4.2	5.7	2.6	5.3	6.4	4.8	4.6
United States	3.8	5.1	2.3	4.5	5.0	1.3	3.9
Japan	3.0	3.9	2.0	8.3	0.8	-1.9	3.6

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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

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)

	1999-2017 [1]	1999-2008	2009-2017 [1]	2014	2015	2016	2017
Belgium	342.5	296.2	393.9	400.3	410.4	423.0	438.5
Germany	2,554.8	2,283.0	2,856.8	2,932.5	3,043.7	3,144.1	3,263.4
Estonia	14.2	10.2	18.5	19.8	20.3	21.1	23.0
Ireland	172.1	150.1	199.7	194.5	262.0	275.6	.
Greece	190.1	186.3	194.4	178.7	176.3	174.2	177.7
Spain	957.1	849.0	1,077.3	1,037.8	1,080.0	1,118.5	1,163.7
France	1,895.0	1,694.7	2,117.5	2,147.6	2,194.2	2,228.9	2,287.6
Italy	1,520.0	1,417.5	1,633.8	1,621.8	1,652.6	1,680.9	1,716.2
Cyprus	16.2	13.9	18.7	17.6	17.7	18.2	19.2
Latvia	17.7	13.5	22.4	23.6	24.3	24.9	26.9
Lithuania	26.4	19.3	34.3	36.6	37.4	38.7	41.9
Luxembourg	36.2	28.6	45.8	50.0	52.1	53.0	.
Malta	6.5	5.0	8.2	8.5	9.5	10.2	11.1
Netherlands	590.1	524.2	663.4	663.0	683.5	702.6	731.3
Austria	282.9	243.9	326.3	333.1	344.5	353.3	369.2
Portugal	163.5	150.4	178.0	173.1	179.8	185.5	193.1
Slovenia	32.7	27.9	38.0	37.6	38.8	40.4	43.3
Slovakia	54.4	36.4	74.5	76.1	78.9	81.2	85.0
Finland	179.3	158.3	202.6	205.5	209.6	215.8	224.3
Euro area	9,059.2	8,108.5	10,115.5	10,157.5	10,515.6	10,789.7	11,165.5
Bulgaria	32.0	22.0	43.0	42.8	45.3	48.1	50.4
Czech Republic	131.0	100.8	164.7	156.7	168.5	176.6	191.6
Denmark	229.8	202.8	259.9	265.8	271.8	277.5	288.0
Croatia	38.9	33.3	45.1	43.4	44.5	46.4	48.7
Hungary	91.1	78.2	105.5	105.6	110.7	113.7	123.5
Poland	312.8	236.7	397.3	411.0	430.1	426.0	465.7
Romania	108.7	73.7	147.6	150.4	160.3	169.8	187.4
Sweden	358.4	304.2	418.6	432.7	449.0	465.2	477.9
United Kingdom	2,018.6	1,916.6	2,131.9	2,278.9	2,602.1	2,395.8	2,325.5
European Union	12,380.5	11,076.8	13,829.0	14,044.6	14,797.9	14,908.7	15,324.3
United States	11,957.7	10,584.4	13,483.6	13,118.3	16,332.1	16,825.8	17,160.8
Japan	4,122.7	4,072.2	4,178.8	3,662.5	3,960.8	4,479.7	4,307.4

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

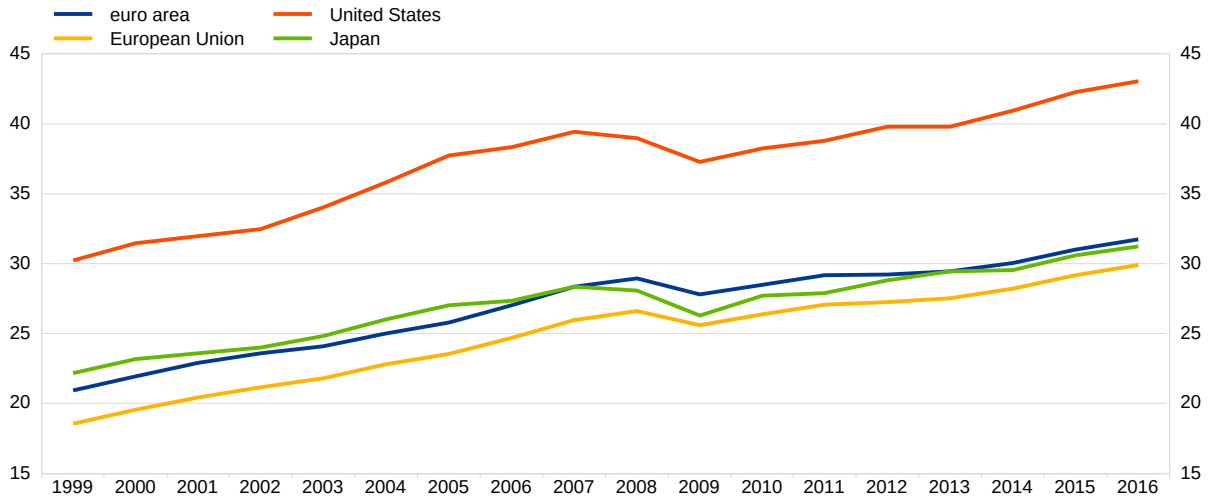
(current prices; PPPs [1] in EUR thousands)

	1999-2016 [2]	1999-2008 [2]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	29.2	26.5	32.7	33.0	33.6	34.3	35.1
Germany	29.6	26.4	33.6	34.2	35.4	36.1	36.8
Estonia	15.3	11.9	19.7	20.7	21.4	21.9	22.2
Ireland	34.7	30.8	39.6	36.5	38.7	52.6	54.6
Greece	20.5	20.4	21.2	19.7	19.9	19.8	19.9
Spain	23.4	21.8	25.7	24.6	25.3	26.2	27.4
France	26.7	24.7	29.4	29.9	30.2	30.9	31.1
Italy	26.1	24.9	27.8	27.1	27.2	28.1	28.8
Cyprus	23.1	21.9	25.2	23.1	22.9	23.8	24.6
Latvia	13.3	10.9	16.4	17.2	17.9	18.6	19.4
Lithuania	14.1	10.4	18.8	20.1	21.1	21.7	22.5
Luxembourg	64.3	57.0	72.1	72.0	76.1	77.8	77.6
Malta	20.4	17.8	23.6	23.5	25.0	26.8	28.0
Netherlands	32.8	30.1	36.6	36.8	36.7	37.6	38.5
Austria	31.2	28.0	35.4	36.2	36.7	37.6	38.0
Portugal	19.5	18.1	21.5	21.1	21.6	22.3	23.1
Slovenia	21.1	19.7	23.1	22.5	23.4	24.1	25.1
Slovakia	14.7	10.2	20.6	21.1	21.8	22.5	23.0
Finland	28.1	25.8	31.4	31.2	31.1	31.7	32.6
Euro area	26.6	24.4	29.5	29.5	30.0	31.0	31.7
Bulgaria	9.7	7.5	12.5	12.6	13.0	13.7	14.6
Czech Republic	19.8	17.0	23.4	23.0	24.3	25.5	26.4
Denmark	30.7	27.4	34.9	35.3	35.9	36.8	37.4
Croatia	14.5	12.7	16.6	16.4	16.6	17.1	18.0
Hungary	15.2	12.9	18.2	18.5	19.2	20.0	20.3
Poland	14.0	11.0	17.8	18.5	19.0	19.9	20.7
Romania	10.7	7.6	14.9	15.0	15.6	16.6	17.7
Sweden	30.6	27.8	34.4	34.5	34.8	36.0	37.0
United Kingdom	27.3	25.4	29.7	29.7	30.8	31.6	32.4
European Union	24.4	22.1	27.5	27.5	28.2	29.2	29.9
United States	36.8	34.5	39.9	39.8	40.9	42.3	43.1
Japan	26.7	25.1	28.8	29.5	29.5	30.6	31.2

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) Data for Croatia available since 2000.

Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs [1] 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

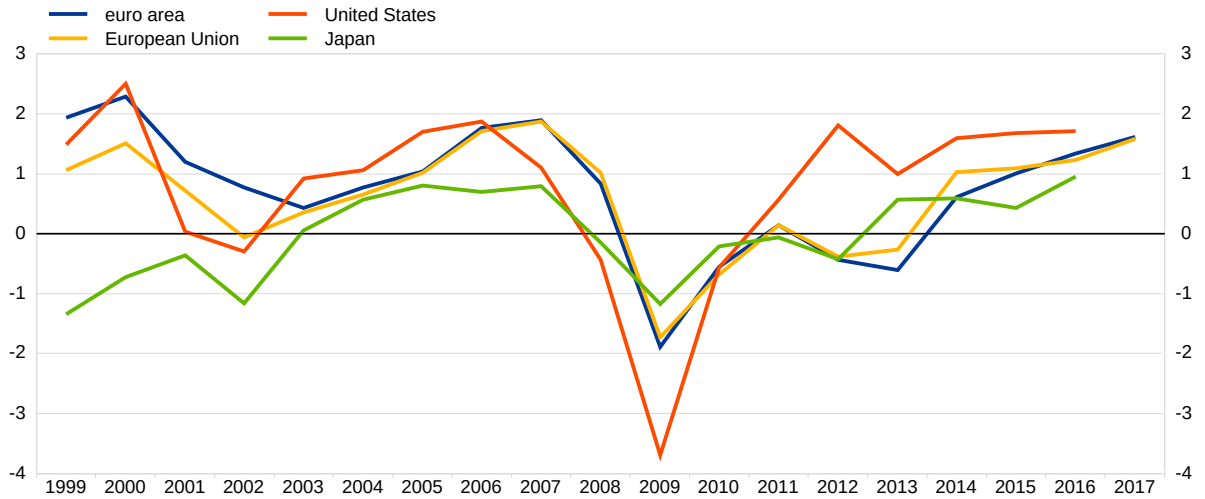
(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.4	0.9	1.3	1.4
Germany	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.5
Estonia	0.3	0.6	0.0	0.8	2.9	0.3	2.7
Ireland	1.7	3.4	-0.2	1.7	2.5	2.8	1.9
Greece	-0.2	1.2	-1.7	0.9	0.7	0.5	2.1
Spain	1.3	3.4	-1.0	1.0	2.7	2.5	2.6
France	0.7	1.1	0.3	0.4	0.2	0.6	1.0
Italy	0.6	1.3	-0.1	0.1	0.7	1.3	1.1
Cyprus	1.4	2.9	-0.3	-1.8	1.5	3.3	3.4
Latvia	-0.5	0.8	-1.9	-1.3	1.4	-0.3	0.6
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	2.0	1.3	2.0	-0.5
Luxembourg	3.2	3.9	2.3	2.6	2.6	3.0	.
Malta	2.0	0.9	3.3	5.1	3.9	4.0	5.4
Netherlands	0.8	1.3	0.2	-0.1	0.9	1.1	2.1
Austria	1.0	1.1	0.8	1.0	0.6	1.2	1.7
Portugal	-0.1	0.4	-0.6	1.4	1.4	1.6	3.3
Slovenia	0.6	1.2	-0.2	0.4	1.2	1.9	2.8
Slovakia	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.2
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	1.2
Euro area	0.7	1.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.6
Bulgaria	0.1	1.0	-0.9	0.4	0.4	0.5	1.8
Czech Republic	0.3	0.4	0.3	0.6	1.4	1.3	1.6
Denmark	0.4	0.8	-0.1	1.0	1.3	1.7	1.6
Croatia	0.2	1.3	-0.9	2.7	1.2	0.3	2.2
Hungary	0.5	0.1	1.0	4.8	2.4	2.6	2.0
Poland	0.7	1.0	0.4	1.7	1.5	0.6	1.4
Romania	-1.2	-1.6	-0.9	0.8	-1.3	-0.9	2.6
Sweden	1.0	1.1	1.0	1.4	1.5	1.7	2.3
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	2.4	1.7	1.4	1.0
European Union	0.6	1.0	0.2	1.0	1.1	1.2	1.6
United States	0.8	1.0	0.5	1.6	1.7	1.7	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.6	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 2017, the average indicated is for 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 persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.9	0.5	0.2	0.3
Germany	0.6	1.0	0.3	1.1	0.8	0.6	0.7
Estonia	3.2	5.1	1.3	2.1	-1.1	1.8	2.2
Ireland	3.4	2.0	5.3	6.5	22.5	2.3	.
Greece	0.4	2.2	-1.5	-0.2	-1.0	-0.7	-0.8
Spain	0.6	0.1	1.2	0.4	0.7	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8
Italy	-0.2	0.0	-0.4	0.0	0.3	-0.5	0.3
Cyprus	0.7	1.2	0.1	0.4	0.5	0.1	0.5
Latvia	4.2	5.8	2.5	3.3	1.5	2.5	4.6
Lithuania	4.3	6.6	1.7	1.5	0.7	0.4	4.4
Luxembourg	0.2	0.5	-0.1	3.1	0.3	0.0	.
Malta	1.1	1.2	1.1	2.8	5.7	1.4	1.1
Netherlands	0.9	1.2	0.5	1.5	1.3	1.1	0.9
Austria	0.7	1.3	0.0	-0.1	0.5	0.2	1.2
Portugal	0.8	1.2	0.5	-0.5	0.4	0.0	-0.6
Slovenia	1.8	3.1	0.5	2.6	1.0	1.2	2.2
Slovakia	3.0	4.5	1.4	1.3	1.8	0.9	1.2
Finland	0.9	1.7	0.0	-0.2	0.3	1.9	1.8
Euro area	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5	0.7
Bulgaria	3.0	3.7	2.3	1.0	3.3	3.4	1.7
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	2.2	3.8	1.3	2.7
Denmark	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.5
Croatia	1.5	2.6	0.5	-2.7	1.1	2.9	0.6
Hungary	1.7	3.3	0.0	-0.6	0.9	-0.4	2.0
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	2.3	2.3	3.1
Romania	5.0	7.0	2.7	2.3	5.3	5.8	4.3
Sweden	1.4	1.9	0.8	1.1	3.0	1.5	0.1
United Kingdom	1.0	1.5	0.4	0.7	0.6	0.5	0.7
European Union	1.0	1.3	0.6	0.7	1.2	0.7	0.8
United States	1.3	1.5	1.0	1.0	1.2	-0.2	.
Japan	0.8	1.1	0.5	-0.2	0.9	0.0	.

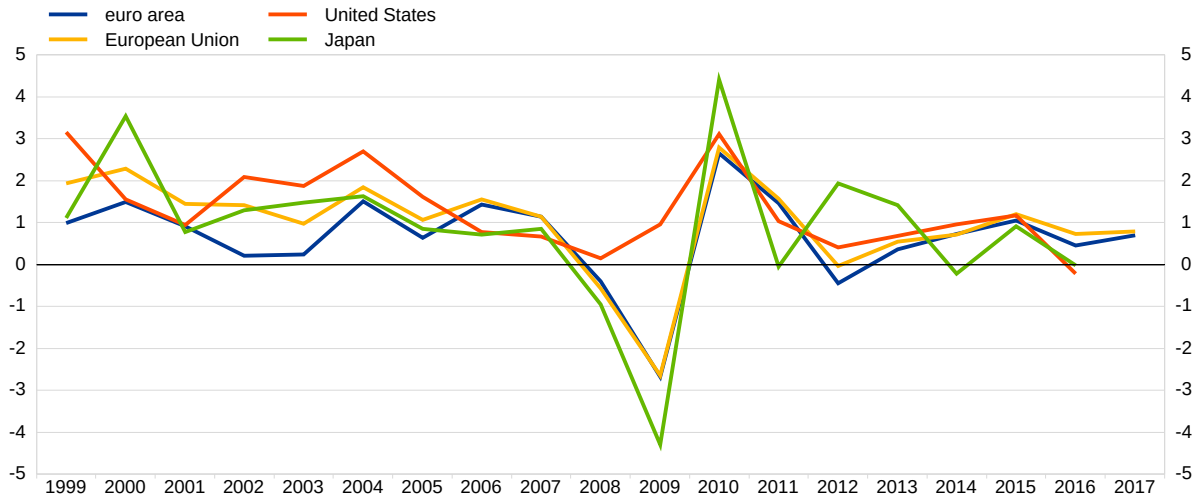
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

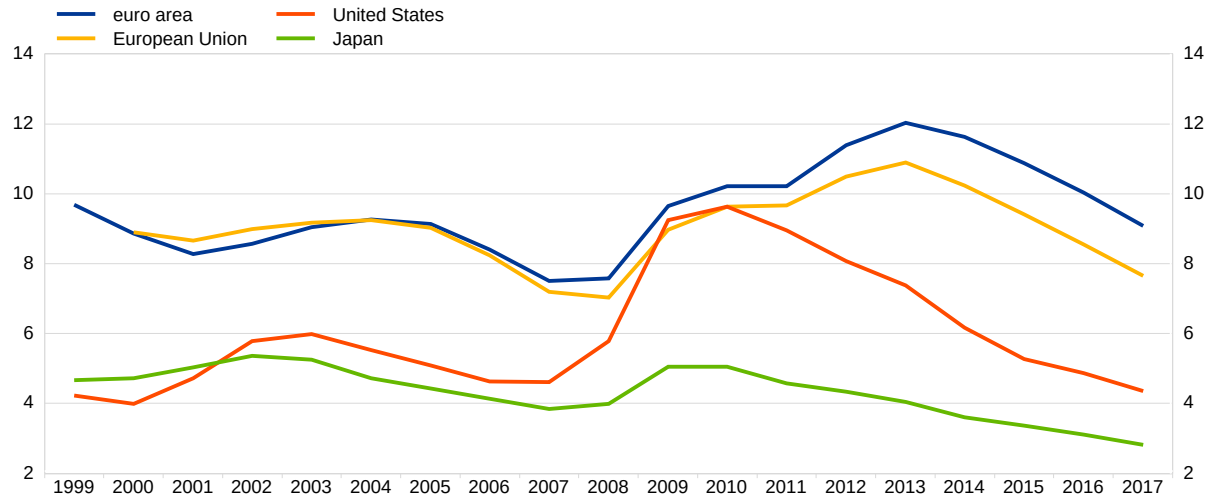
2 Economic activity

2.11 Unemployment
(percentage of the labour force)

	1999-2017 [1), 2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [1), 2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	8.5	7.8	7.2
Germany	7.4	9.1	5.4	5.0	4.6	4.1	3.8
Estonia	9.5	9.3	9.7	7.4	6.2	6.8	5.8
Ireland	8.4	5.0	12.1	11.9	10.0	8.4	6.7
Greece	14.8	10.0	20.9	26.5	24.9	23.6	.
Spain	15.8	10.7	21.5	24.5	22.1	19.6	17.2
France	9.3	8.9	9.8	10.3	10.4	10.1	9.4
Italy	9.3	8.2	10.5	12.7	11.9	11.7	11.2
Cyprus	7.8	4.3	11.4	16.1	14.9	13.0	11.1
Latvia	12.0	10.9	13.2	10.8	9.9	9.6	8.7
Lithuania	11.4	11.0	11.9	10.7	9.1	7.9	7.1
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.0	6.5	6.3	5.6
Malta	6.4	6.9	5.9	5.8	5.4	4.7	4.0
Netherlands	5.1	4.4	5.8	7.4	6.9	6.0	4.9
Austria	5.0	4.7	5.3	5.6	5.7	6.0	5.5
Portugal	9.9	7.3	12.7	14.1	12.6	11.2	9.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.7	9.0	8.0	6.8
Slovakia	14.3	16.0	12.3	13.2	11.5	9.7	8.1
Finland	8.5	8.5	8.4	8.7	9.4	8.8	8.6
Euro area	9.5	8.6	10.6	11.6	10.9	10.0	9.1
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	11.4	9.2	7.6	6.3
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	6.1	5.1	4.0	2.9
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.5	6.2	6.2	5.7
Croatia	13.5	13.1	14.0	17.2	16.1	13.4	11.1
Hungary	7.5	6.6	8.6	7.7	6.8	5.1	4.2
Poland	12.1	15.5	8.4	9.0	7.5	6.2	4.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	6.8	5.9	4.9
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.9	7.4	6.9	6.7
United Kingdom	6.0	5.2	6.9	6.1	5.3	4.8	.
European Union	9.0	8.5	9.5	10.2	9.4	8.6	7.6
United States	6.0	5.0	7.1	6.2	5.3	4.9	4.4
Japan	4.3	4.6	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8

Source: Eurostat.
1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.11 Unemployment
(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt [1)]

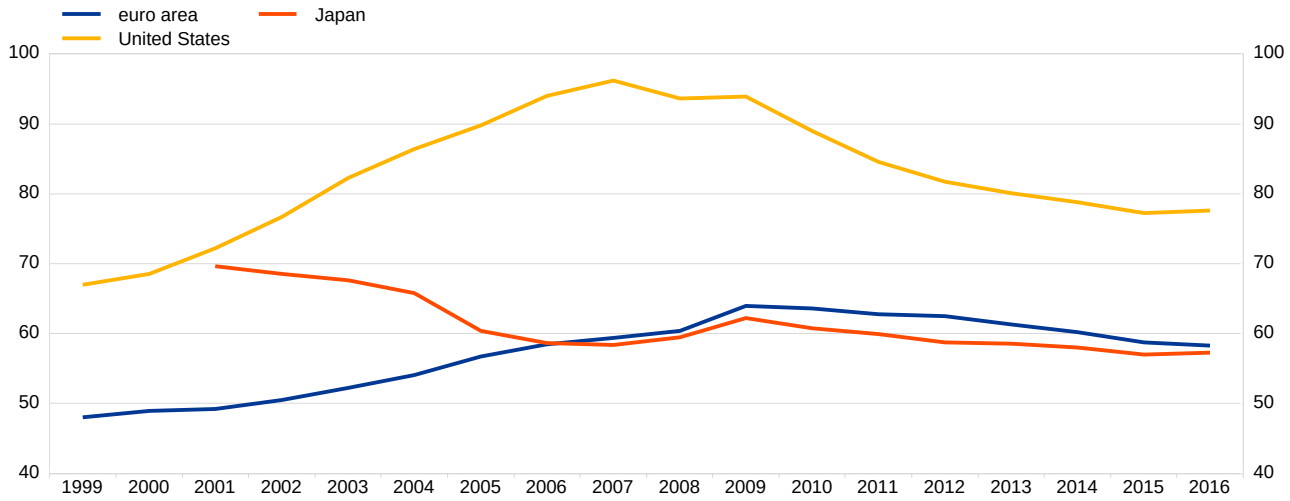
(percentages of GDP)

	1999-2016 [2)]	1999-2008 [2)]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	48.5	42.5	56.1	56.4	58.5	59.2	59.5
Germany	62.4	67.3	56.2	55.4	54.1	53.3	53.1
Estonia	34.1	25.4	44.9	40.0	39.5	40.3	41.4
Ireland	80.0	72.1	89.9	93.0	81.2	56.4	52.2
Greece	43.1	28.3	61.5	65.1	63.1	62.2	60.7
Spain	68.1	61.4	76.4	77.1	72.7	67.6	64.1
France	46.4	39.4	55.1	55.7	55.8	56.2	57.2
Italy	35.6	29.7	42.9	43.5	42.7	41.9	41.5
Cyprus	100.6	82.4	123.2	127.7	130.1	127.7	121.2
Latvia	34.7	34.5	34.8	29.7	26.3	24.5	23.8
Lithuania	17.3	11.2	25.1	22.4	21.5	22.2	22.8
Luxembourg	50.2	43.8	58.1	58.1	58.4	60.1	62.4
Malta	54.2	48.3	57.9	59.2	56.7	54.5	53.2
Netherlands	106.7	100.1	114.9	114.5	112.4	110.3	108.3
Austria	50.1	48.3	52.2	51.2	51.0	50.9	51.3
Portugal	78.3	72.9	85.1	86.1	81.7	76.7	72.5
Slovenia	24.1	19.1	29.1	29.8	28.3	27.6	27.3
Slovakia	19.2	10.5	29.9	29.9	32.6	35.0	38.2
Finland	51.2	41.2	63.6	64.0	65.4	66.7	67.2
Euro area	57.2	53.8	61.4	61.3	60.2	58.8	58.2
Bulgaria	18.6	12.0	26.0	25.5	24.9	23.8	23.2
Czech Republic	21.3	14.3	30.1	31.5	30.4	30.2	31.1
Denmark	118.5	105.9	134.3	132.8	131.1	129.2	128.9
Croatia	34.4	29.0	39.8	40.3	40.1	38.5	35.3
Hungary	23.5	18.2	30.1	28.0	25.4	21.3	20.3
Poland	27.9	18.7	34.8	35.1	35.6	36.0	36.7
Romania	13.2	7.9	19.8	19.2	18.0	17.5	16.8
Sweden	67.4	56.6	80.8	82.3	83.3	83.6	85.1
United Kingdom	83.3	78.6	89.2	86.9	85.1	85.4	86.1
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	82.7	82.7	82.8	80.1	78.8	77.3	77.6
Japan	61.3	63.6	59.0	58.6	58.0	57.0	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

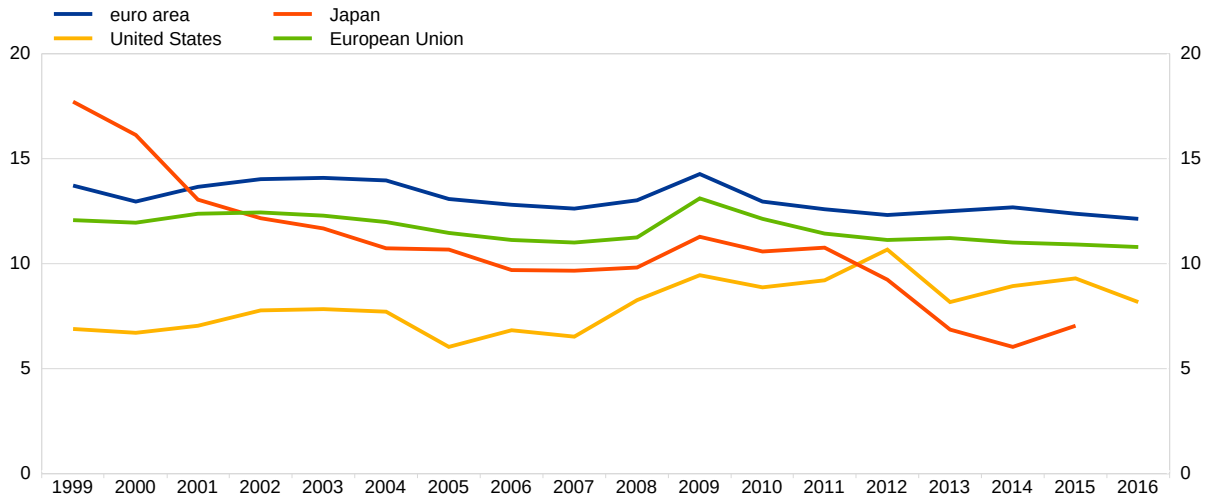
(percentages of adjusted disposable income [1])

	1999-2016 [2]	1999-2008 [2]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	14.8	16.0	13.4	12.5	12.3	11.9	11.2
Germany	16.4	16.1	16.7	16.2	16.8	17.0	17.1
Estonia	5.6	1.5	10.6	9.1	10.7	11.7	11.3
Ireland	7.8	6.8	9.0	9.1	7.3	6.8	6.7
Greece	3.1	6.7	-1.4	-4.7	-3.6	-5.4	-6.8
Spain	9.6	9.5	9.8	9.6	9.3	8.6	7.7
France	14.8	14.9	14.6	14.0	14.4	13.9	13.5
Italy	12.8	14.3	11.0	11.0	11.2	10.5	10.5
Cyprus	4.7	7.2	1.2	-3.3	-7.9	-5.7	.
Latvia	1.4	1.5	1.2	-3.8	-1.9	1.8	2.7
Lithuania	2.6	2.5	2.7	2.4	0.2	0.0	-0.5
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.5	11.6	13.6	14.1	14.5	13.1	13.1
Austria	14.9	15.8	13.7	12.7	12.4	12.5	13.4
Portugal	8.5	9.5	7.3	7.8	5.2	5.3	5.8
Slovenia	13.6	15.8	12.6	12.7	12.5	12.7	12.8
Slovakia	7.7	7.9	7.4	5.9	7.2	8.9	9.5
Finland	8.3	8.5	8.1	8.6	7.2	6.9	6.0
Euro area	13.1	13.4	12.7	12.5	12.7	12.4	12.1
Bulgaria	-6.7	-10.1	-2.5	-1.5	-4.5	-0.9	4.9
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	10.9	11.8	12.0	11.2
Denmark	6.6	5.5	8.0	8.8	3.8	10.3	10.2
Croatia	10.3	7.8	12.5	11.3	13.2	14.2	14.0
Hungary	9.5	9.5	9.5	9.8	10.9	9.6	.
Poland	6.2	8.7	3.1	2.5	2.3	2.3	4.4
Romania	-1.5	-6.5	4.7	13.3	14.5	15.5	21.7
Sweden	12.9	9.8	16.7	17.5	18.9	17.6	18.8
United Kingdom	7.7	7.6	7.8	6.7	6.8	6.5	5.2
European Union	11.7	11.8	11.5	11.2	11.0	10.9	10.8
United States	8.0	7.2	9.1	8.2	8.9	9.3	8.2
Japan	10.8	12.1	8.8	6.9	6.0	7.0	.

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 Luxembourg and Malta are not available. Data for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

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)

	1999-2016 [2)]	1999-2008 [2)]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	130.3	114.2	150.3	149.6	149.5	154.8	166.2
Germany	64.4	65.8	62.6	63.7	61.1	60.8	61.1
Estonia	84.0	79.0	90.4	87.1	90.5	87.1	85.2
Ireland	156.9	108.1	217.9	202.7	219.6	267.7	246.4
Greece	55.4	47.5	65.2	63.7	64.8	63.9	63.9
Spain	106.0	94.4	120.6	120.1	113.9	107.3	101.8
France	109.7	101.1	120.5	118.8	124.7	127.2	131.5
Italy	77.6	70.5	86.4	87.5	85.9	82.3	80.0
Cyprus	202.4	193.9	213.0	214.4	225.0	228.2	225.6
Latvia	77.9	66.6	84.9	79.3	76.8	77.5	73.2
Lithuania	43.8	45.6	42.7	39.8	36.6	37.0	40.5
Luxembourg	237.5	170.3	321.4	317.9	327.2	359.3	348.5
Malta	143.3	124.5	155.0	155.5	154.1	143.7	141.9
Netherlands	120.6	119.0	122.6	120.9	121.8	125.7	123.0
Austria	92.7	90.5	95.4	98.5	94.9	94.5	94.0
Portugal	113.6	101.3	128.9	137.2	128.8	121.2	114.6
Slovenia	79.6	71.8	84.5	88.6	79.0	67.9	60.8
Slovakia	48.0	45.4	51.3	50.1	52.6	51.7	55.0
Finland	100.0	89.7	112.8	113.1	118.1	124.3	114.2
Euro area	96.9	88.8	106.0	105.0	106.7	108.4	107.7
Bulgaria	87.4	68.8	108.4	112.5	108.8	96.6	91.4
Czech Republic	52.5	48.0	58.2	66.1	63.0	59.2	56.5
Denmark	86.4	80.5	93.8	94.0	90.7	90.0	91.9
Croatia	81.6	63.6	99.5	102.8	100.8	99.7	95.0
Hungary	72.1	61.8	85.0	83.2	82.6	78.2	72.3
Poland	38.9	33.0	43.4	43.6	46.1	47.4	49.6
Romania	48.8	44.5	54.2	48.6	45.1	43.9	40.4
Sweden	131.2	115.0	151.4	151.8	152.5	152.4	148.1
United Kingdom	117.8	116.4	119.6	110.6	118.8	111.9	119.7
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States[3)]	66.4	64.8	68.5	67.4	68.5	70.3	72.1
Japan[4)]	110.6	110.6	110.6	108.2	107.3	105.0	106.7

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

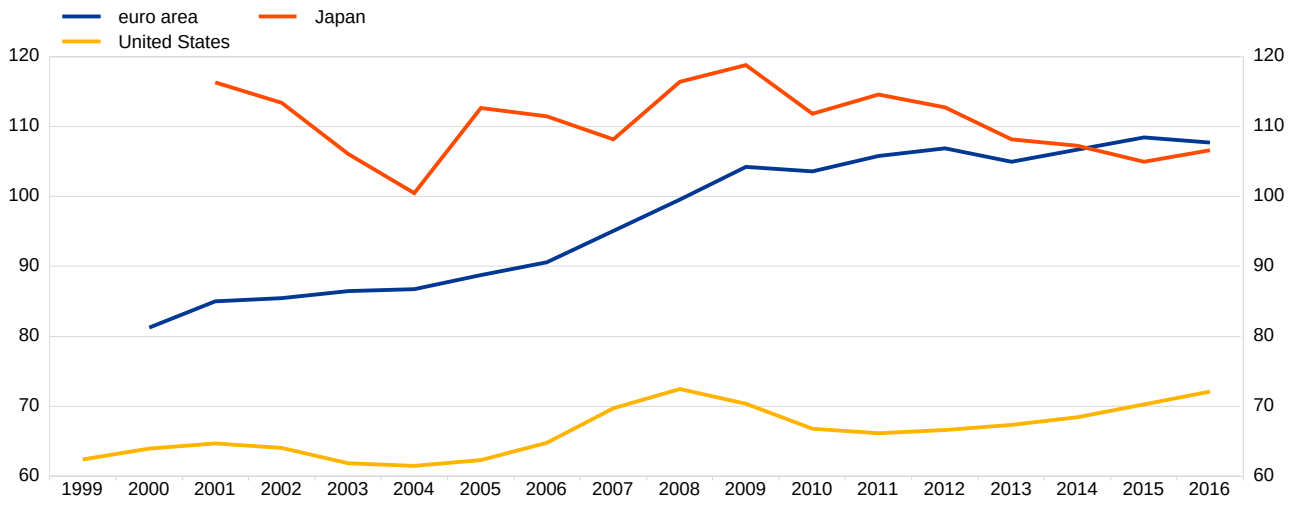
1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

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.

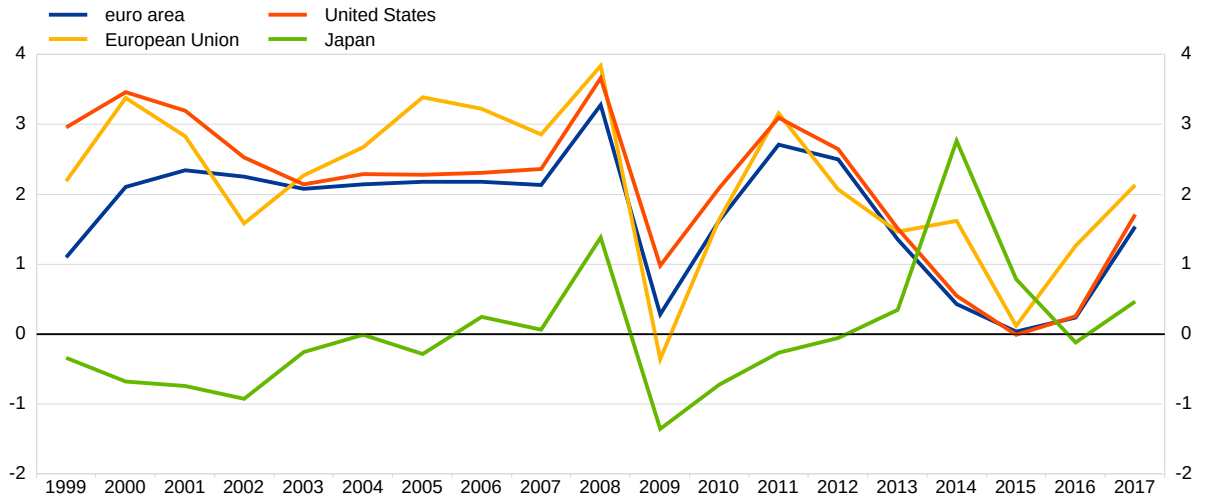
3 Prices and costs

3.1 HICP
(annual percentage changes)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.9	2.2	1.6	0.5	0.6	1.8	2.2
Germany	1.4	1.7	1.2	0.8	0.1	0.4	1.7
Estonia	3.5	4.6	2.3	0.5	0.1	0.8	3.7
Ireland	1.8	3.4	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.4	-1.1	0.0	1.1
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.2	-0.6	-0.3	2.0
France	1.5	1.9	1.1	0.6	0.1	0.3	1.2
Italy	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	-0.1	1.3
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-0.3	-1.5	-1.2	0.7
Latvia	3.6	5.6	1.4	0.7	0.2	0.1	2.9
Lithuania	2.4	2.7	2.0	0.2	-0.7	0.7	3.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.7	0.1	0.0	2.1
Malta	2.1	2.6	1.6	0.8	1.2	0.9	1.3
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.3	0.2	0.1	1.3
Austria	1.8	1.9	1.8	1.5	0.8	1.0	2.2
Portugal	2.0	2.9	1.1	-0.2	0.5	0.6	1.6
Slovenia	3.4	5.5	1.2	0.4	-0.8	-0.2	1.6
Slovakia	3.8	6.2	1.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	1.2	-0.2	0.4	0.8
Euro area	1.7	2.2	1.2	0.4	0.0	0.2	1.5
Bulgaria	4.0	6.7	1.0	-1.6	-1.1	-1.3	1.2
Czech Republic	2.1	2.7	1.4	0.4	0.3	0.6	2.4
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.4	0.2	0.0	1.1
Croatia	2.4	3.4	1.3	0.2	-0.3	-0.6	1.3
Hungary	4.7	6.7	2.5	0.0	0.1	0.4	2.4
Poland	2.9	3.9	1.7	0.1	-0.7	-0.2	1.6
Romania	11.3	19.5	2.8	1.4	-0.4	-1.1	1.1
Sweden	1.5	1.7	1.2	0.2	0.7	1.1	1.9
United Kingdom	2.0	1.8	2.2	1.5	0.0	0.7	2.7
European Union	2.1	2.7	1.4	0.5	0.0	0.3	1.7
United States[1]	2.2	2.8	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1
Japan[1]	0.0	-0.2	0.2	2.8	0.8	-0.1	0.5

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.
1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP [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.

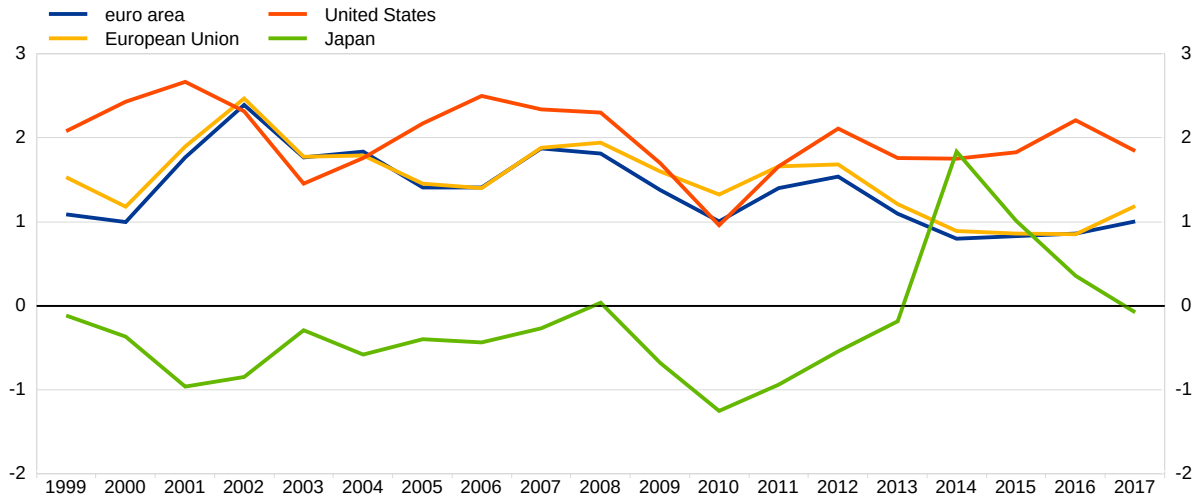
3 Prices and costs

3.2 HICP excluding food and energy
(annual percentage changes)

	1999-2017 [1]	1999-2008 [1]	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
Germany	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Estonia	2.8	3.8	1.6	1.3	1.2	1.2	2.0
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.7	1.6	0.7	0.2
Greece	1.6	2.9	0.2	-1.5	-0.4	0.6	0.3
Spain	1.8	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.7	1.2
France	1.2	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
Italy	1.7	2.1	1.3	0.7	0.7	0.5	0.8
Cyprus	0.9	1.3	0.5	0.1	-0.4	-0.8	0.4
Latvia	2.5	4.3	0.5	1.7	1.5	1.2	1.7
Lithuania	1.5	1.7	1.2	0.7	1.9	1.7	2.6
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	1.3	1.7	1.0	1.4
Malta	1.6	2.1	1.1	1.5	1.5	1.0	0.9
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.6	0.9	0.6	0.8
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	2.1
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.2	0.6	0.9	1.2
Slovenia	2.8	4.9	0.5	0.6	0.3	0.7	0.7
Slovakia	3.3	5.1	1.3	0.5	0.5	0.9	1.4
Finland	1.5	1.5	1.5	1.6	0.8	1.1	0.6
Euro area	1.4	1.6	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0
Bulgaria	3.6	6.5	0.4	-1.6	-0.6	-1.0	-0.5
Czech Republic	1.3	1.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.9
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.6	1.2	0.5	0.7
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.5	0.8	0.2	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.3	1.4	1.7	1.5	1.4
Poland	2.4	3.5	1.1	0.2	0.5	0.2	0.7
Romania	5.4	9.3	2.5	2.3	1.6	0.0	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9	1.2	1.4
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	1.6	1.0	1.2	2.3
European Union	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	1.2
United States[2]	2.0	2.4	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8
Japan[2]	-0.3	-0.2	-0.1	1.8	1.0	0.4	-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) 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.

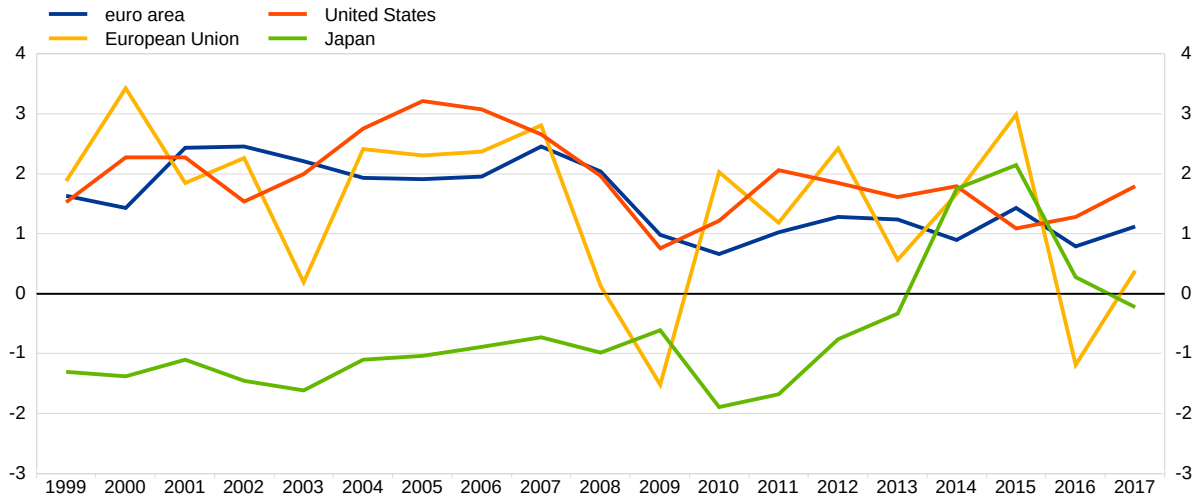
3 Prices and costs

3.3 GDP deflator
(annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	1.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.9
Germany	1.2	0.8	1.5	1.8	2.0	1.3	1.5
Estonia	4.6	6.5	2.5	1.5	1.2	1.6	4.0
Ireland	1.9	3.3	0.1	-0.4	7.3	0.0	.
Greece	1.6	3.2	-0.2	-1.8	-1.0	-1.0	0.7
Spain	2.0	3.6	0.3	-0.2	0.6	0.3	1.0
France	1.3	1.8	0.8	0.6	1.1	0.4	0.8
Italy	1.8	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Cyprus	1.9	3.4	0.3	-1.6	-1.2	-0.7	1.5
Latvia	4.3	7.8	0.6	1.8	0.0	0.3	3.0
Lithuania	2.5	3.3	1.6	1.0	0.3	1.0	4.3
Luxembourg	2.7	3.2	1.9	1.6	1.3	-1.3	.
Malta	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	2.3
Netherlands	1.7	2.5	0.7	0.1	0.8	0.6	0.9
Austria	1.7	1.6	1.7	2.0	2.3	1.1	1.5
Portugal	2.1	3.2	1.0	0.8	2.0	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.1	0.8	1.0	0.9	2.0
Slovakia	2.6	4.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	1.3
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	1.9	0.8	0.9
Euro area	1.6	2.0	1.0	0.9	1.4	0.8	1.1
Bulgaria	4.1	6.0	2.0	0.5	2.2	2.2	1.2
Czech Republic	1.8	2.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.3
Denmark	1.9	2.5	1.2	1.0	0.7	0.0	1.6
Croatia	2.6	4.1	1.0	0.1	0.0	-0.1	1.2
Hungary	4.7	6.4	2.8	3.4	1.9	1.0	3.7
Poland	2.6	3.5	1.7	0.5	0.8	0.4	2.0
Romania	13.8	24.0	3.4	1.7	2.6	2.1	5.0
Sweden	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	1.6	2.1
United Kingdom	1.9	2.2	1.6	1.7	0.5	2.0	2.1
European Union	1.5	2.0	0.9	1.7	3.0	-1.2	0.4
United States	1.9	2.3	1.5	1.8	1.1	1.3	1.8
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	1.7	2.1	0.3	-0.2

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.
1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.3 GDP deflator
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

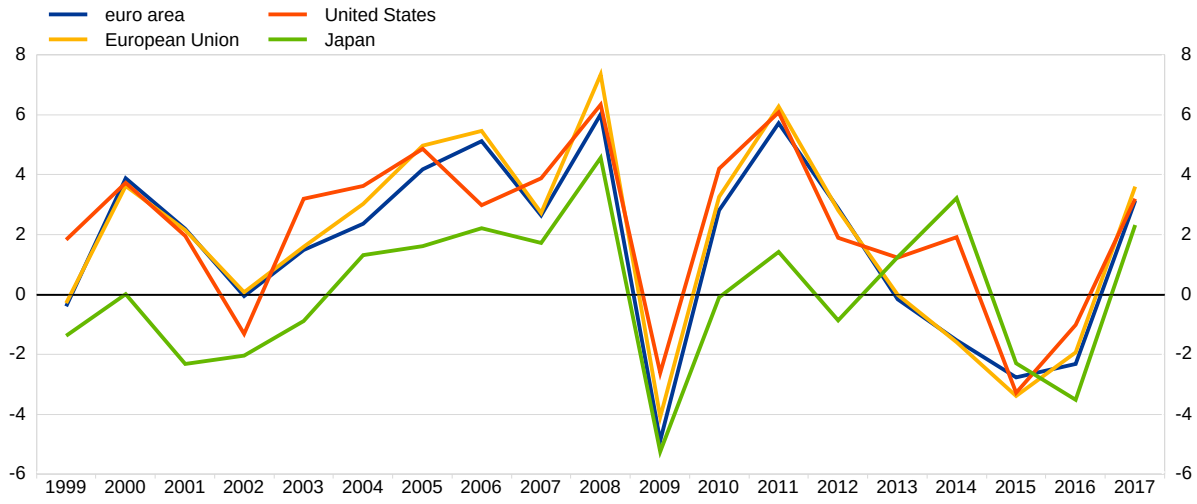
3 Prices and costs

3.4 Industrial producer prices
(annual percentage changes; domestic sales only)

	1999-2017 [1]	1999-2008 [1]	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.0	3.1	0.8	-4.6	-4.2	-1.8	8.9
Germany	1.4	2.4	0.2	-0.9	-1.8	-1.7	2.6
Estonia	2.9	4.7	1.6	-2.3	-2.8	-2.1	3.3
Ireland	1.4	4.0	0.5	-0.3	-4.4	-2.8	3.4
Greece	2.3	4.2	0.3	-0.8	-5.8	-5.4	4.2
Spain	2.2	3.3	1.0	-1.3	-2.1	-3.1	4.4
France	1.3	2.4	0.2	-1.3	-2.2	-2.3	2.4
Italy	1.5	3.1	0.0	-1.8	-3.4	-2.2	2.6
Cyprus	2.4	4.8	0.4	-3.1	-5.7	-3.7	2.7
Latvia	4.3	8.4	1.2	0.1	-1.4	-3.3	2.2
Lithuania	2.4	4.8	-0.3	-5.1	-9.2	-3.2	3.6
Luxembourg	2.2	5.1	-1.0	-4.8	-0.5	-2.5	-1.9
Malta	3.7	5.2	2.4	-1.1	-3.2	-0.4	0.7
Netherlands	2.2	4.6	-0.5	-1.7	-4.4	-2.5	4.4
Austria	1.1	1.8	0.3	-1.4	-2.1	-2.5	1.9
Portugal	2.2	3.6	0.6	-1.5	-4.2	-1.8	3.7
Slovenia	2.5	4.3	0.6	-1.0	-0.5	-1.4	1.3
Slovakia	2.2	5.3	-1.0	-3.7	-4.3	-4.4	2.6
Finland	1.7	2.6	0.7	-0.9	-2.2	-1.5	2.7
Euro area	1.6	2.7	0.3	-1.5	-2.8	-2.3	3.1
Bulgaria	3.9	6.2	1.5	-0.9	-1.7	-2.8	4.2
Czech Republic	1.4	2.6	0.1	-0.8	-3.2	-3.3	1.8
Denmark	2.8	5.0	0.5	-2.3	-6.5	-1.5	3.3
Croatia	2.1	3.1	0.9	-2.7	-3.8	-3.9	2.1
Hungary	4.7	7.4	1.7	-2.1	-3.1	-3.1	4.6
Poland	2.6	3.5	1.8	-1.4	-2.4	0.0	4.8
Romania	9.3	18.0	2.2	0.2	-1.8	-2.6	3.1
Sweden	1.9	3.1	0.6	0.1	-1.1	0.0	4.1
United Kingdom	2.8	4.3	1.2	-2.3	-7.6	-0.3	6.3
European Union	1.8	3.0	0.5	-1.6	-3.4	-1.9	3.6
United States[2]	2.2	3.1	1.2	1.9	-3.3	-1.0	3.2
Japan[3]	0.0	0.5	-0.5	3.2	-2.3	-3.5	2.3

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.
1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.
2) Data refer to finished goods.
3) 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.

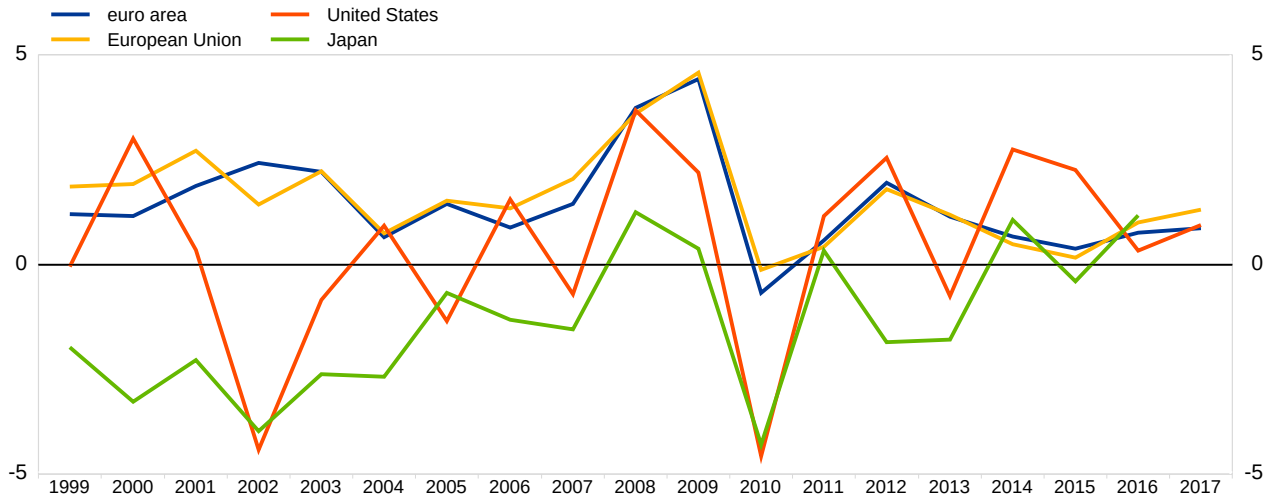
3 Prices and costs

3.5 Unit labour costs
(annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.5	1.8	1.3	0.0	-0.5	-0.1	1.4
Germany	1.0	0.2	2.0	1.7	1.8	1.6	1.9
Estonia	4.9	7.0	2.5	4.2	4.6	4.0	3.5
Ireland	-0.2	3.7	-4.8	-4.4	-16.6	-0.2	.
Greece	1.6	3.6	-0.6	-1.8	-1.3	-0.2	0.9
Spain	1.5	3.3	-0.4	-0.3	1.4	-0.7	-0.1
France	1.6	1.9	1.3	0.9	0.0	0.4	1.1
Italy	1.9	2.7	1.0	0.1	0.7	0.9	-0.2
Cyprus	1.6	3.2	-0.1	-4.0	-1.7	-0.8	0.2
Latvia	4.8	8.8	0.5	5.2	6.1	4.2	3.2
Lithuania	2.3	2.8	1.7	3.2	5.0	5.9	4.6
Luxembourg	2.7	3.3	2.0	-0.9	2.8	0.7	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-1.2	-0.6	1.5	0.0
Netherlands	1.6	2.0	1.0	0.1	-1.6	0.4	.
Austria	1.4	1.0	1.9	2.0	1.6	2.1	0.4
Portugal	1.4	2.6	0.1	-1.3	0.0	2.1	1.7
Slovenia	3.0	4.6	1.2	-1.2	0.4	1.6	0.6
Slovakia	2.6	3.6	1.5	0.5	1.6	1.4	2.8
Finland	1.6	1.6	1.6	1.1	1.2	-0.6	-2.7
Euro area	1.4	1.7	1.1	0.7	0.4	0.8	0.9
Bulgaria	5.0	5.2	4.9	4.6	2.3	2.3	5.7
Czech Republic	2.2	2.8	1.5	0.4	-0.8	3.3	3.6
Denmark	1.9	2.7	1.0	0.7	1.3	0.9	0.9
Croatia	0.9	2.7	-0.7	-2.6	-0.7	-3.0	-1.7
Hungary	4.1	6.1	2.0	1.4	-2.4	4.4	5.8
Poland	1.0	0.8	1.2	0.6	-0.6	2.1	.
Romania	11.8	21.0	2.4	4.3	-3.3	4.1	10.3
Sweden	1.9	2.2	1.7	1.0	-0.3	1.3	2.0
United Kingdom	2.3	2.9	1.7	-0.1	0.4	2.7	2.2
European Union	1.6	1.9	1.2	0.5	0.2	1.0	1.3
United States	0.4	0.2	0.7	2.7	2.3	0.3	0.9
Japan	-1.4	-1.9	-0.7	1.1	-0.4	1.2	.

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.
1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.5 Unit labour costs
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

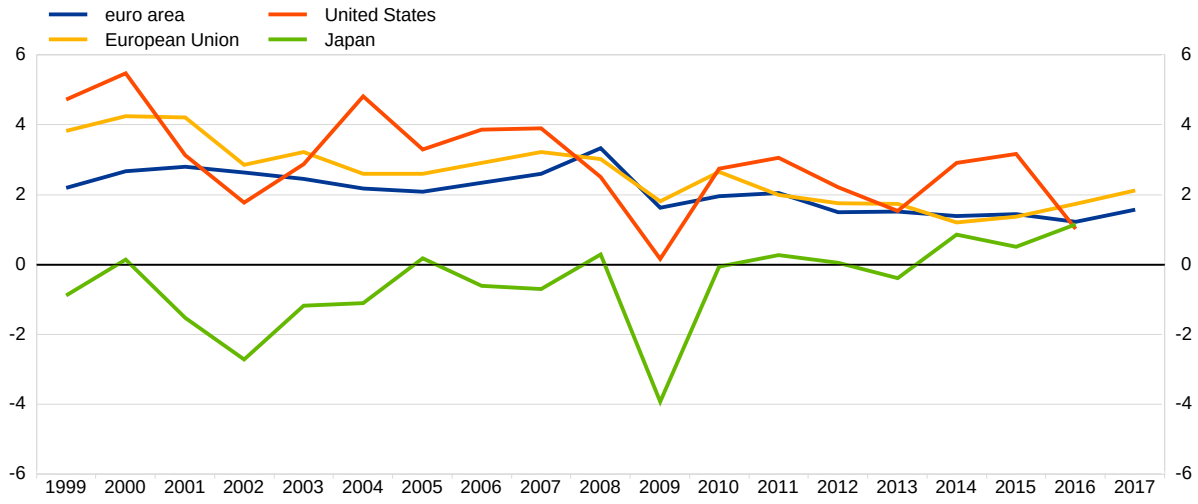
3 Prices and costs

3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.3	2.9	1.6	0.9	0.0	0.1	1.7
Germany	1.7	1.2	2.2	2.8	2.7	2.2	2.6
Estonia	8.3	12.4	3.8	6.4	3.4	5.9	5.7
Ireland	3.3	5.7	0.3	1.8	2.1	2.0	.
Greece	2.1	6.0	-2.1	-2.0	-2.3	-0.9	0.1
Spain	2.2	3.5	0.8	0.1	2.2	0.0	0.4
France	2.3	2.8	1.7	1.4	0.9	0.9	1.9
Italy	1.6	2.6	0.6	0.2	1.0	0.4	0.2
Cyprus	2.3	4.5	0.0	-3.6	-1.2	-0.7	0.7
Latvia	9.2	15.1	3.0	8.6	7.7	6.8	7.9
Lithuania	6.7	9.6	3.5	4.7	5.8	6.2	9.1
Luxembourg	2.9	3.7	1.9	2.2	3.0	0.7	.
Malta	3.3	3.9	2.7	1.6	5.1	2.9	1.1
Netherlands	2.4	3.2	1.5	1.6	-0.3	1.5	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4	1.6
Portugal	2.2	3.8	0.5	-1.8	0.4	2.1	1.1
Slovenia	4.9	7.9	1.7	1.3	1.4	2.8	2.8
Slovakia	5.7	8.3	3.0	1.8	3.5	2.3	4.1
Finland	2.5	3.3	1.6	1.0	1.4	1.3	-1.0
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.4	1.4	1.2	1.6
Bulgaria	8.2	9.1	7.3	5.6	5.6	5.8	7.5
Czech Republic	4.7	6.5	2.6	2.6	3.0	4.6	6.4
Denmark	2.8	3.6	1.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Croatia	2.4	5.4	-0.2	-5.2	0.4	-0.2	-1.1
Hungary	5.9	9.6	2.0	0.8	-1.5	4.0	7.9
Poland	3.8	3.5	4.0	2.2	1.7	4.4	.
Romania	17.3	29.6	5.1	6.7	1.9	10.1	15.0
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.2	2.7	2.8	2.1
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	0.5	1.1	3.3	2.9
European Union	2.6	3.3	1.8	1.2	1.4	1.7	2.1
United States	2.9	3.6	2.1	2.9	3.2	1.0	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.8	0.5	1.2	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.
1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

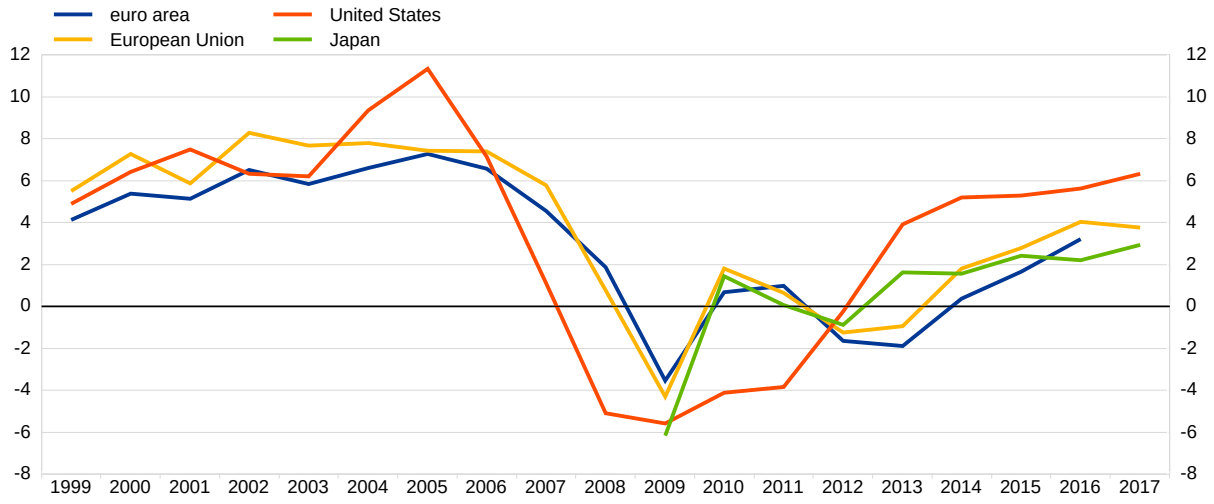
3 Prices and costs

3.7 Residential property prices
(annual percentage changes)

	1999-2017 [1),2)]	1999-2008 [1)]	2009-2017 [2)]	2014	2015	2016	2017
Belgium	5.3	7.8	2.2	0.7	3.8	0.9	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.1	4.5	6.0	.
Estonia	5.4	17.7	1.1	13.7	6.9	4.7	.
Ireland	3.9	10.6	-4.0	17.2	10.7	7.5	.
Greece	1.5	8.6	-5.9	-7.5	-5.0	-2.4	-1.0
Spain	3.7	10.5	-4.2	0.3	3.6	4.7	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.8	-1.9	0.9	3.2
Italy	2.0	5.6	-2.2	-4.4	-2.6	-0.8	.
Cyprus	3.5	15.3	-4.5	-8.8	-4.3	-1.4	.
Latvia	0.4	17.4	-3.5	6.0	-3.4	8.5	.
Lithuania	1.1	17.3	-2.6	6.4	3.7	5.4	.
Luxembourg	4.0	3.4	4.1	4.4	5.4	5.9	.
Malta	5.5	17.2	1.4	2.6	5.8	5.4	.
Netherlands	3.5	7.4	-0.6	0.9	2.8	5.0	7.6
Austria	3.1	1.0	5.5	3.4	4.2	7.3	3.8
Portugal	0.0	-	0.0	4.2	3.1	7.1	.
Slovenia	1.6	14.4	-2.8	-6.6	0.8	3.3	.
Slovakia	3.7	20.9	-2.1	-0.8	0.9	4.3	.
Finland	2.6	4.5	1.8	-0.4	0.0	0.6	.
Euro area	2.9	5.4	0.0	0.4	1.6	3.2	.
Bulgaria	2.7	22.7	-4.0	1.4	2.8	7.0	.
Czech Republic	0.8	-	0.8	2.5	4.0	7.2	.
Denmark	4.1	10.0	0.6	3.8	7.0	4.7	.
Croatia	-2.6	-	-2.6	-1.6	-2.9	0.9	.
Hungary	1.5	2.4	1.4	4.2	13.1	13.4	.
Poland	-0.6	-	-0.6	1.0	1.5	1.9	.
Romania	-2.8	-	-2.8	-2.1	2.9	6.0	.
Sweden	7.6	8.5	6.3	9.4	13.1	8.6	.
United Kingdom	6.2	9.5	2.3	8.0	6.0	7.0	4.8
European Union	3.7	6.4	0.5	1.8	2.8	4.0	.
United States	3.3	5.4	0.7	5.2	5.3	5.6	6.3
Japan	1.2	-	1.2	1.6	2.4	2.2	.

Sources: National sources and ECB.
1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland 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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

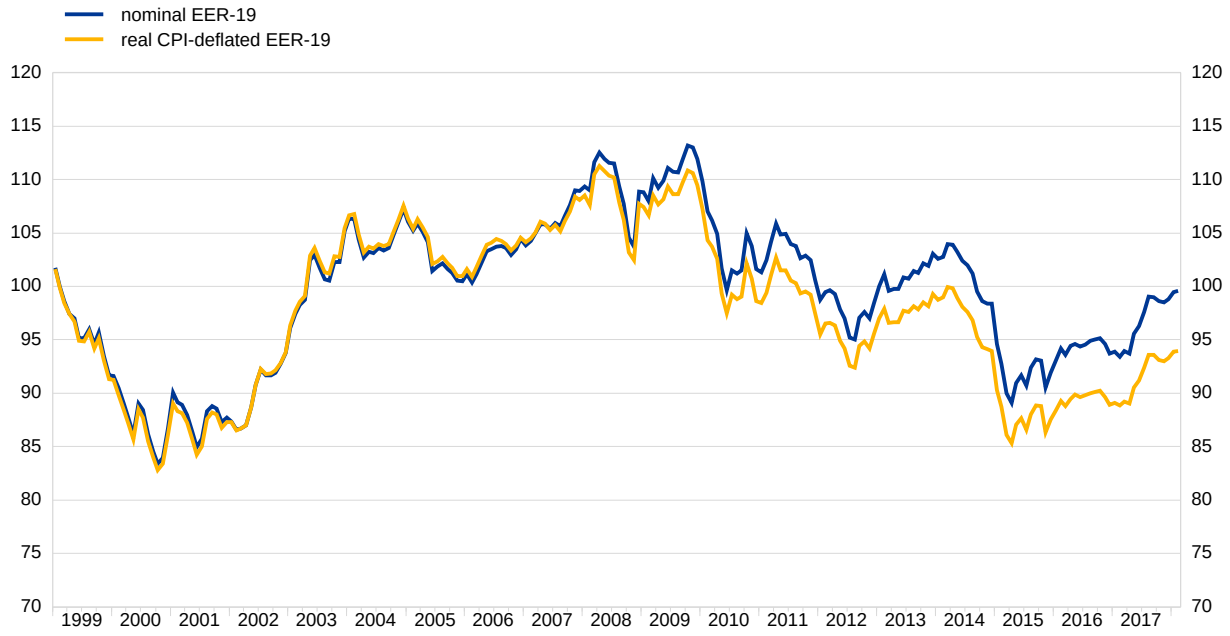
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
EER-19							
Nominal	99.4	98.8	100.0	101.4	91.7	94.4	96.6
Real CPI	97.6	98.7	96.5	97.2	87.6	89.5	91.4
Real PPI	97.1	98.5	95.5	96.4	88.6	90.8	92.0
Real GDP deflator	94.4	96.8	91.4	90.9	82.8	84.9	
Real ULCM [1]	97.2	96.8	97.7	96.3	80.7	80.0	
Real ULCT	97.4	97.1	97.9	98.4	88.3	89.5	
EER-38							
Nominal	107.5	103.8	111.6	114.1	105.7	109.7	112.0
Real CPI	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

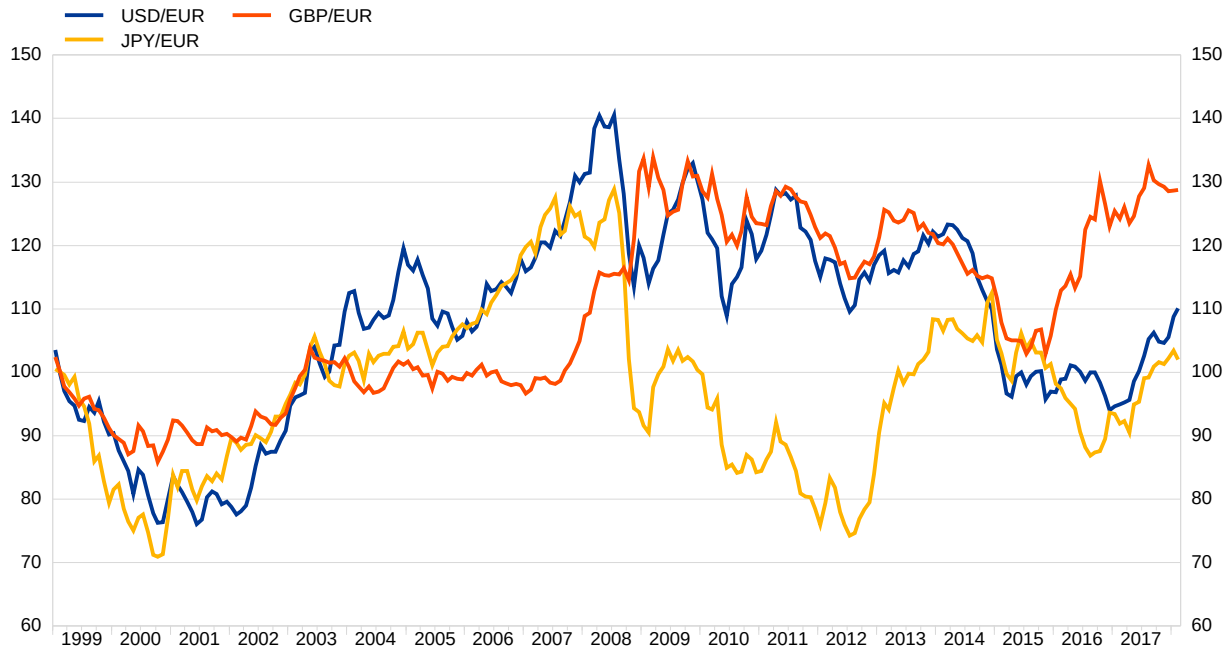
	1999-2017 [1]	1999-2008 [1]	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Chinese renminbi	8.803	9.468	8.212	8.186	6.973	7.352	7.629
Croatian kuna	7.451	7.406	7.490	7.634	7.614	7.533	7.464
Czech koruna	28.818	31.193	26.179	27.536	27.279	27.034	26.326
Danish krone	7.448	7.446	7.449	7.455	7.459	7.445	7.439
Hungarian forint	273.340	253.282	295.626	308.706	309.996	311.438	309.193
Japanese yen	127.407	130.952	123.468	140.306	134.314	120.197	126.711
Polish zloty	4.091	3.991	4.202	4.184	4.184	4.363	4.257
Pound sterling	0.750	0.674	0.834	0.806	0.726	0.819	0.877
Romanian leu	3.729	3.132	4.391	4.444	4.445	4.490	4.569
Swedish krona	9.232	9.132	9.344	9.099	9.353	9.469	9.635
Swiss franc	1.400	1.555	1.227	1.215	1.068	1.090	1.112
US dollar	1.208	1.155	1.267	1.329	1.110	1.107	1.130

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)

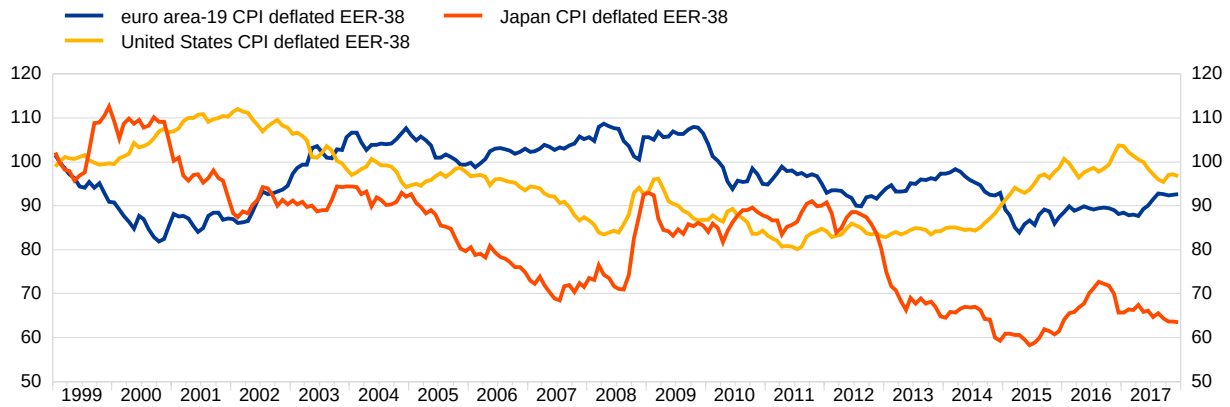
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	99.7	99.2	100.1	100.6	96.2	98.7	100.2
Germany	92.7	95.2	95.2	90.6	85.7	87.1	87.9
Estonia	114.8	106.5	124.0	125.8	124.1	126.1	128.2
Ireland	107.8	108.9	106.6	106.2	98.2	99.5	99.7
Greece	100.3	99.3	101.5	99.9	94.8	95.8	96.3
Spain	106.0	104.8	107.3	107.9	102.4	103.3	104.7
France	95.9	97.6	94.1	94.4	89.9	91.1	91.4
Italy	99.5	100.2	98.7	99.6	94.6	95.6	96.1
Cyprus	104.3	104.1	104.6	105.6	99.6	99.7	99.9
Latvia	109.4	104.7	114.6	113.6	112.6	113.7	114.0
Lithuania	122.3	115.7	129.6	129.8	127.0	129.4	130.9
Luxembourg	106.0	104.4	107.8	109.1	104.4	105.1	106.3
Malta	105.7	105.1	106.5	107.0	101.7	103.9	104.9
Netherlands	101.0	102.5	99.2	100.3	94.6	95.6	96.3
Austria	96.4	97.0	95.6	96.8	94.0	95.6	96.6
Portugal	102.5	103.1	101.9	101.5	98.7	100.1	100.5
Slovenia	99.9	99.4	100.3	101.3	97.3	97.8	98.1
Slovakia	163.6	139.3	190.6	192.8	186.5	186.7	186.3
Finland	95.9	96.9	94.8	96.3	93.0	94.1	93.6
Euro area	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5
Bulgaria	133.2	120.9	146.8	146.7	140.2	139.6	140.5
Czech Republic	133.1	122.4	145.0	137.8	134.0	137.7	143.5
Denmark	98.5	99.4	97.5	97.4	93.4	94.5	95.0
Croatia	104.4	103.5	105.5	104.3	101.1	102.4	103.5
Hungary	128.9	125.4	132.7	128.9	123.6	124.6	127.2
Poland	116.8	117.4	116.2	117.8	112.7	108.8	112.2
Romania	133.0	127.5	139.2	142.7	137.5	135.7	133.5
Sweden	92.8	95.3	90.1	91.2	85.5	86.4	85.7
United Kingdom	89.3	97.9	79.8	84.4	88.1	79.0	75.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.8	99.4	89.6	85.8	95.0	99.2	98.8
Japan	82.6	89.4	75.0	64.8	60.4	68.6	65.3

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, indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus other euro area countries.
For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area) is displayed.
A positive change points to a decrease in price competitiveness.

Chart 4.3 Real effective exchange rates

(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

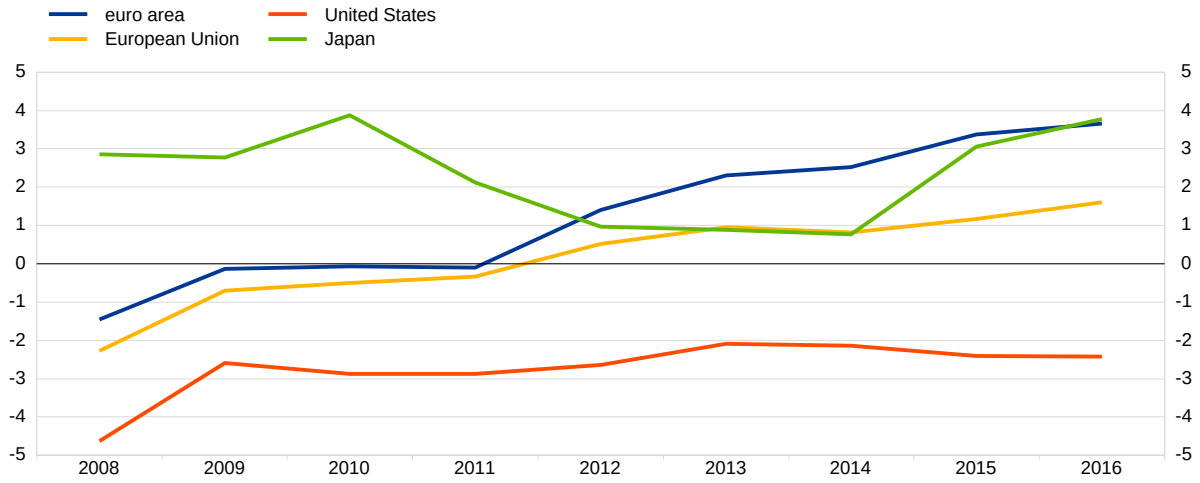
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2016	2008-2011	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	0.1
Germany	7.0	5.7	8.1	7.0	7.9	9.3	9.1
Estonia	0.0	-0.7	0.6	0.6	0.3	2.3	2.2
Ireland	0.0	-4.4	3.5	2.2	1.7	12.0	4.3
Greece	-6.3	-12.1	-1.7	-2.0	-1.6	-0.2	-1.0
Spain	-1.7	-5.1	1.1	1.5	1.1	1.1	1.9
France	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-0.9
Italy	-0.4	-2.8	1.4	1.0	2.0	1.6	2.9
Cyprus	-6.7	-9.5	-4.4	-5.1	-4.4	-1.5	-4.9
Latvia	-1.7	-1.8	-1.6	-3.1	-2.0	-0.5	1.6
Lithuania	-2.2	-4.6	-0.3	0.9	3.5	-3.1	-1.3
Luxembourg	6.2	6.8	5.8	6.0	5.7	5.7	5.4
Malta	1.6	-3.0	5.3	2.8	9.6	5.0	7.3
Netherlands	8.2	6.5	9.5	10.2	8.9	9.0	8.8
Austria	2.5	2.9	2.1	2.1	2.7	2.1	2.4
Portugal	-4.2	-9.6	0.2	1.6	0.1	0.1	0.8
Slovenia	1.9	-1.4	4.6	4.5	6.0	4.6	5.5
Slovakia	-2.1	-4.9	0.2	1.9	1.2	-1.8	-1.5
Finland	-0.5	0.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6
Euro area	1.3	-0.4	2.7	2.3	2.5	3.4	3.7
Bulgaria	-2.7	-7.6	1.3	1.4	0.1	0.0	6.0
Czech Republic	-1.2	-2.5	-0.1	-0.5	0.2	0.2	1.1
Denmark	6.7	4.8	8.2	8.1	9.4	9.3	7.7
Croatia	-0.7	-3.9	1.9	0.9	1.9	4.4	2.5
Hungary	1.1	-1.7	3.3	3.8	1.5	3.4	6.2
Poland	-3.2	-5.3	-1.6	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3
Romania	-4.1	-6.6	-2.1	-1.1	-0.7	-1.3	-2.3
Sweden	5.8	6.2	5.5	6.0	5.1	5.2	4.9
United Kingdom	-4.9	-3.6	-6.0	-6.0	-6.2	-6.6	-6.6
European Union	0.1	-1.0	1.0	0.9	0.8	1.2	1.6
United States	-2.7	-3.2	-2.3	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
Japan	2.3	2.9	1.9	0.9	0.8	3.1	3.8

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of 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

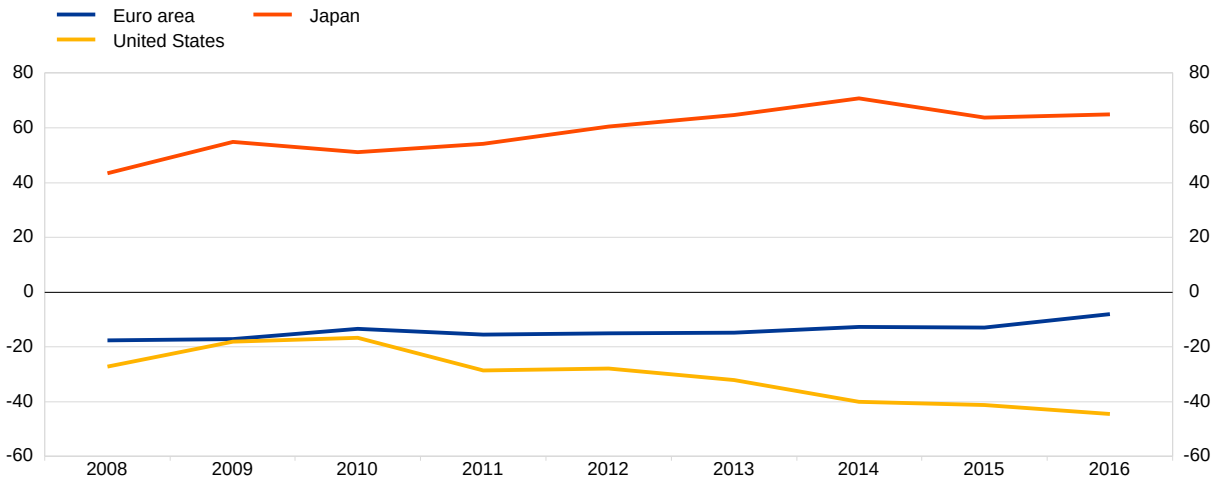
(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

	2008-2016 [1]	2008-2011 [1]	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	55.2	58.6	52.5	54.6	47.7	50.5	55.6
Germany	34.8	22.9	44.3	36.1	43.5	52.8	59.8
Estonia	-59.6	-70.3	-51.0	-56.3	-53.5	-46.0	-43.6
Ireland	-147.2	-119.4	-169.5	-135.2	-164.8	-214.2	-193.5
Greece	-109.0	-87.2	-126.5	-127.9	-127.0	-129.7	-131.4
Spain	-90.3	-88.5	-91.8	-95.7	-98.1	-90.5	-84.9
France	-14.0	-11.6	-15.9	-17.1	-16.2	-16.4	-16.5
Italy	-20.2	-20.5	-20.0	-23.6	-22.3	-20.9	-10.5
Cyprus	-124.0	-104.9	-139.4	-142.5	-148.7	-145.0	-126.7
Latvia	-77.5	-82.4	-73.6	-75.2	-76.0	-73.4	-67.9
Lithuania	-53.1	-55.4	-51.2	-51.5	-49.9	-48.5	-48.3
Luxembourg	24.8	-0.6	45.2	56.3	35.5	42.4	38.6
Malta	26.5	8.7	40.8	28.7	47.1	56.6	51.2
Netherlands	29.2	6.3	47.5	32.0	50.2	57.3	70.7
Austria	-1.2	-5.5	2.2	1.4	3.6	2.8	6.3
Portugal	-109.7	-101.4	-116.4	-118.1	-120.3	-117.0	-110.8
Slovenia	-44.8	-43.8	-45.6	-48.7	-47.6	-41.8	-39.1
Slovakia	-63.8	-62.5	-64.8	-64.5	-65.7	-66.7	-64.1
Finland	3.8	7.7	0.7	4.2	-3.5	-6.8	-2.7
Euro area	-14.1	-16.0	-12.7	-14.8	-12.8	-12.9	-7.9
Bulgaria	-70.8	-68.6	-72.6	-78.4	-80.7	-67.1	-52.7
Czech Republic	-38.6	-42.2	-35.8	-39.3	-35.2	-32.9	-24.9
Denmark	28.0	9.2	43.1	38.7	45.5	36.2	58.0
Croatia	-83.2	-84.9	-81.8	-88.0	-84.6	-76.0	-70.2
Hungary	-89.5	-103.8	-78.1	-83.9	-78.8	-67.7	-66.9
Poland	-61.9	-57.2	-65.7	-70.2	-68.8	-62.4	-59.3
Romania	-61.1	-59.3	-62.5	-66.4	-61.7	-59.7	-55.5
Sweden	-4.5	-7.0	-2.5	-14.0	1.2	5.2	11.5
United Kingdom	-14.7	-6.7	-21.2	-20.1	-26.3	-23.2	-4.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-30.8	-22.7	-37.2	-32.2	-40.1	-41.4	-44.7
Japan	58.7	50.9	64.9	64.7	70.7	63.8	64.8

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).
1) Data for Bulgaria available since 2010.

Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

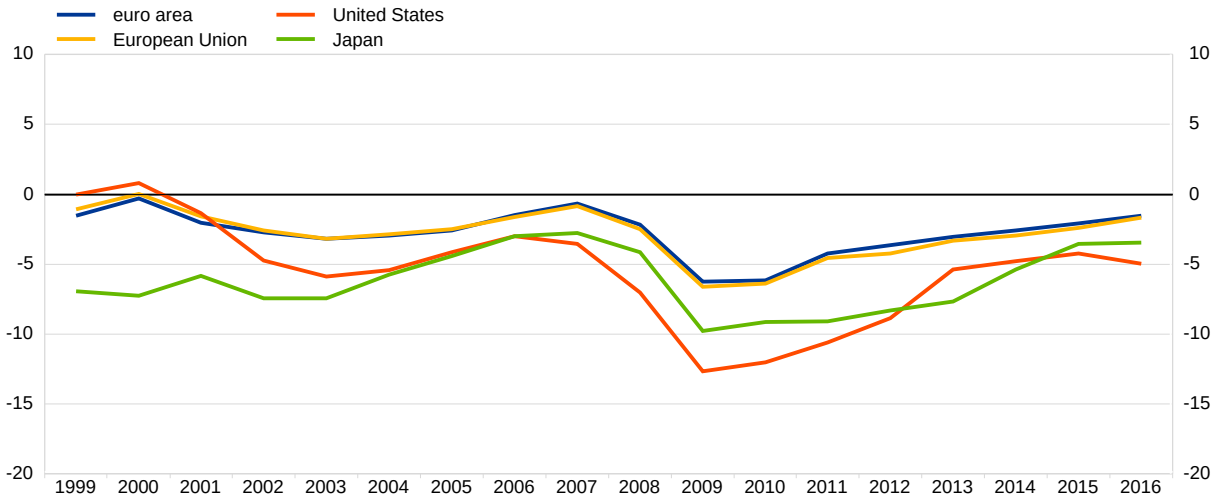
5 Fiscal developments

5.1 General government balance
(percentages of GDP)

	1999-2016 [1]	1999-2008 [1]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-1.9	-0.6	-3.6	-3.1	-3.1	-2.5	-2.5
Germany	-1.5	-2.1	-0.9	-0.1	0.3	0.6	0.8
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.1	-0.3
Ireland	-4.0	0.7	-9.9	-6.1	-3.6	-1.9	-0.7
Greece	-7.5	-6.7	-8.4	-13.2	-3.6	-5.7	0.5
Spain	-3.7	-0.3	-7.9	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5
France	-3.6	-2.6	-4.9	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4
Italy	-3.1	-2.9	-3.4	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5
Cyprus	-3.2	-2.1	-4.5	-5.1	-8.8	-1.2	0.5
Latvia	-2.5	-1.9	-3.3	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
Lithuania	-2.8	-1.9	-3.9	-2.6	-0.6	-0.2	0.3
Luxembourg	1.7	2.6	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
Malta	-3.6	-4.9	-2.0	-2.4	-1.8	-1.1	1.1
Netherlands	-1.6	-0.5	-3.1	-2.4	-2.3	-2.1	0.4
Austria	-2.4	-2.2	-2.7	-2.0	-2.7	-1.0	-1.6
Portugal	-5.3	-4.2	-6.6	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0
Slovenia	-3.8	-2.2	-5.9	-14.7	-5.3	-2.9	-1.9
Slovakia	-4.7	-5.0	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2
Finland	1.1	3.8	-2.3	-2.6	-3.2	-2.7	-1.7
Euro area	-2.7	-2.0	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1	-1.5
Bulgaria	-0.6	0.6	-2.1	-0.4	-5.5	-1.6	0.0
Czech Republic	-3.1	-3.6	-2.4	-1.2	-1.9	-0.6	0.7
Denmark	0.6	2.4	-1.7	-1.2	1.1	-1.8	-0.6
Croatia	-4.4	-3.7	-5.0	-5.3	-5.1	-3.3	-0.9
Hungary	-4.8	-6.0	-3.3	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9
Poland	-4.2	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.6	-2.5
Romania	-3.4	-2.8	-4.1	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
Sweden	0.5	1.2	-0.4	-1.4	-1.6	0.2	1.1
United Kingdom	-4.0	-1.9	-6.6	-5.4	-5.5	-4.3	-2.9
European Union	-2.8	-1.9	-4.0	-3.3	-3.0	-2.4	-1.7
United States	-5.4	-3.4	-7.9	-5.4	-4.8	-4.2	-4.9
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-7.6	-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.

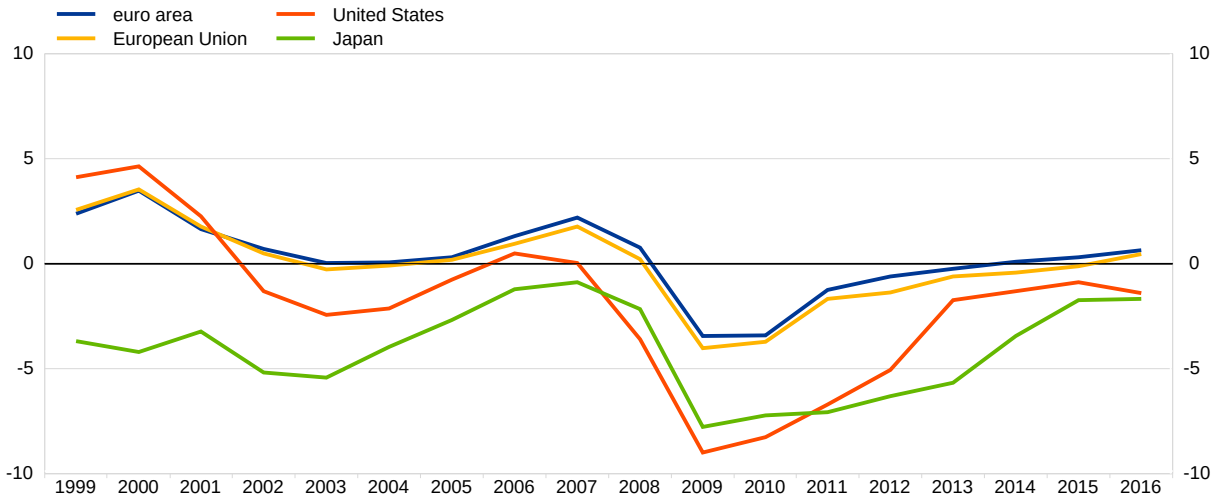
5 Fiscal developments

5.2 Primary general government balance [1)]
(percentages of GDP)

	1999-2016 [2)]	1999-2008 [2)]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.5	4.7	-0.2	0.2	0.2	0.6	0.4
Germany	1.0	0.8	1.2	1.8	2.1	2.2	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.2
Ireland	-1.8	2.1	-6.7	-1.8	0.3	0.7	1.6
Greece	-2.3	-1.3	-3.7	-9.1	0.4	-2.1	3.7
Spain	-1.2	2.0	-5.2	-3.5	-2.5	-2.2	-1.7
France	-1.1	0.1	-2.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	1.9	1.6	1.5	1.5
Cyprus	-0.3	0.9	-1.8	-1.8	-5.9	1.7	3.0
Latvia	-1.5	-1.2	-1.8	0.5	0.2	0.1	1.1
Lithuania	-1.4	-0.8	-2.3	-0.9	1.0	1.3	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.0	1.5	1.8	1.7	1.9
Malta	-0.3	-1.1	0.9	0.4	1.0	1.3	3.2
Netherlands	0.5	2.1	-1.6	-0.9	-0.8	-0.8	1.4
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.7	-0.2	1.3	0.5
Portugal	-1.8	-1.4	-2.4	0.0	-2.3	0.2	2.2
Slovenia	-1.8	-0.4	-3.5	-12.1	-2.1	0.3	1.2
Slovakia	-2.5	-2.4	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5
Finland	2.7	5.8	-1.1	-1.4	-2.0	-1.6	-0.7
Euro area	0.3	1.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	0.6
Bulgaria	1.0	2.9	-1.3	0.4	-4.6	-0.7	0.9
Czech Republic	-1.9	-2.6	-1.2	0.1	-0.6	0.4	1.7
Denmark	2.8	5.0	0.0	0.4	2.5	-0.2	0.7
Croatia	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-1.7	0.2	2.3
Hungary	-0.5	-1.6	0.8	1.9	1.2	1.5	1.3
Poland	-1.7	-1.2	-2.2	-1.6	-1.6	-0.9	-0.8
Romania	-1.5	-0.7	-2.5	-0.4	0.3	0.9	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.4	-0.6	-0.9	0.6	1.6
United Kingdom	-1.7	0.1	-4.0	-2.6	-2.8	-1.9	-0.5
European Union	0.0	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1	0.4
United States	-1.8	0.1	-4.3	-1.7	-1.3	-0.9	-1.4
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-5.7	-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.

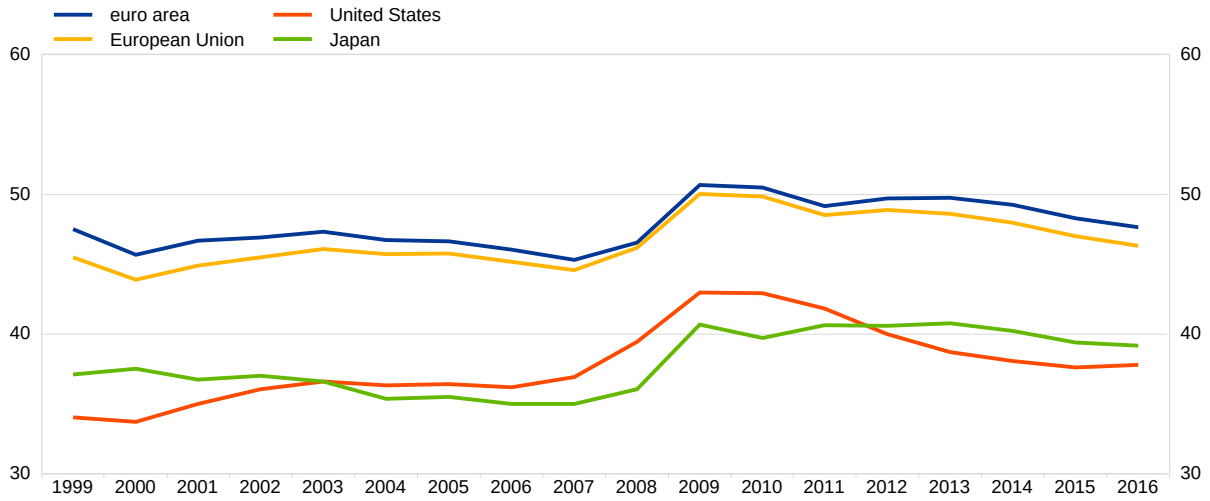
5 Fiscal developments

5.3 General government expenditure
(percentages of GDP)

	1999-2016 [1]	1999-2008 [1]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	51.8	49.6	54.5	55.8	55.2	53.8	53.2
Germany	45.5	45.8	45.1	44.7	44.3	43.9	44.2
Estonia	37.8	35.9	40.1	38.5	38.4	40.2	40.6
Ireland	37.5	34.2	41.8	40.2	37.5	28.8	27.1
Greece	49.9	46.7	54.0	62.2	50.2	53.8	49.7
Spain	41.8	39.0	45.2	45.6	44.8	43.8	42.2
France	54.2	52.3	56.7	57.1	57.1	56.7	56.4
Italy	48.5	47.1	50.3	51.1	50.9	50.2	49.4
Cyprus	39.3	37.2	41.9	41.6	48.2	40.2	38.3
Latvia	37.6	35.8	40.0	37.6	38.2	38.4	37.3
Lithuania	37.0	36.2	38.1	35.5	34.6	34.9	34.2
Luxembourg	41.6	40.5	43.1	43.3	41.8	41.5	42.1
Malta	41.6	42.1	40.9	42.0	41.3	40.1	37.1
Netherlands	44.6	43.2	46.4	46.3	46.2	44.9	43.4
Austria	51.4	51.1	51.8	51.6	52.3	51.0	50.7
Portugal	46.8	44.6	49.4	49.9	51.8	48.2	45.0
Slovenia	47.2	45.1	49.7	59.5	49.6	47.7	45.1
Slovakia	42.0	41.9	42.2	41.4	42.0	45.2	41.5
Finland	51.9	48.6	56.1	57.5	58.1	56.9	55.8
Euro area	47.8	46.5	49.4	49.8	49.2	48.3	47.6
Bulgaria	37.9	38.3	37.4	37.6	42.1	40.7	35.0
Czech Republic	42.7	42.7	42.6	42.6	42.2	41.7	39.4
Denmark	53.8	52.1	55.9	55.8	55.3	54.8	53.5
Croatia	46.9	46.0	47.6	47.7	48.0	47.6	47.2
Hungary	49.1	49.1	49.1	49.3	49.5	50.2	46.7
Poland	43.8	44.3	43.2	42.6	42.3	41.6	41.2
Romania	36.5	36.0	37.2	35.4	34.9	35.7	34.0
Sweden	51.8	52.6	50.9	52.0	51.1	49.6	49.5
United Kingdom	41.7	39.2	44.8	44.2	43.2	42.4	41.5
European Union	46.7	45.3	48.4	48.6	48.0	47.0	46.3
United States	37.8	36.1	40.0	38.7	38.1	37.6	37.8
Japan	38.0	36.2	40.2	40.8	40.2	39.4	39.2

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)

	1999-2016 [2)]	1999-2008 [2)]	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	101.6	99.8	103.8	105.5	106.8	106.0	105.7
Germany	68.3	62.6	75.4	77.4	74.6	70.9	68.1
Estonia	6.6	5.0	8.7	10.2	10.7	10.0	9.4
Ireland	59.6	32.2	93.9	119.4	104.5	76.9	72.8
Greece	131.4	104.7	164.8	177.4	179.0	176.8	180.8
Spain	63.1	47.3	82.8	95.5	100.4	99.4	99.0
France	74.8	63.1	89.4	92.4	95.0	95.8	96.5
Italy	112.3	102.9	124.0	129.0	131.8	131.5	132.0
Cyprus	69.6	57.3	85.0	102.6	107.5	107.5	107.1
Latvia	25.0	12.6	40.4	38.9	40.8	36.8	40.5
Lithuania	27.7	19.6	37.9	38.8	40.5	42.6	40.1
Luxembourg	13.6	7.9	20.7	23.7	22.7	22.0	20.8
Malta	65.1	65.2	65.0	68.4	63.8	58.7	56.2
Netherlands	55.8	49.8	63.3	67.8	68.0	64.6	61.8
Austria	73.4	66.4	82.3	81.0	83.8	84.3	83.6
Portugal	85.8	60.8	117.0	129.0	130.6	128.8	130.1
Slovenia	41.0	25.3	60.6	70.4	80.3	82.6	78.5
Slovakia	43.3	39.4	48.2	54.7	53.5	52.3	51.8
Finland	46.3	39.8	54.3	56.5	60.2	63.6	63.1
Euro area	76.6	67.9	87.5	91.3	91.8	89.9	88.9
Bulgaria	32.2	42.0	20.0	17.0	27.0	26.0	29.0
Czech Republic	31.6	24.9	39.9	44.9	42.2	40.0	36.8
Denmark	42.5	42.7	42.4	44.0	44.0	39.5	37.7
Croatia	56.7	38.9	72.3	81.7	85.8	85.4	82.9
Hungary	67.2	59.5	76.8	76.0	75.2	74.7	73.9
Poland	47.4	43.1	52.7	55.7	50.2	51.1	54.1
Romania	25.9	18.8	34.7	37.8	39.4	37.9	37.6
Sweden	45.1	48.4	41.1	40.8	45.5	44.2	42.2
United Kingdom	58.2	39.3	81.9	85.6	87.4	88.2	88.3
European Union	69.9	60.3	82.0	85.6	86.5	84.5	83.2
United States	72.1	55.5	92.8	96.9	96.7	96.9	98.6
Japan	179.1	151.2	214.1	222.5	225.0	220.5	225.3

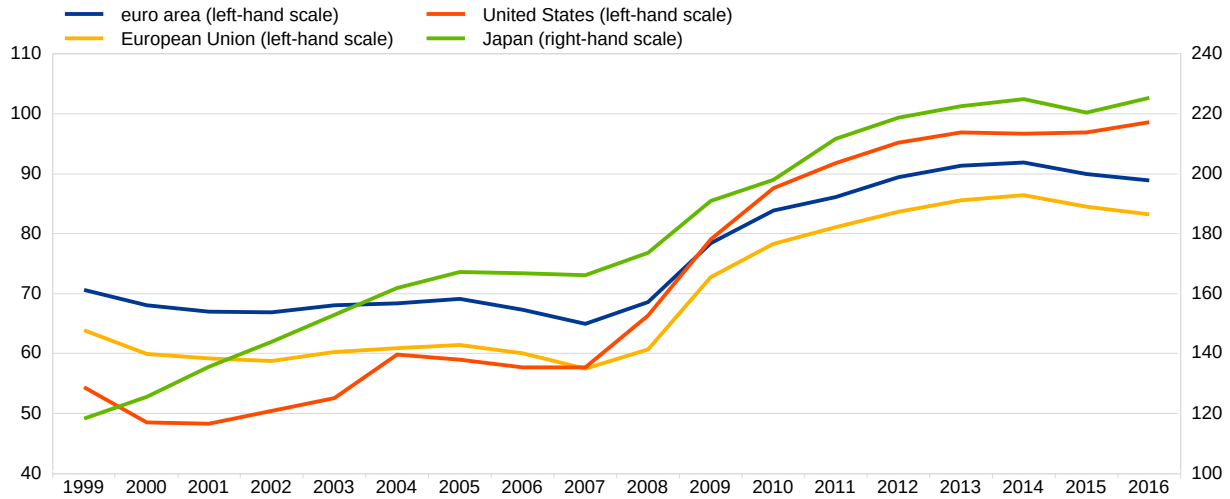
Sources: ESCB and OECD.

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.

Forkortelser

Lande

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

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

Andre

ABSPP	Program til opkøb af asset-backed securities
APP	Opkøbsprogram
BCBS	Baselkomiteen for Banktilsyn
BIRD	Den fælles, integrerede rapporteringsordbog
BVAR	Bayesian vector autoregression (model)
CBPP3	Det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer
CCP	Central modpart
CDS	Credit default swap
CMU	Kapitalmarkedsunionen
CPMI	Udvalget om Betalings- og Markedsinfrastrukturer
CRE	Erhvervsejendom
CSD	Værdipapircentral
CSDB	Den centraliserede værdipapirdatabase
CSPP	Program til opkøb af virksomhedsobligationer
CSR	Landespecifik henstilling
DLT	Distributed ledger-teknologi
DSTI	Gældsserviceringsgrad
EBA	Den Europæiske Banktilsynsmyndighed
ECB	Den Europæiske Centralbank
ECMS	Eurosystemets system til forvaltning af sikkerhedsstillelse
ECON	Økonomi- og Valutaudvalget
EDIS	Europæisk indskudsgarantiordning
EDP	Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud
EFSF	Den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet
EFSM	Den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme
EIOPA	Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger
EMIR	Forordningen om europæisk markedsinfrastruktur
EMMI	European Money Markets Institute
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union
EONIA	Euro overnight index average
ERF	Den fælles, harmoniserede europæiske rapporteringsramme for banker
ERM2	Den europæiske valutakursmekanisme
ERMS	Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver
ESA	Europæisk Tilsynsmyndighed
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
ESFS	Det Europæiske Finanstilsynssystem
ESM	Den europæiske stabilitetsmekanisme
ESRB	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici
ESS	Det europæiske statistiske system
ES2	Den anden serie eurosedler
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
EURIBOR	Euro interbank offered rate
FMI	Finansiel markedsinfrastruktur
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FSB	Financial Stability Board
FVC	Financial vehicle corporation
GBP	Britiske pund
GDP	Bruttonationalprodukt
GFSN	Det globale finansielle sikkerhedsnet
G-SIB	Globalt systemisk vigtig bank
G20	Group of Twenty
HFCN	Netværket om husholdningernes økonomi og forbrug
HICP	EU's harmoniserede forbrugerprisindeks
IBAN	International Bank Account Number
ICPF	Forsikingsselskaber og pensionskasser
IKT	Informations- og kommunikationsteknologi
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	Den Internationale Valutafond
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPU	Intermediært moderselskab
ITS	Gennemførelsesmæssige tekniske standarder
JPY	Japanske yen
LCBG	Stor kompleks bankkoncern
LIBOR	London interbank offered rate
LTV	Belåningsgrad
MUB	Maksimalt udlodningsbeløb
MEP	Medlem af Europa-Parlamentet
MFI	Monetær finansiel institution
MIP	Proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer
MIR	MFI-renter
MoU	Aftalememorandum
MPDB	Macroprudential Database
MREL	Nedskrivningsegnede passiver
MTFA	Mekanismen for mellemfristet finansiel støtte
NCA	National kompetent myndighed
NCB	National centralbank
NFC	Ikke-finansielt selskab
NPL	Misligholdt lån
OECD	Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
OFI	Anden finansiel institution
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries

O-SIIs	Andre systemisk vigtige institutioner
OTC	Over-the-counter
POS	Salgssted
PPP	Købekraftsparitet
PSD	Betalingstjenestedirektivet
PSP	Betalingstjenesteudbyder
PSPP	Program til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor
Q&As	spørgsmål og svar
repo	Genkøbsforretning
RFA	Regional finansieringsordning
RIAD	Register of Institutions and Affiliates Database
RMP	Reservekravsperiode
RRE	Boligejendomme
RTGS	Realtidsbruttoafviklingssystem
RTS	Reguleringsmæssig teknisk standard
SAFE	Undersøgelse om virksomheders adgang til finansiering
SCT Inst	SEPA Instant Credit Transfer
SEPA	Det fælles eurobetalingsområde
SGP	Stabilitets- og vækstpagten
SHSDB	Den statistiske database over beholdninger af værdipapirer
SIPS	Systemisk vigtigt betalingssystem
SMV'er	Små og mellemstore virksomheder
SPE	Særlig finansieringsenhed
SSM	Den Fælles Tilsynsmekanisme
SSS	Værdipapirafviklingssystem
TIPS	Target-straksbetalingstjenesten
TLAC	Samlet tabsabsorberende kapacitet
TLTRO	Målrettet langfristet markedsoperation
TRIM	Målrettet gennemgang af interne modeller
T2S	TARGET2-Securities
UCITS	Kollektiv investeringsenhed
USD	Amerikanske dollar
WDN	Wage Dynamics Network

Konventioner i tabellerne
"-" Foreligger ikke/ikke anvendelig
"." Foreligger endnu ikke

© Den Europæiske Centralbank, 2018
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.

Skæringsdato for data i denne årsberetning var den 16. februar 2018. Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 16. marts 2018.

ISSN	1725-2830 (html)	DOI	10.2866/820242 (html)
ISSN	1725-2830 (pdf)	DOI	10.2866/065119 (pdf)
ISBN	978-92-899-3034-5 (html)	EU-katalognummer	QB-AA-18-001-DA-Q (html)
ISBN	978-92-899-3065-9 (pdf)	EU-katalognummer	QB-AA-18-001-DA-N (pdf)