

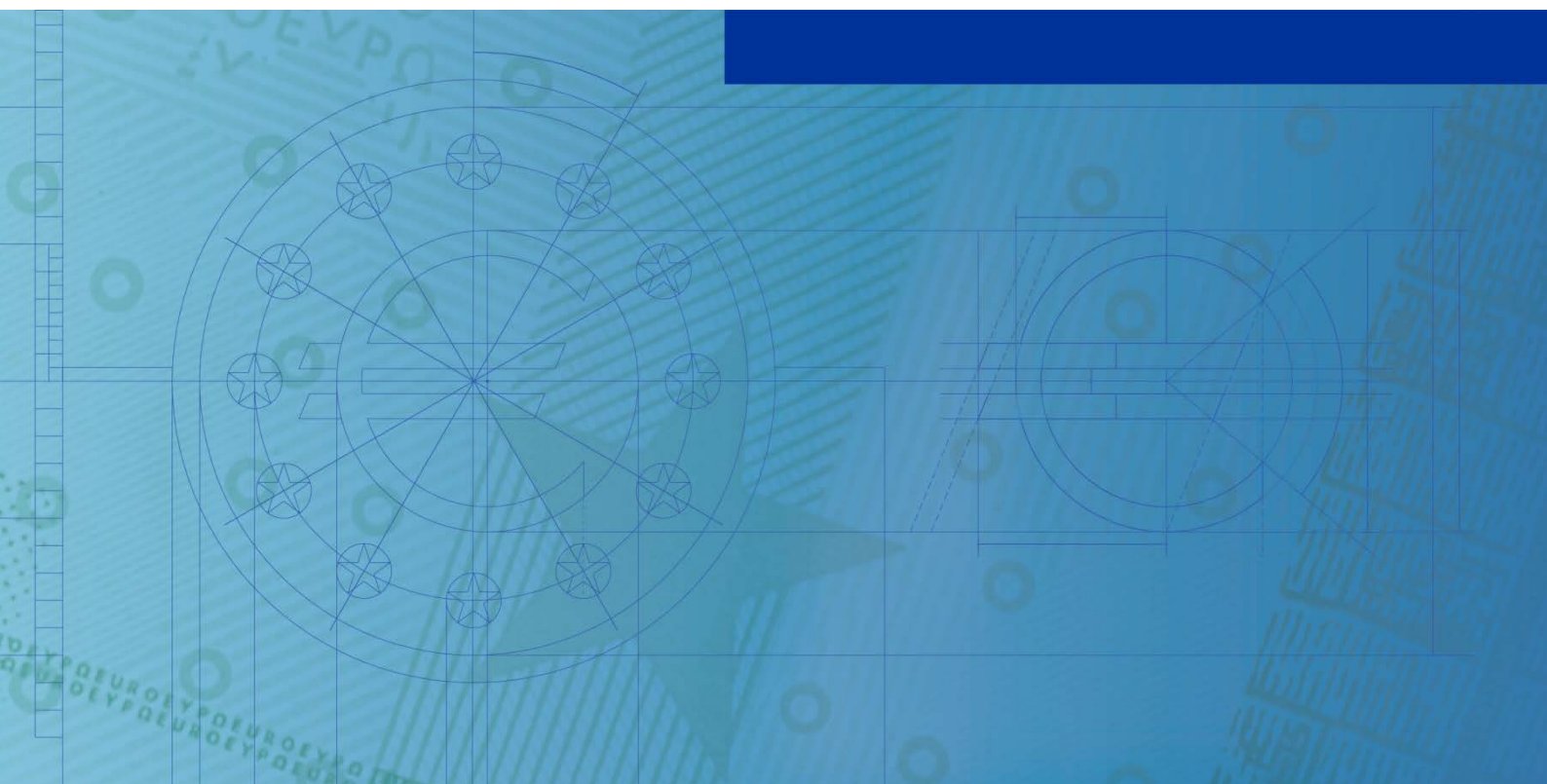


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

Årsberetning

2016



Indhold

Forord	4
Euroområdet økonomi, ECB's pengepolitik og den europæiske finansielle sektor i 2016	6
1 Euroområdets økonomi	6
1.1 De globale makroøkonomiske forhold	6
1.2 Den finansielle udvikling	11
Boks 1 De lave renters indvirkning på bankerne og den finansielle stabilitet	16
1.3 Et bredt funderet opsving	18
Boks 2 Faktorer, som understøtter det igangværende opsving	21
1.4 Udviklingen i priser og omkostninger	24
Boks 3 Udviklingen i den underliggende inflation: Lønudviklingens rolle	28
1.5 Udviklingen i penge- og kreditforhold	31
1.6 Finanspolitik og strukturreformer	34
Boks 4 Reformprioriteter i euroområdet vedrørende erhvervslivet og produktmarkederne	41
2 Pengepolitik til støtte for genopretningen i euroområdet og en inflationsstigning	43
2.1 Behovet for yderligere pengepolitiske foranstaltninger i 2016	43
Boks 5 Pengepolitikens fordelings effekt	48
2.2 Pengepolitikens gennemslag til de finansielle og økonomiske forhold	52
Boks 6 Størrelse og sammensætning af Eurosystemets balance	56
3 Den europæiske finansielle sektor: forbedret robusthed og svag indtjening	59
3.1 Risici og sårbarheder i euroområdets finansielle system	59
Boks 7 Diversitet i bankernes forretningsmodeller og tilpasning til de lave renter	62
3.2 ECB's makroprudentielle funktion	64

3.3	ECB's mikroprudentielle funktion	67
3.4	ECB's bidrag til lovgivningsmæssige tiltag	68
	Boks 8 Misligholdte lån i euroområdet	71
	Andre opgaver og aktiviteter	74
1	Betalingsinfrastruktur og betalinger	74
1.1	Konsolidering af Target2 og T2S	74
1.2	Afviklingstjenester, der kan understøtte straksbetalinger	75
1.3	Eurosystemets fremtidige markedsinfrastruktur og distributed ledger-teknologi	76
1.4	En sikker betalingsinfrastruktur	76
2	Finansielle ydelser til andre institutioner	77
2.1	Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner	77
2.2	Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver	78
3	Sedler og mønter	78
3.1	Cirkulation af sedler og mønter	78
3.2	En ny 50-euroseddel	80
3.3	Falske eurosedler	81
4	Statistik	81
4.1	Nye og forbedrede statistikker for euroområdet	81
4.2	Øvrig statistisk udvikling	82
5	Økonomisk forskning	84
5.1	ECB's forskningsprioriteter og -klynger	84
5.2	Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk	85
5.3	Konferencer og publikationer	86
6	Juridiske aktiviteter og forpligtelser	86
6.1	ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau	87
6.2	ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse	89

6.3	Den lovgivningsmæssige udvikling i forhold til Den Fælles Tilsynsmekanisme	91
6.4	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	92
7	Internationale og europæiske relationer	93
7.1	Europæiske relationer	93
7.2	Internationale relationer	96
	Boks 9 Brexit – konsekvenser og udsigter	99
8	Ekstern kommunikation	100
	Bilag	102
1	Institutionelle rammer	102
2	Eurosystem-/ESCB-komiteer	112
3	Organisatorisk udvikling og udviklingen i personaleforvaltningen	113
	Årsregnskab	A1
	Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2016	C1
	Statistikafsnit (findes kun på engelsk)	S1

Forord



2016 var på mange måder et vanskeligt år, men det var også et år med tegn på fremskridt. Selv om årets begyndelse var præget af økonomisk usikkerhed, befandt økonomien sig ved årets afslutning på det mest solide grundlag siden krisen.

Men som den økonomiske usikkerhed aftog, voksede den politiske usikkerhed. Vi oplevede en række geopolitiske begivenheder, som vil forme vores politiske landskab i de kommende år. I dette års årsberetning kan man læse, hvordan ECB navigerede sig gennem disse oprørte vande.

Begyndelsen af 2016 var præget af frygt for en fornyet global afmatning, hvilket blev afspejlet i en markant volatilitet på de finansielle markeder. Der var fare for, at en tilbagevenden til en inflation i nærheden af vores mål ville blive yderligere forsinket, og med den i forvejen meget lave inflation var der en væsentlig risiko for deflation. Ligesom i 2015 var Styrelsesrådet fortsat fast besluttet på at benytte alle de redskaber, som er til rådighed inden for dets mandat, for at nå målet.

Derfor lancerede vi i marts en række nye tiltag for at øge vores pengepolitiske stimulus, bl.a. i form af en yderligere nedsættelse af den pengepolitiske rente, en udvidelse af opkøbsprogrammet fra 60 mia. euro til 80 mia. euro om måneden, opkøb af virksomhedsobligationer for første gang og lancering af nye målrettede langfristede markedsoperationer.

Som vi skriver i årsberetningen, viste disse tiltag sig at være meget effektive til at lempe finansieringsforholdene, understøtte genopretningen og – i sidste ende – støtte en gradvis justering af inflationsraterne, så de når et niveau, som er tættere på vores målsætning.

Fordi vores politik virker, blev opkøbsprogrammet i december forlænget med ni måneder for at sikre en længerevarende støtte af finansieringsforholdene og en tilbagevenden til en inflationsudvikling i nærheden af, men under 2 pct. Opkøbenes omfang blev dog reduceret til det oprindelige niveau på 60 mia. euro om måneden. Dette skyldtes vores vellykkede indsats tidligere på året, som resulterede i en stigende tillid til økonomien i euroområdet og en aftagende risiko for deflation.

På trods af disse fordele har pengepolitikken bivirkninger – det har den altid. I 2016 var disse bivirkninger hyppigt i rampelyset. I dette års årsberetning ser vi på nogle af spørgsmålene og bekymringerne vedrørende de utilsigtede konsekvenser af vores tiltag.

Én af bekymringerne angår de fordelingsmæssige virkninger, særligt med hensyn til ulighed. Vi viser, at pengepolitikken har positive fordelingsmæssige virkninger på mellemlangt sigt, fordi den mindsker ledigheden, hvilket er til mest gavn for de mindre velstående husholdninger. Når alt kommer til alt, er det at få folk i arbejde nemlig en af de største drivkræfter til at sikre mindre ulighed.

En anden bekymring vedrører bankernes, forsikringsselskabernes og pensionskassernes rentabilitet. Vi drøfter, hvordan de finansielle institutter er blevet påvirket af og har reageret på det lave renteniveau. Vi viser, at bankernes tilpasningsevne afhænger af deres specifikke forretningsmodeller.

Årsberetningen kommer også ind på andre udfordringer for den finansielle sektor i 2016. Vi ser især nærmere på problemet med misligholdte lån, hvad vi skal gøre for at løse det, og hvilke hindringer der fortsat ligger i vejen. Vi sætter også særligt fokus på ny teknologi og innovation i sektoren, hvordan det kan påvirke sektorens struktur og virkemåde, og hvad det betyder for overvågende og regulerende myndigheder.

Og en gennemgang af 2016 ville ikke være komplet uden at se på de voldsomme politiske forandringer i løbet af året, ikke mindst Storbritanniens beslutning om at trække sig ud af EU. Årsberetningen indeholder derfor en vurdering af Brexit fra ECB's synsvinkel. Frem for alt understreger vi, hvor vigtigt det er at bevare det indre markedes integritet og dets ensartede regler samt håndhævelsen heraf.

Den politiske usikkerhed varer sandsynligvis ved i 2017. Vi er dog stadig overbevist om, at den økonomiske genopretning, der er blevet understøttet af vores pengepolitik, vil fortsætte. ECB har et klart mandat til sine handlinger: nemlig at fastholde prisstabilitet. Dette mål har ledt os sikkert gennem 2016 – og vil fortsat gøre det i det kommende år.

Frankfurt am Main, april 2017

Mario Draghi
Formand

Euroområdetets økonomi, ECB's pengepolitik og den europæiske finansielle sektor i 2016

1 Euroområdetets økonomi

1.1 De globale makroøkonomiske forhold

De eksterne forhold var en udfordring for euroområdetets økonomi i 2016. Væksten i både de avancerede økonomier og vækstøkonomierne var beskeden efter historisk målestok, og der var episoder med øget usikkerhed og korte perioder med høj volatilitet på de finansielle markeder, især efter folkeafstemningen i Storbritannien om EU-medlemskab i juni og det amerikanske præsidentvalg i november. Den globale inflation var afdæmpet. Det skyldes den gradvis aftagende virkning af tidligere olieprisfald og fortsat rigelig ledig kapacitet globalt set.

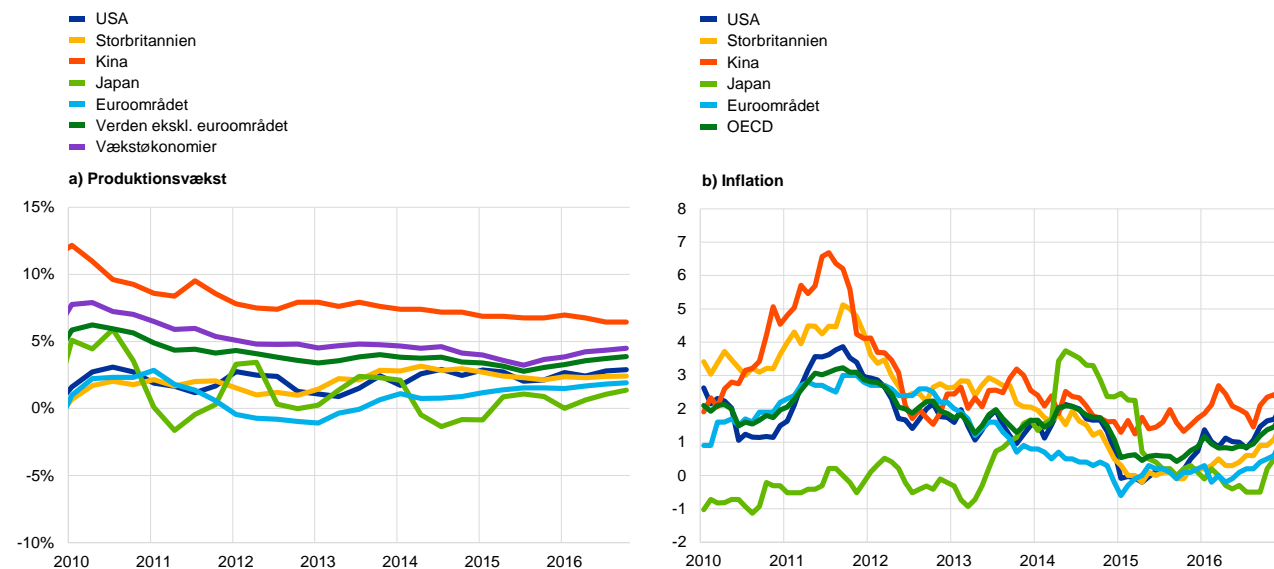
Den globale økonomiske vækst var fortsat beskeden

Den gradvise genopretning af verdensøkonomien fortsatte i 2016, dog i et lidt langsommere tempo end året før som følge af aftagende vækst i de avancerede økonomier. Den økonomiske vækst tog først til i 2. halvår, navnlig i vækstøkonomierne. Alt i alt lå den globale BNP-vækst fortsat under niveauet før krisen (se figur 1).

I 2016 skete der en række væsentlige politiske begivenheder, som fik skyerne til at trække sammen over de globale økonomiske udsigter. I juni 2016 skabte resultatet af folkeafstemningen i Storbritannien usikkerhed om de økonomiske udsigter for landet, men den umiddelbare finansielle og økonomiske påvirkning viste sig at være kortvarig og beskeden. Senere på året medførte resultatet af det amerikanske præsidentvalg en ændring af forventningerne til den nye amerikanske regerings fremtidige politikker, og det medførte endnu en periode med øget politisk usikkerhed.

Figur 1**Hovedtendenser i udvalgte økonomier**

(Ændringer i pct. år/år; kvartalsvise observationer; månedlige observationer)



Kilder: Eurostat og nationale observationer.

Anm.: BNP-tallene er sæsonkorrigerede. HICP for euroområdet og Storbritannien; CPI for USA, Kina og Japan.

I de avancerede økonomier fortsatte væksten, som dog var lavere end året før. Stadig lempelige finansieringsvilkår og arbejdsmarkeder i fremgang understøttede den økonomiske aktivitet. I vækstøkonomierne var væksten også moderat for året som helhed, men med betydeligt bedre udsigter i 2. halvår. To faktorer spillede en særlig stor rolle: den fortsat gradvis aftagende vækst i den kinesiske økonomi og bedringen af den dybe recession i de vigtigste råvareeksporterende økonomier. Alligevel var væksten stadig afdæmpet på grund af geopolitiske spændinger, en for høj gearingsgrad, sårbarhed over for skift i kapitalstrømme og for råvareeksportørerne en langsom tilpasning til lavere indtægter.

Væksten i verdenshandlen var svag i 2016, idet den globale vareimport mængdemæssigt kun steg med 1,7 pct. årligt i forhold til 2,1 pct. året før. Der er tegn på, at strukturelle udviklingstendenser, som tidligere har bidraget positivt til handlen – fx faldende transportomkostninger, handelsliberalisering, voksende globale værdikæder og dybere finansielle markeder – ikke vil bidrage positivt i samme omfang på mellemlangt sigt. Der er således ikke stor sandsynlighed for, at væksten i verdenshandlen vil overstige den globale økonomiske vækst inden for en overskuelig fremtid.

De globale finansieringsforhold var fortsat gunstige hele året igennem. Centralbankerne i store avancerede økonomier fastholdt en ekspansiv linje, idet Bank of England, Bank of Japan og ECB fortsatte deres lempelige pengepolitik. Federal Reserve System i USA genoptog normaliseringen af sin pengepolitik ved at forhøje målintervallet for federal funds-renten med 25 basispoint i december 2016. De finansielle markeder var alt i alt robuste trods perioder med øget usikkerhed som følge af politiske begivenheder. De lange amerikanske obligationsrenter steg betydeligt hen imod slutningen af året. Det er endnu ikke klart, om stigningen skyldes

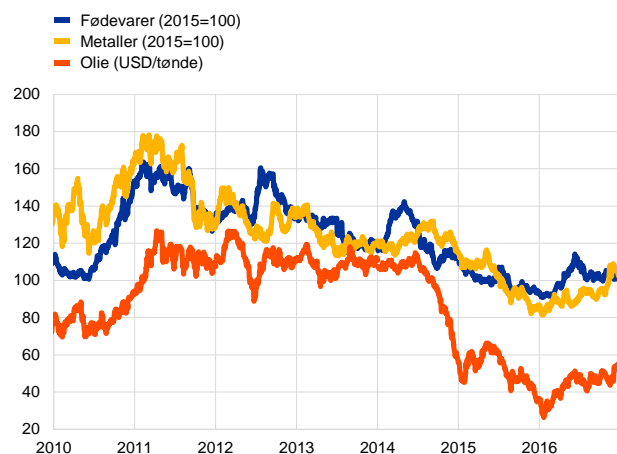
højere vækst- og inflationsforventninger eller midlertidigt forhøjede løbetidspræmier på langfristede amerikanske obligationer. De fleste vækstmarkeder nød godt af forbedrede eksterne finansieringsforhold frem til det amerikanske valg i november. Derefter begyndte den tidligere stigning i kapitalstrømme til vækstøkonomierne at vende, idet statsobligationsrentespændene steg, og presset mod valutaen i en række lande tiltog.

Rigelig ledig kapacitet påvirkede fortsat den globale inflation

I løbet af 2016 var den samlede globale inflation i 2016 stadig påvirket af lave oliepriser og fortsat rigelig ledig kapacitet på globalt plan (se figur 2). Den samlede årlige inflation i OECD-landene steg gradvis mod slutningen af året til 1,1 pct. for året som helhed, i forhold til 0,6 pct. i 2015. Den årlige kerneinflation (ekskl. fødevarer og energi) i OECD-landene steg en smule til 1,8 pct. (se figur 1).

Figur 2
Råvarepriser

(Daglige observationer)



Kilder: Bloomberg og Hamburg Institute of International Economics.

Oliepriserne steg fra et lavpunkt på 33 dollar pr. tønne ultimo januar 2016 til 55 dollar pr. tønne ultimo december. Amerikanske olieselskabers lavere investeringer og en pludselig stigning i antallet af afbrydelser af den globale olieforsyning i 1. halvår fik priserne til at stige yderligere.¹ Mod slutningen af året var oliepriserne betydeligt påvirket af OPEC's forsyningsstrategi. Prisen på Brent-råolie steg efter beslutningen den 30. november om at pålægge OPEC-medlemmerne at skære i produktionen (med 1,2 mio. tønder pr. dag) i 1. halvår 2017. Stigningen kunne også tilskrives en aftale mellem OPEC og visse olieproducerende lande uden for OPEC om en yderligere nedskæring af produktionen (med 0,6 mio. tønder pr. dag) den 10. december.

Priserne på råvarer ekskl. olie steg igen i 2016 trods modsatrettede tendenser for henholdsvis fødevarer og

metal. Prisen på landbrugsråvarer steg som følge af vejrforholdene i den første del af året, og stigningen aftog hen over sommeren som følge af en god hvede- og kornhøst. Metalpriserne var stadig lave i den første del af året, da Kina meddelte, at landet som led i miljøpolitikken ville begrænse metalforbruget. På efterspørgselssiden blev fremtidsudsigterne forbedret i forbindelse med potentielle nye infrastrukturinvesteringer i Kina og USA, hvorefter metalpriserne genvandt en del af det tabte terræn.

Alt i alt var der et lille opadrettet pres på den globale inflation i 2. halvår 2016 som følge af en langsom lukning af produktionsgabene i de avancerede økonomier, den beskedne nedgang i den rigelige ledige kapacitet i adskillige vækstøkonomier og de aftagende virkninger af tidligere fald i oliepriserne og andre råvarepriser.

¹ Yderligere oplysninger findes på [US Energy Information Administration's](http://www.eia.doe.gov) websted.

Væksten fortsatte i de største økonomier

I USA aftog den økonomiske aktivitet i 2016. Efter en beskeden stigning i 1. halvår tiltog væksten i realt BNP i 2. halvår. Væksten var hovedsagelig drevet af det private forbrug, fremgang i beskæftigelsen og husholdningernes stærkere balancer. Den negative påvirkning fra en lagerjustering og faldende energiinvesteringer, som lagde en dæmper på væksten i 1. halvår, aftog mod slutningen af året. Det medførte øget aktivitet. BNP-væksten faldt samlet set fra 2,6 pct. i 2015 til 1,6 pct. i 2016. Den underliggende fremgang på arbejdsmarkedet vedblev at være robust, idet ledigheden faldt yderligere til 4,7 pct., og lønvæksten tiltog i slutningen af året. Inflationen var fortsat et godt stykke under det mål, der er fastsat af Federal Open Market Committee (FOMC). Den årlige inflation målt ved forbrugerprisindekset steg samlet set til 2,1 pct. i 2016, mens kerneinflationen målt ved forbrugerprisindekset (ekskl. fødevarer og energi) steg til 2.2 pct.

Pengepolitikken forblev yderst lempelig i 2016. Som generelt forventet af de finansielle markeder besluttede FOMC i december at forhøje målintervallet for federal funds-renten med 25 basispoint til 0,5-0,75 pct. I finansåret 2016 var finanspolitikken en anelse lempelig, og budgetunderskuddet steg en smule til 3,2 pct. af BNP som følge af øgede sundhedsudgifter og højere nettorentebetalinger.

Japan oplevede solid vækst i 2016, som blev understøttet af en lempelig penge- og finanspolitik, mere smidige finansieringsforhold og stramning af arbejdsmarkedet. Væksten i realt BNP faldt i gennemsnit en smule fra 1,2 pct. i 2015 til 1 pct. i 2016. Ledigheden faldt til 3,1 pct., men lønvæksten var fortsat afdæmpet. Den årlige samlede stigning i forbrugerpriserne blev negativ i 2016, nemlig -0,1 pct., hvilket primært afspejlede faldende globale råvarepriser og en stærkere yen. Bank of Japans foretrukne mål for kerneinflationen – forbrugerprisindekset ekskl. ferske fødevarer og energi – faldt en del i forhold til året før og lå på 0,6 pct. i 2016. I september indførte Bank of Japan kvantitative og kvalitative pengepolitiske lempelser med rentekurvekontrol. Bank of Japan forpligtede sig desuden til at udvide pengebasen, indtil den observerede inflation oversteg målet for prisstabilitet og lå stabilt over dette mål.

I Storbritannien var økonomien fortsat robust trods usikkerheden i forbindelse med resultatet af folkeafstemningen om landets EU-medlemskab. I 2016 steg realt BNP ifølge foreløbige skøn med 2,0 pct., hovedsagelig som følge af et robust privatforbrug.² På de finansielle markeder var den mest bemærkelsesværdige reaktion på resultatet af folkeafstemningen en kraftig depreciering af pundet. Inflationen steg fra et meget lavt niveau. Pengepolitikken forblev lempelig i hele 2016. I august satte Bank of Englands Monetary Policy Committee den pengepolitiske rente ned med 25 basispoint til 0,25 pct., udvidede sit opkøbsprogram og indførte en Term Funding-ordning til støtte for rentegennemslaget til økonomien. I november gav regeringen en udmelding om et nyt finanspolitisk mandat og

² Se også boksen "[Economic developments in the aftermath of the UK referendum on EU membership](#)", *Economic Bulletin*, 7/2016, ECB.

målrettede finanspolitiske foranstaltninger, navnlig på bolig- og infrastrukturområdet, med sigte på at støtte økonomien i overgangsfasen.

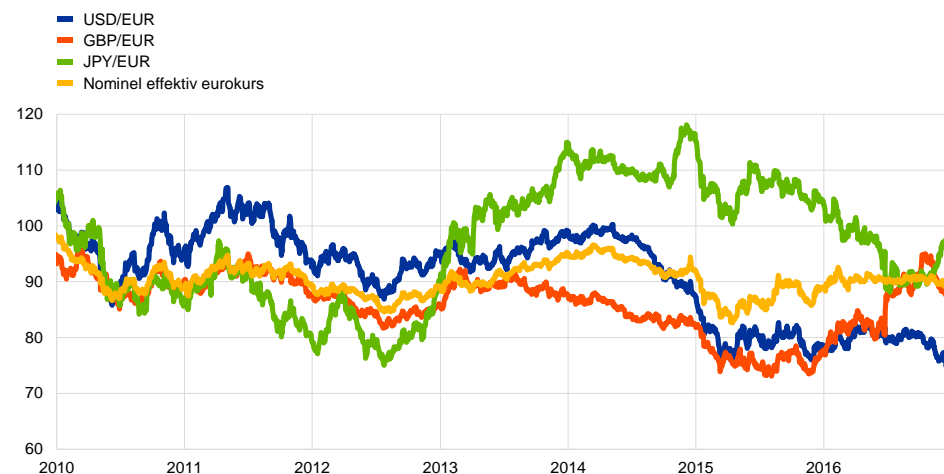
I Kina stabiliserede væksten sig i 2016 drevet af et kraftigt forbrug og betydelige investeringer i infrastruktur. Den årlige vækst i BNP var 6,7 pct. i 2016, i forhold til 6,9 pct. året før. Investeringerne i fremstillingssektoren var fortsat svage, men ejendomsinvesteringerne steg en smule. Importefterspørgslen steg fra lavpunktet i 2015, men var fortsat svagere end før i tiden. Den forholdsvis afdæmpede udenlandske efterspørgsel lagde en dæmper på eksporten, hvilket til gengæld påvirkede importen negativt via handlen med forarbejdede varer. Den årlige stigning i forbrugerpriserne tiltog til 2 pct., mens den årlige stigning i producentpriserne, som havde været negativ siden marts 2012, steg til -1,4 pct.

Den effektive eurokurs var fortsat stort set stabil

I 2016 var den nominelle effektive eurokurs stort set stabil (se figur 3). Bilateralt svingede euroen imidlertid over for nogle af de andre store valutaer. Euroen var bemærkelsesværdigt stabil over for den amerikanske dollar i størstedelen af 2016, idet renterne på begge sider af Atlanten stadig var nogenlunde uændrede, men den faldt mod slutningen af året. Euroens svækkelse over for den japanske yen blev delvis opvejet af en apreciering over for det britiske pund.

Figur 3
Eurokursen

(Daglige observationer)



Kilde: ECB.

Anm.: Nominel effektiv valutakurs over for 38 vigtige handelspartners valutaer.

Den danske krone er i øjeblikket den eneste valuta i den europæiske valutakursmekanisme ERM2. Den danske krone lå tæt på centralkursen i ERM2, mens Danmarks Nationalbank forhøjede sin pengepolitiske rente i januar 2016 og netto købte udenlandsk valuta for danske kroner i 2016. Česká národní banka fortsatte med at købe udenlandsk valuta i overensstemmelse med sin forpligtelse om intervention på valutamarkederne for at hindre den tjekkiske koruna i at appreciere

ud over et bestemt niveau. Tilsvarende fortsatte Hrvatska narodna banka med at intervenere på valutamarkedene i overensstemmelse med valutakursordningen med styret flydning. Den bulgarske lev forblev fast knyttet til euroen. Euroen var også stort set stabil over for den schweiziske franc, den ungarske forint og den rumænske leu, mens den apprecierede over for den svenske krone og i mindre omfang den polske zloty.

1.2 Den finansielle udvikling

Den finansielle udvikling i euroområdet i 2016 var fortsat i høj grad præget af yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB. Det bidrog til et gradvist fald i statsobligationsrenterne i euroområdet i årets første tre kvartaler. Mod slutningen af året medførte globale faktorer imidlertid, at euroområdets statsobligationsrenter indhentede noget af faldet fra tidligere i 2016. Pengemarkedsrenterne og omkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering fortsatte med at falde til et historisk lavt niveau. Finansieringsforholdene for de ikke-finansielle selskaber og husholdningerne blev yderligere forbedret.

Pengemarkedsrenterne i euroområdet faldt

Pengemarkedsrenterne fortsatte med at falde i 2016, hvilket især skyldtes yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB.

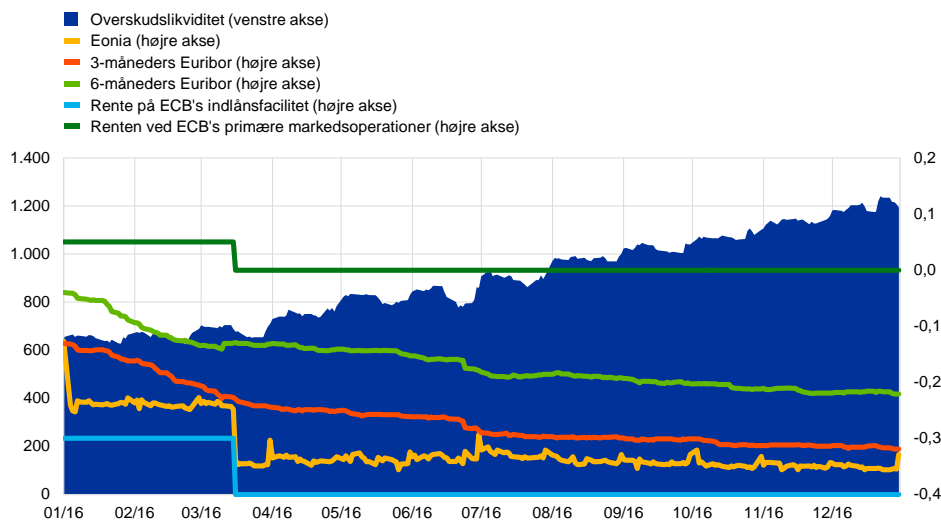
Lempelserne er nærmere beskrevet i afsnit 2.1. Nedsættelsen af renten på indlånsfaciliteten slog hurtigt og fuldstændigt igennem på Eonia, der efterfølgende stabiliserede sig på omkring -35 basispoint (se figur 4). Ved månedsafslutningerne steg Eonia midlertidigt, hvilket er i overensstemmelse med det historiske mønster, men stigningerne var mindre udtalte end i begyndelsen af 2015, før overskudslikviditeten begyndte at stige kraftigt i forbindelse med gennemførelsen af opkøbsprogrammet (APP).

3-måneders Euribor og 6-måneders Euribor faldt til yderligere negative niveauer. Faldet i Euribor-renterne fulgte de yderligere lempelser af pengepolitikken, men noget af det yderligere nedadrettede pres kom fra den stigende tendens i overskudslikviditeten. Stigningen i overskudslikviditeten på mere end 500 mia. euro i løbet af året skyldtes primært opkøbsprogrammet (APP) og, i mindre grad, den nye serie målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-II). Ved årets udgang udgjorde overskudslikviditeten 1.200 mia. euro (se figur 4).

Figur 4

Pengemarkedsrenter og overskudslikviditet

(Milliarder euro; i pct. p.a.; daglige observationer)



Kilder: ECB og Bloomberg.
Anm.: De seneste observationer er for 30. december 2016.

På det sikrede pengemarked fortsatte renten på genkøbsforretninger (repo'er) også med at falde som følge af nedsættelserne af ECB's officielle renter, rigelig likviditet og søgen efter sikkerhedsstillelse af høj kvalitet. Renten på genkøbsforretninger (reporenten) for sikkerhed udstedt af nogle eurolande var lavere end renten på indlånsfaciliteten i det meste af året, hvilket afspejlede efterspørgslen efter meget likvid sikkerhed.

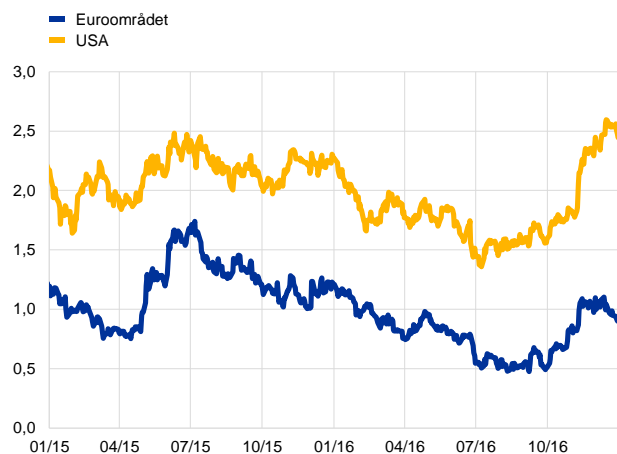
Terminskurserne på pengemarkedet i euroområdet nåede et lavpunkt efter folkeafstemningen i Storbritannien om landets EU-medlemskab i slutningen af juni og på baggrund af øgede markedsforventninger til yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB. Ved årets udgang var terminskurserne imidlertid vendt, da markedsforventningerne til yderligere pengepolitiske lempelser faldt, og Eonia-terminskurven blev stejlere. Den stejlere kurve og en stigning i statsobligationsrenterne i euroområdet afspejlede udviklingen i de globale lange renter, der var mest udtalt i USA.

Statsobligationsrenterne i euroområdet steg mod slutningen af året

Figur 5

Renten på 10-årige statsobligationer

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



Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og ECB's beregninger.
Anm.: Observationerne fra euroområdet er det 10-årige BNP-vægtede gennemsnit af statsobligationsrenterne. Den seneste observation er for 30. december 2016.

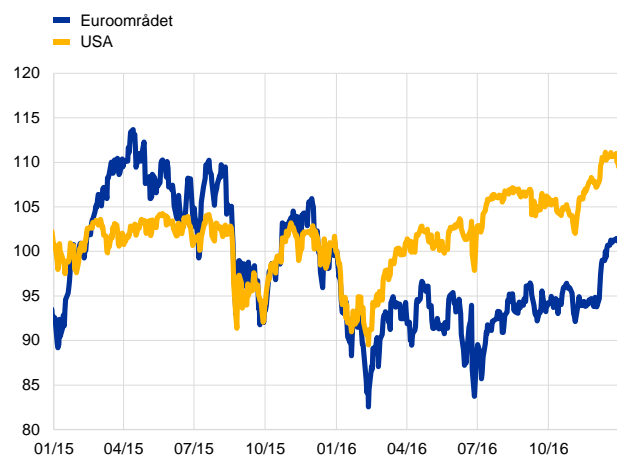
Samlet set var statsobligationsrenterne i euroområdet lavere i 2016 end i 2015, hvilket afspejler ECB's fortsatte støtte i form af opkøb af statsobligationer i euroområdet og andre pengepolitiske tiltag. Der skete en væsentlig justering af renterne både i euroområdet og i USA som følge af den globale udvikling (se figur 5). Den øgede usikkerhed om den globale vækst i begyndelsen af året resulterede i et kraftigt fald i den risikofrie rente. Resultatet af folkeafstemningen i Storbritannien fik renten til at falde yderligere, indtil mere optimistiske globale vækstudsigter og resultatet af det amerikanske præsidentvalg fik renterne i både euroområdet og USA til at stige. Samlet set faldt det BNP-vægtede gennemsnit af den 10-årige statsobligationsrente med omkring 30 basispoint i 2016 til omkring 0,9 pct. ved årets udgang. Udviklingen i rentespændene for statsobligationer mellem eurolandene var forholdsvis afdæmpet, men med visse forskelle på tværs af landene.

Aktiekurserne i euroområdet var stort set uændrede efter midlertidige fald

Figur 6

Aktieindeks for euroområdet og USA

(Indeks: 1. januar 2016 = 100; daglige observationer)



Kilde: Thomson Reuters.
Anm.: De anvendte indeks er Euro Stoxx for euroområdet og S&P 500 for USA. Indekserne er normaliseret til 100 pr. 1. januar 2016. Den seneste observation er for 30. december 2016.

2016 begyndte med et markant fald på de globale aktiemarkeder, da udviklingen i Kina gav anledning til globale vækstbekymringer (se figur 6). Da bekymringen aftog, vendte aktiemarkederne omkring april tilbage til niveauerne fra begyndelsen af året. Et lignende mønster sås i perioden omkring folkeafstemningen i Storbritannien, hvor et brat fald i dagene efter folkeafstemningen blev vendt i de følgende måneder. I 2. halvår steg aktiemarkedet i euroområdet markant som følge af forbedrede økonomiske udsigter. Trods de relativt store udsving i løbet af året var aktiekurserne i euroområdet stort set uændrede, og det brede Euro Stoxx-indeks steg med omkring 1 pct. Den lille stigning i det overordnede indeks dækkede over et fald i bankaktierne, hvor bl.a. bankernes beholdninger af misligholdte lån og fortsat lave rentabilitet havde en negativ indvirkning.

En lignende udvikling sås for amerikanske aktier i løbet af året, men de klarede sig generelt bedre og steg med

knap 10 pct. i 2016. I december 2016 satte de store amerikanske aktieindeks ny rekord.

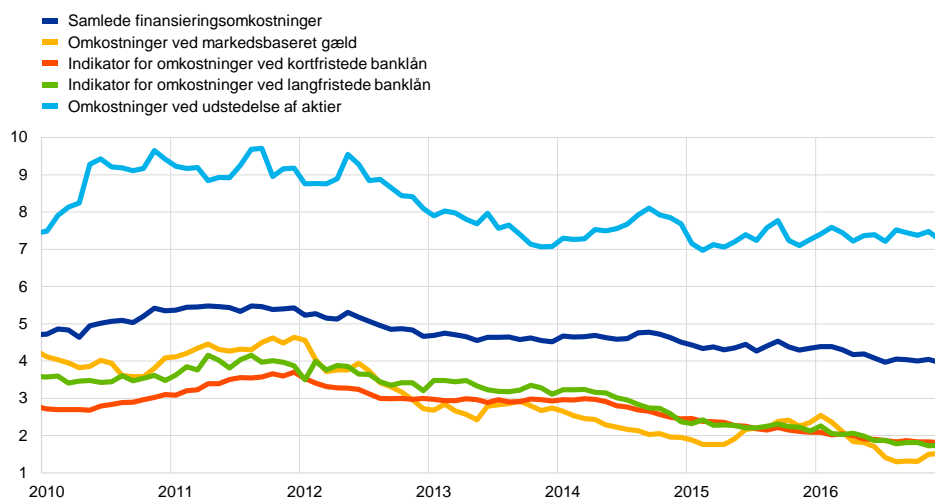
De ikke-finansielle selskaber nød godt af lavere omkostninger ved ekstern finansiering

De pengepolitiske tiltag, der blev gennemført i 2016, smittede også af på de samlede nominelle omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering, der var historisk lave i sommeren 2016 (se figur 7). Det var især den negative rente på indlånsfaciliteten og de nye målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-II), der blev annonceret i marts, som bidrog til at sænke omkostningerne ved banklån yderligere for de ikke-finansielle selskaber. Lanceringen af opkøb af "investment-grade" obligationer i euro udstedt af selskaber uden for banksektoren med hjemsted i euroområdet betød sammen med andre elementer af opkøbsprogrammet (APP), at omkostningerne ved markedsbaseret gæld faldt til et niveau, der var væsentligt lavere end året før, og også lavere end bankernes udlånsrenter. Aktierisikopræmien var dog fortsat høj, og derfor faldt omkostningerne ved aktiefinansiering kun marginalt i 2016. Den meget lempelige pengepolitik bidrog til at sænke omkostningerne ved ekstern finansiering samt forskellene i omkostningerne ved ekstern finansiering mellem eurolandene og mellem virksomheder af forskellig størrelse.

Figur 7

Samlede nominelle omkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering

(I pct. p.a.; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilder: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters og ECB's beregninger.

Anm.: De samlede omkostninger ved ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering beregnes som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved banklån, markedsbaseret gæld og aktier baseret på de respektive udeståender udledt af kontiene for euroområdet. Omkostningerne ved aktiefinansiering måles ved hjælp af en 3-trins udbyttediskonteringsmodel med anvendelse af information fra Datastreams aktieindeks for ikke-finansielle selskaber. Den seneste observation er for december 2016.

Strømmene af ekstern finansiering stabiliserede sig i 2016

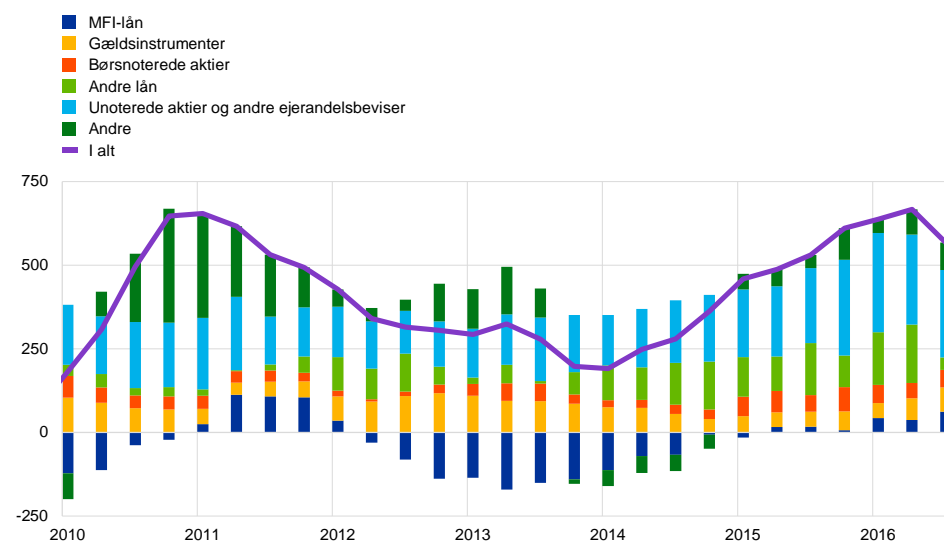
I de første tre kvartaler af 2016 stabiliserede strømmene af ekstern finansiering til de ikke-finansielle selskaber sig tæt på det gennemsnitlige niveau i 2015 (se figur 8). Set i et længere perspektiv understøttes genopretningen af strømmene af ekstern finansiering til de ikke-finansielle selskaber fra lavpunktet i 1. kvartal 2014 fortsat af:

i) det yderligere fald i finansieringsomkostningerne, ii) lempelsen af kreditvilkårene, iii) den fortsatte stigning i den økonomiske aktivitet og iv) stigningen i fusioner og overtagelser af virksomheder. 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 udvidelsen af opkøbsprogrammet (APP) med virksomhedsobligationer i juni 2016, der understøttede udstedelsen af gældsinstrumenter i 2016. Forbedrede kreditforhold³ og lavere renter betød, at der var en lille stigning i de ikke-finansielle selskabers brug af bankbaseret finansiering, mens lån fra ikke-MFI'er og resten af verden faldt markant i 2016. Unoterede aktier og andre ejerandelsbeviser udgjorde stadig den største del af strømmene af ekstern finansiering til de ikke-finansielle selskaber og blev understøttet af store tilbageholdte overskud. De relativt høje omkostninger ved aktiefinansiering lagde en dæmper på udstedelsen af børsnoterede aktier. Endvidere havde den generelle forbedring af de ikke-finansielle selskabers adgang til ekstern finansiering en dæmpende effekt på brugen af handelskreditter og koncernintern kreditgivning.

Figur 8

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 formidlere, forsikringselskaber 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. Det omfatter koncerninterne lån og handelskreditter. Den seneste observation er for 3. kvartal 2016.

Væksten i husholdningernes nettoformue steg

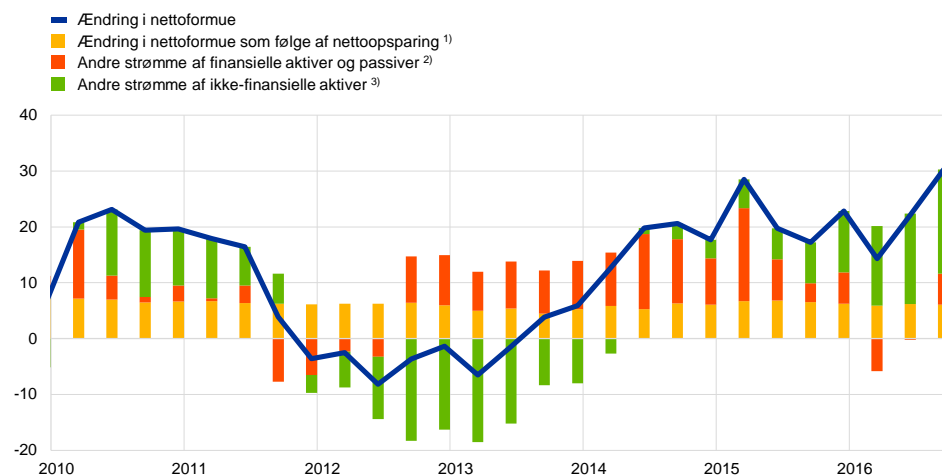
I de første tre kvartaler af 2016 fortsatte væksten i husholdningernes nettoformue med at stige (se figur 9). Især resulterede fortsatte stigninger i huspriserne i betydelige kursgevinster på husholdningernes beholdning af fast ejendom.

³ Yderligere oplysninger om lempelsen af finansieringsforholdene for banker findes i kapitel 1, afsnit 1.5, hvor resultaterne af udlånsundersøgelsen for euroområdet beskrives.

Stigningen i aktiekurserne i 2016 betød, at værdien af husholdningernes beholdninger af finansielle aktiver steg og bidrog positivt til væksten i nettoformuen.

Figur 9
Ændring i husholdningernes nettoformue

(Årlige strømme; i pct. af disponibel bruttoindkomst)



Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Tal for ikke-finansielle aktiver er skøn foretaget af ECB. Den seneste observation er for 3. kvartal 2016.

1) Denne post omfatter nettoopsparing, indgående nettokapitaloverførsler samt forskelle mellem de ikke-finansielle og finansielle konti.

2) Primært gevinster og tab på aktier og andre ejerandelsbeviser.

3) Primært gevinster og tab på fast ejendom (herunder jord).

Låneomkostningerne for husholdninger i euroområdet var rekordlave, men der var fortsat spredning mellem landene og mellem lånenes løbetider, og låneomkostningerne for langfristede lån faldt mere end låneomkostningerne for kortfristede lån. Stigningen i husholdningssektorens banklån fortsatte i 2016.

Boks 1

De lave renters indvirkning på bankerne og den finansielle stabilitet

De lave renter i 2016 var resultatet af globale faktorer og faktorer, der var specifikke for euroområdet. Nogle af disse faktorer var langvarige og relateret til strukturelle ændringer, fx den igangværende demografiske udvikling og lavere produktivitetsvækst, mens andre var relateret til gældsreduktionen efter den finansielle krise og overskuddet af planlagt opsparing i forhold til planlagte investerings- og forbrugsudgifter. ECB's lempelige pengepolitik, hvis primære mål er at sikre prisstabilitet, var en af disse faktorer. ECB's pengepolitik sigter mod at nå dette mål ved at understøtte den nominelle vækst i euroområdet, hvilket i sidste ende bør føre til stigende renter, efterhånden som genopretningen bider sig fast.

Det fremgår af ECB's udlånsundersøgelse, at ECB's opkøbsprogram, målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) og den negative rente på indlånsfaciliteten bidrog til gunstigere låneforhold i 2016, hvilket har resulteret i en stigning i udlånet.⁴ Sideløbende med disse positive elementer har de lave renter også lagt pres på de finansielle institutioner.⁵ ECB og Det Europæiske

⁴ Se [The euro area bank lending survey](#), ECB, oktober 2016.

⁵ De ekstraordinære pengepolitiske tiltag har kun haft begrænset indvirkning på bankernes rentabilitet, se [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, boks 4.

Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) identificerede risici for banker, forsikringsselskaber og pensionskasser, der vedrører holdbarheden af deres forretningsmodeller og risikotagning. Det kan blive nødvendigt at begrænse nogle af disse risici gennem specifikke makro- og mikroprudentielle tiltag.⁶

En langvarig periode med lave renter kan, især hvis den økonomiske vækst samtidig er svag, belaste rentabiliteten og solvensen hos de institutioner, der tilbyder garanterede langsigtede afkast. Ud over indvirkningen på banksystemet kan de lave renter betyde, at forsikringsselskabers og pensionskassers traditionelle produkter med garanteret afkast bliver urentable. Tallene viser, at forsikrings- og pensionssektoren allerede er i gang med at udskifte forretningsmodeller med garanterede afkast til fordel for unit link-produkter for at nedbringe de langsigtede garanterede forpligtelser. Som følge heraf reducerer den finansielle sektor udstedelsen af langfristede afkastgarantier. De lave renter kan også være medvirkende til, at bankernes nettorenteindtægter falder, især ved en indsnævring af nettorentemarginalen, da indlånsrenten kan blive begrænset af den effektive nedre grænse, hvilket kan mindske indtjeningen. Selv om nettorenteindtægten er den væsentligste indtægtskilde for de fleste banker, har andre faktorer, fx gebyr- og provisionsindtægter eller bankernes relative omkostningseffektivitet, også betydning for bankernes indtjening.

De finansielle institutioner har fundet alternative indtægtskilder og er gradvist ved at tilpasse deres forretningsmodeller i et forsøg på at genoprette overskudsgraden. Gebyr- og provisionsindtægternes andel af de samlede indtægter er lavere for banker, der specialiserer sig i udlån, og højere for banker, der tilbyder depotydelse.⁷ Nylige tal viser, at nogle banker har udvidet deres gebyr- og provisionsskabende aktiviteter. I de senere år har gebyrer i forbindelse med førtidig indfrielse af realkreditlån og genforhandling af kontrakter været en vigtig indtægtskilde for långiverne. Låntagerne har draget fordel af de gradvist faldende lange renter, især i de lande, hvor fastforrentede realkreditlån er udbredt. Indtægter fra førtidig indfrielse og genforhandling vil sandsynligvis spille en mindre rolle i fremtiden, da disse gebyrer er engangsgebyrer, der kun opstår på genforhandlingstidspunktet. Bankerne er således nødt til at tilpasse deres forretningsmodeller og omkostningseffektivitet yderligere for fortsat at være rentable. Bankerne har også overvejet omkostningsbesparende tiltag, fx omstruktureringer, medarbejderreduktioner, filiallukninger og digitalisering af processer, men fremskridtene med hensyn til at forbedre omkostningseffektiviteten varierer fortsat fra land til land og institution til institution.⁸

De faldende renteindtægter i lavrentemiljøet samt begrænsede fremskridt med at forbedre indtjeningen øger potentialet for bredt funderet risikotagning fra de finansielle institutioners side, navnlig de institutioner, hvor nettorenteindtægterne tidligere har udgjort en stor del af indtægterne. Investeringer i mere risikobetonede aktivklasser eller aktiver med længere løbetider kan medføre en risiko for større eksponering mod illikvide finansielle instrumenter, der betyder, at de finansielle institutioner eksponeres mod stigende revalueringsrisici, og at risikoen for smitteeffekter øges.

I sin rolle som tilsynsmyndighed for banker og makroprudentiel myndighed med mandat til at sikre finansiell stabilitet i de lande, der er omfattet af det europæiske banktilsyn, overvåger ECB nøje de

⁶ Se [Macroprudential issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system](#), ESRB, november 2016.

⁷ Se C. Kok, H. Mirza, C. Móré og C. Pancaro, "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Special Feature C.

⁸ Se [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, afsnit 3.

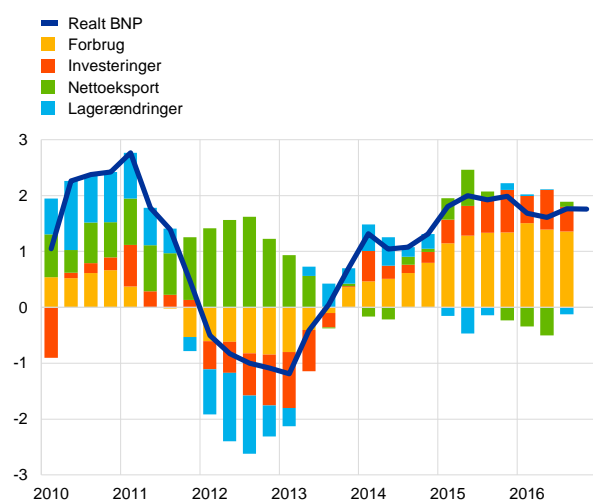
finansielle institutioners tilpasning af deres forretningsmodeller. I denne forbindelse kan ECB træffe tilsynsmæssige foranstaltninger og gennemføre makroprudentielle politikker for banksektoren med henblik på at sikre finansiell stabilitet ved begrænsning af systemiske risici, hvilket fortsat er en forudsætning for en stabil økonomisk genopretning.

1.3 Et bredt funderet opsving

Figur 10

Realt BNP i euroområdet

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Den årlige BNP-vækst i 4. kvartal 2016 vedrører det foreløbige skøn.

Det opsving i euroområdet, som begyndte primo 2013, drevet af den indenlandske efterspørgsel, fortsatte i 2016. En analyse af faktorerne bag den stigende økonomiske aktivitet indikerer, at væksten er ved at blive mere robust (nærmere beskrevet i boks 2). Samtidig er den økonomiske aktivitet i euroområdet blevet holdt nede af dæmpet vækst i den udenlandske efterspørgsel som følge af øget global usikkerhed. Det betød, at den gennemsnitlige årlige vækst var på 1,7 pct. i 2016 (se figur 10). Det er kun en smule lavere end de 2,0 pct., der blev opnået i 2015, særligt på grund af en kraftig BNP-vækst i Irland. Det private forbrug steg med næsten samme takt som i 2015. Endnu en gang var udviklingen drevet af stigende disponible indkomster, mens investeringerne voksede lidt langsommere end året før, selv om byggeriet oplevede et opsving. Samtidig steg det offentlige forbrug kraftigere i 2016 og bidrog dermed positivt til den økonomiske vækst (se kapitel 1, afsnit 1.6). Det økonomiske opsving var forholdsvis bredt funderet på tværs af eurolandene.

Euroområdets økonomi fortsatte med at vokse

ECB's meget lempelige pengepolitiske linje slog fortsat igennem i realøkonomien og understøttede den indenlandske efterspørgsel. Forbedringer i virksomhedernes indtjening og meget gunstige finansieringsforhold satte yderligere skub i investeringsvæksten. En vedvarende beskæftigelsesfremskud, som bl.a. afspejlede tidligere gennemførte strukturreformer, var også med til at støtte opsvinget. De stadig forholdsvis lave oliepriser stimulerede væksten yderligere i 2016. Samtidig havde den offentlige og private sektors gældsætning, der vedblev at være høj i visse lande, og det dermed forbundne behov for at nedgeare en dæmpende effekt på den indenlandske efterspørgsel. Endelig var langsommelighed med hensyn til implementering af strukturreformer fortsat med til at holde væksten nede.

Det private forbrug i euroområdet styrkedes yderligere i 2016, og den gennemsnitlige årlige vækst lå på ca. 2,0 pct., hvilket mere eller mindre svarede til niveauet året før.

De primære faktorer bag det stigende privatforbrug var den lave oliepris, navnlig i begyndelsen af året, samt fremgang på arbejdsmarkedene i euroområdet og den deraf følgende stigning i arbejdsindkomsterne. Det var først og fremmest vækst i antallet af arbejdspladser snarere end højere lønninger, der bidrog til den samlede nominelle vækst i arbejdsindkomsterne i 2016. Lave renter understøttede fortsat det private forbrug, idet låntagning blev billigere, og gevinsten ved opsparing mindskedes. Selv om euroområdets husholdningers nettorenteindtægter faldt marginalt i 2016, medførte de lavere renter især en omfordeling af ressourcer fra nettoopsparere til nettolåntagere, der typisk har en højere tilbøjelighed til at forbruge end nettoopsparere.⁹

De pengepolitiske tiltag, som ECB har gennemført i de senere år, herunder det program til opkøb af virksomhedsobligationer, der blev annonceret i marts 2016, har fremmet efterspørgslen og dermed også investeringerne. Derfor bidrog investeringerne fortsat betydeligt til væksten i 2016, hvilket dog også afspejlede forbedret indtjening i virksomhederne, en knap så afdæmpet efterspørgsel og øget kapacitetsudnyttelse. Desuden har de pengepolitiske tiltag styrket erhvervstilliden, mindsket virksomhedernes nettorentebetaling og lempet finansieringsvilkårene, også for små og mellemstore virksomheder, hvilket yderligere har styrket erhvervsinvesteringerne. Investeringer i transportudstyr bidrog til fremgangen i navnlig erhvervsinvesteringerne. Der kan dog også være faktorer, som har dæmpet virksomhedernes investeringer, herunder den langvarige nedgang i euroområdets langsigtede vækstforventninger, løbende justering af balancerne for virksomheder med høj gældsætning og en svagere verdenshandel.

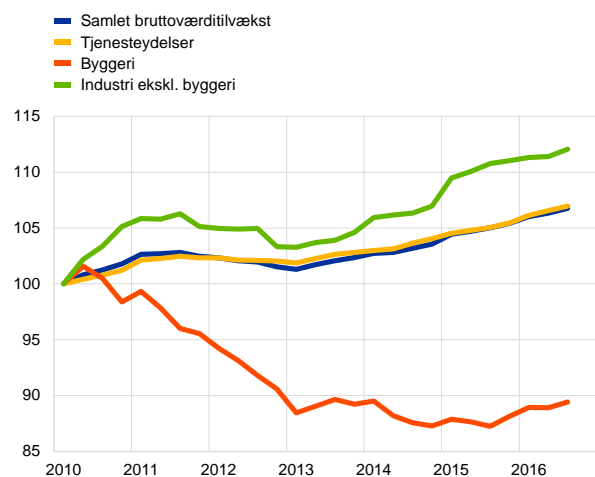
Investeringerne i byggeriet steg ligeledes, men fra et lavt niveau, i forbindelse med, at boligmarkedene i euroområdet rettede sig. Genopretningen af boligmarkedene afspejlede højere efterspørgsel, som var drevet af stigende realindkomster, gunstige realkreditrenter og lånevilkår som følge af en række pengepolitiske tiltag samt skattemæssige incitamenter i nogle lande. Desuden var afkastet lavt på husholdningernes andre investeringsmuligheder, hvilket gav et yderligere incitament til at foretage boliginvesteringer. Fremgangen på boligmarkedet gjorde sig gældende i hele euroområdet.

Den økonomiske vækst blev fortsat holdt nede af de svage eksterne forhold i 2016, som mere end opvejede de forsinkede effekter af den betydelige depreciering af euroen i 2014-15 (se kapitel 1, afsnit 1.1.). Euroområdets eksport til USA, Asien (ekskl. Kina) og vækstøkonomierne var stadig dæmpet i 2016. Samtidig trodsede handelspartnere i Europa og Kina denne modvind og bidrog i stigende grad til euroområdets eksport. Handlen inden for euroområdet styrkedes i 2016 takket være den underliggende vækst i den indenlandske efterspørgsel.

⁹ Se T. Jappelli og L. Pistaferri, "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, nr. 4, 2014, s. 107-136.

Figur 11
Real bruttoværditilvækst i euroområdet fordelt på økonomisk aktivitet

(Indeks: 1. kvartal 2010 = 100)



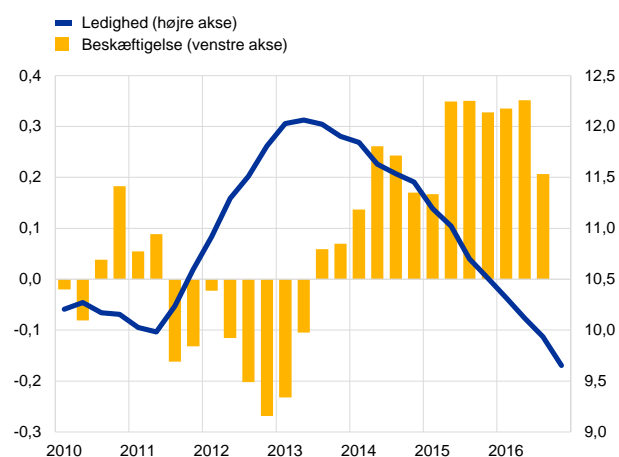
Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Stigningen i produktionen i 2016 var bredt fordelt på sektorer (se figur 11). Den samlede værditilvækst, som i 2. kvartal 2015 passerede toppunktet fra perioden før krisen, der blev nået i 1. kvartal 2008, steg i gennemsnit ca. 1,7 pct. i 2016. Værditilvæksten i industrien (ekskl. byggeriet) aftog til ca. 1,6 pct. i 2016, mens den i servicesektoren var 1,8 pct., dvs. noget højere end i 2015. Værditilvæksten i byggeriet ligger stadig langt under niveauet fra før krisen, selv om den var ca. 2,0 pct., hvilket er 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 2008 og frem.

Beskæftigelsen i euroområdet fortsatte med at stige

Figur 12
Indikatorer for arbejdsmarkedet

(Kvartalsvis vækst; i pct. af arbejdsstyrken; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedet i 2016 (se figur 12). I 3. kvartal 2016 var antallet af beskæftigede i euroområdet 1,2 pct. højere end på samme tidspunkt i 2015 og mere end 3 pct. højere end ved det seneste lavpunkt i 2. kvartal 2013. Beskæftigelsen var dog 0,5 pct. under toppunktet fra perioden før krisen, der blev nået i 1. kvartal 2008. Hvad angår de enkelte sektorer, steg beskæftigelsen først og fremmest i servicesektoren og i mindre grad i industrien ekskl. byggeriet, mens beskæftigelsen i byggeriet var stort set uændret.

I de første tre kvartaler af 2016 steg det samlede antal præsterede arbejdstimer med nogenlunde samme takt som antallet af beskæftigede. Den årlige produktivitetsvækst pr. ansat var fortsat lav, idet den i gennemsnit var omkring 0,4 pct. pr. kvartal i de første tre kvartaler af 2016 sammenholdt med en årlig stigning på 1,0 pct. i 2015 (som dog blev trukket op af BNP-revisionen i Irland).

Ledigheden fortsatte med at falde i 2016 og lå på 9,6 pct. i december. Det er det laveste niveau siden medio 2009. Den nedgang i ledigheden, der begyndte i 1. halvår 2013, har været bredt fordelt på køn og aldersgrupper. For 2016 som helhed lå den gennemsnitlige ledighed på 10,0 pct., hvor den i 2015 lå på 10,9 pct. og i

2014 på 11,6 pct. De bredere mål for mængden af ledig kapacitet på arbejdsmarkedet ligger dog stadig højt.

Boks 2

Faktorer, som understøtter det igangværende opsving

Den økonomiske vækst i euroområdet fortsatte i 2016 til trods for øget global usikkerhed. Stigningen i BNP siden 2. kvartal 2013 har i høj grad været drevet af væksten i det private forbrug. Kraftigt øget beskæftigelse har ført til en støt stigning i den disponible realindkomst, og det har skabt grobund for en pæn vækst i forbruget, samtidig med at husholdningernes gæld løbende er blevet nedbragt. Det tyder på en vis robusthed i væksten. Desuden er der nu flere faktorer, der bidrager til den økonomiske vækst i euroområdet, bl.a. som følge af ECB's meget lempelige pengepolitik, og det peger også i retning af, at opsvinget er holdbart.

Næsten halvdelen af den samlede vækst i eurorådets BNP siden 2. kvartal 2013 kan tilskrives bidraget fra forbruget (se figur A, venstre side).¹⁰ Det kan i nogen grad betragtes som en normal tilstand, idet forbruget er den største anvendelseskomponent (ca. 55 pct. af eurorådets BNP). Alligevel står det i skærende kontrast til situationen under opsvinget i 2009-11, hvor kun 11 pct. af den samlede BNP-vækst kunne tilskrives forbruget (se figur A, højre side). Det aktuelle opsving har været meget mindre afhængigt af nettoeksporten end det tidligere, men det har også vist sig at være mere gradvist og vedholdende.

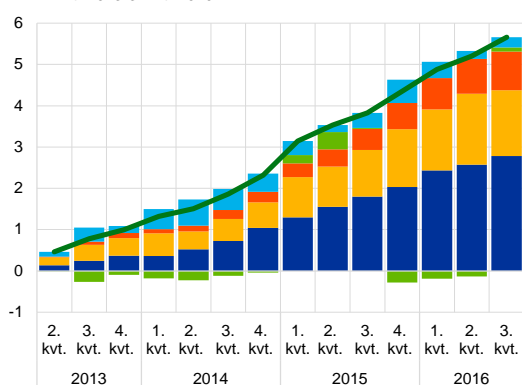
Figur A

Bidrag til BNP

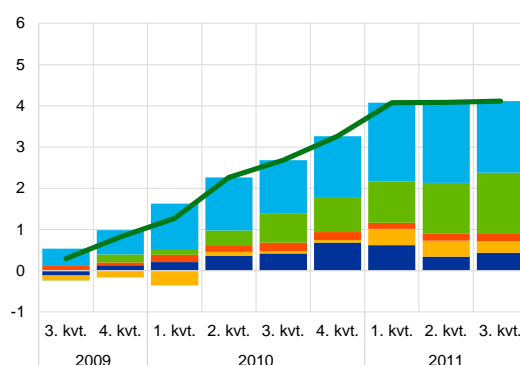
(Akkumulerede procentpoint)



2. kv. 2013-3. kv. 2016



3. kv. 2009-3. kv. 2011



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

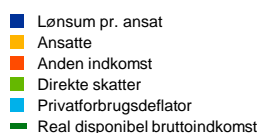
¹⁰ Konklusionen om, at det aktuelle opsving primært er forbrugsdrevet, afhænger ikke af, hvordan forbrugets rolle i opsvinget bestemmes. Et af målene til bestemmelse heraf bygger på forbrugets bidrag til den samlede BNP-vækst, et andet mål sammenligner forbrugsvæksten med BNP-væksten. I denne boks anvendes det første mål, så investeringernes stærkere konjunkturfølsomhed (dvs. kraftigere vækst i et opsving) ikke forplumrer analysen.

En afgørende faktor for holdbarheden af det igangværende opsving er, hvordan stigningen i den disponible bruttoindkomst er sammensat, og i den henseende er det nuværende opsving markant anderledes end opsvinget fra 3. kvartal 2009 til 3. kvartal 2011 (se figur B). I det nuværende opsving understøttes væksten i den disponible indkomst af en forholdsvis kraftig jobskabelse. Omvendt var væksten i den disponible indkomst i det tidligere opsving næsten udelukkende drevet af lønstigninger, mens beskæftigelsen faktisk faldt. Desuden er en del af den nominelle indkomstvækst ganske vist blevet undermineret af inflationen, men dette er sket i langt mindre grad end i det tidligere opsving, idet olieprisfaldet siden 2. halvår 2014 har givet husholdningerne en gevinst i form af øget real købekraft.

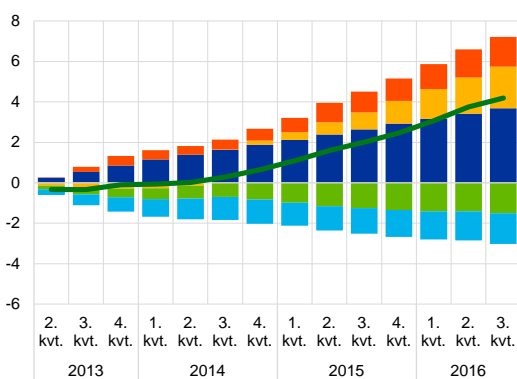
Figur B

Bidrag til disponibel realindkomst

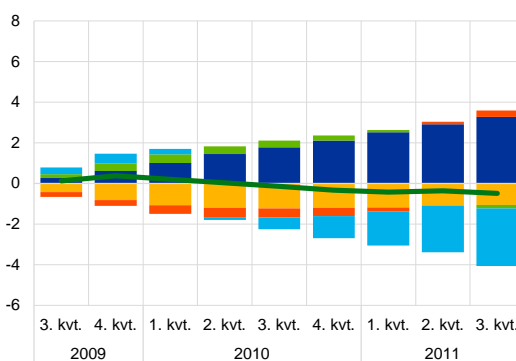
(Akkumulerede procentpoint)



2. kv. 2013-3. kv. 2016



3. kv. 2009-3. kv. 2011



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Ifølge den økonomiske teori bør husholdningernes forbrug reagere kraftigere på beskæftigelsesvækst end på vækst i reallønnen, navnlig da førstnævnte er mere vedvarende end sidstnævnte.¹¹ En stigning i beskæftigelsen i dag kan derfor indikere en kraftigere stigning i den faste indkomst end en tilsvarende lønstigning. Det er med til at forklare, hvorfor forbrugerne reagerer kraftigere på udsving i beskæftigelsesvæksten end på udsving i den aktuelle lønvækst.¹² Desuden peger mikroøkonomisk evidens på, at arbejdsløse og inaktive mennesker har en højere forbrugstilbøjelighed end dem, der er i arbejde.¹³ Da stigninger i arbejdsstyrkens samlede indkomst som følge af udsving i beskæftigelsen i høj grad er koncentreret om de inaktive og arbejdsløse, er det også med til at forklare, hvorfor forbruget alt i alt reagerer kraftigere på udsving i beskæftigelsen

¹¹ Mens den kvartalsvise vækst i beskæftigelsen har en markant positiv autokorrelation (dvs. er vedvarende), har den kvartalsvise lønvækst en meget svag autokorrelation. Den årlige vækst i beskæftigelsen er også noget mere vedvarende end den årlige lønvækst.

¹² J. Campbell og A. Deaton, "Why is consumption so smooth?", *Review of Economic Studies*, vol. 56, s. 357-373, 1989.

¹³ Yderligere evidens findes bl.a. i T. Jappelli og L. Pistaferri, "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, nr. 4, 2014, s. 107-136, J.M. Casado og J.A. Cuenca, "La recuperación del consumo en la UEM", *Boletín Económico*, Banco de España, november 2015, og *Annual Report 2015*, Banco de España.

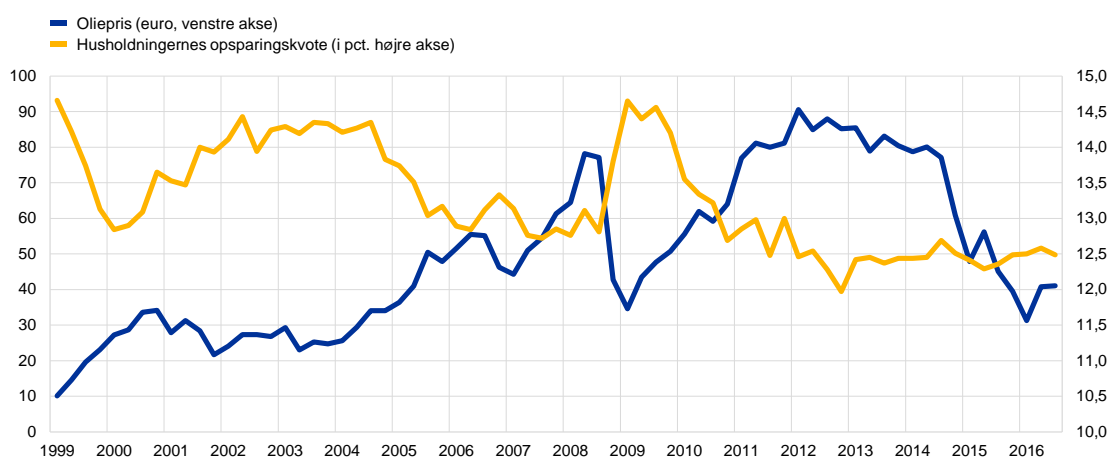
end i lønvæksten. Det større bidrag fra beskæftigelsen til den disponible realindkomst i det nuværende opsving stemmer derfor overens med en kraftigere vækst i forbruget.

Lavere energipriser har også bidraget til den solide forbrugsvækst i det igangværende opsving. Det samlede fald i olieprisen siden 2. halvår 2014 har givet husholdningerne en gevinst i form af øget real købekraft, og det har både bidraget til en støt stigning i forbruget og til en moderat stigning i husholdningernes opsparingskvote. Effekten af de lavere oliepriser på forbrugsvæksten er dog ved at forsvinde, da det meste af gevinsten nu forbruges. Historisk set reagerer forbruget typisk med en vis forsinkelse, når oliepriserne ændrer sig. På det seneste har forbruget dog reageret hurtigere på faldet i oliepriserne end i tidligere situationer, hvor oliepriserne er faldet, som det fremgår af den forholdsvis beskedne stigning i husholdningernes opsparingskvote (se figur C).

Figur C

Opsparingskvote og oliepriser

(I euro og pct.)

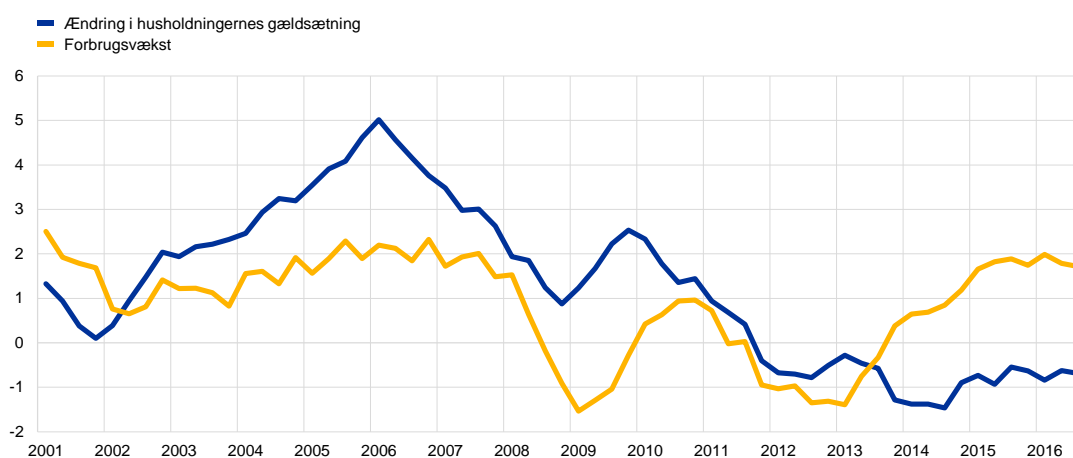


Kilder: Bloomberg Finance L.P., Eurostat og ECB's beregninger.

Figur D

Husholdningernes gældsætning og forbrug

(I procentpoint og pct.; ændring år/år baseret på kvartalsvise observationer)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Husholdningernes gældsætning defineres som långivning til husholdninger i forhold til husholdningernes nominelle disponible bruttoindkomst.

En anden faktor, der bidrager til holdbarheden af det igangværende opsving er, at den aktuelle forbrugsdrevne vækst ikke er udløst af en stigning i husholdningernes gældsætning (defineret som långivning til husholdninger i forhold til husholdningernes nominelle disponible bruttoindkomst). I modsætning til i perioden før krisen er forbrugsvæksten i euroområdet denne gang gået hånd i hånd med et gradvist fald i husholdningernes gældsætning (se figur D). Det understreger det forbrugsdrevne opsvings holdbarhed og robusthed.

Ud over stort set at være forbrugsdrevet bliver det økonomiske opsving efterhånden mere bredt funderet, idet bidraget fra indenlandske investeringer som følge af ECB's meget lempelige pengepolitik gradvis styrkes. Væksten i de faste bruttoinvesteringer bidrog med næsten en tredjedel af den samlede BNP-vækst i perioden fra 2. kvartal 2013 til 3. kvartal 2016.

Samtidig aftog eksportvæksten i 2016, idet øget global usikkerhed lagde en dæmper på den udenlandske efterspørgsel, mens de positive effekter af euroens tidligere depreciering ikke længere gjorde sig gældende. Det samlede bidrag til den økonomiske aktivitet fra de forholdsvis lave oliepriser og euroens depreciering i perioden 2014-15 aftog i 2016, hvor den effektive eurokurs var stort set stabil. Der er dog tegn på et noget kraftigere globalt opsving, og eksporten til lande uden for euroområdet forventes at tage til i takt med styrkelsen af den udenlandske efterspørgsel. Det vil bidrage til at gøre den økonomiske fremgang mere robust.

Samlet set understøttes holdbarheden af det igangværende opsving af vækst i husholdningernes indkomster som følge af stigende beskæftigelse, af den løbende nedbringelse af husholdningernes gæld og af, at den økonomiske vækst efterhånden bliver mere bredt funderet.

1.4 Udviklingen i priser og omkostninger

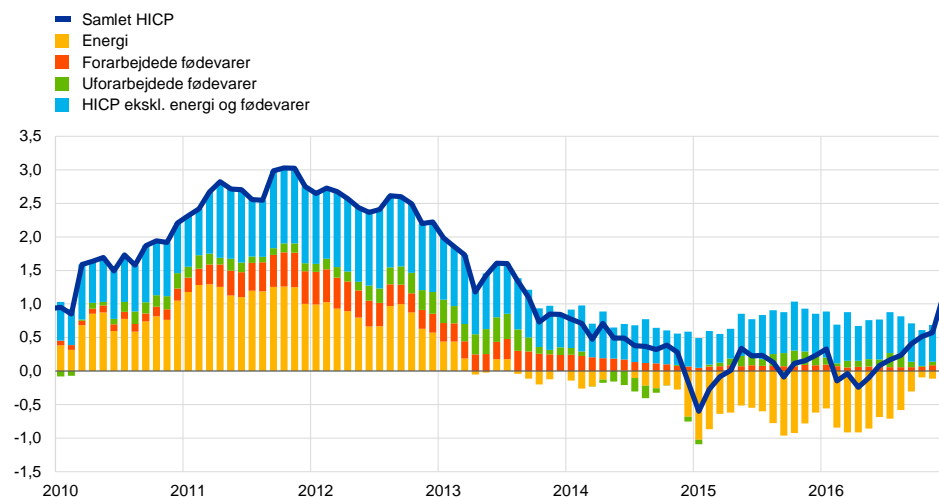
I 2016 afspejlede udviklingen i den samlede inflation i euroområdet, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, primært energiprisernes indvirkning. Det gælder både den lave eller ligefrem negative prisstigningstakt i begyndelsen af 2016 og den efterfølgende opadrettede tendens, da det negative bidrag fra energi aftog. Der var ingen tegn på en opadrettet tendens i den underliggende inflation, målt ved HICP ekskl. energi og fødevarer, der lå i intervallet 0,7 pct. til 1,0 pct. i 2016.

Den samlede inflation blev primært drevet af energipriserne

I 2016 var den samlede gennemsnitlige HICP-inflation i euroområdet 0,2 pct. mod 0,0 pct. i 2015. Udviklingen i HICP-inflationen blev primært drevet af udviklingen i energipriserne (se figur 13). Den samlede inflation var negativ i foråret, men tiltog derefter gradvist. I december var inflationen steget med mere end 1 1/4 procentpoint i forhold til lavpunktet i april.

Figur 13**HICP-inflation og bidrag fra de enkelte komponenter**

(Ændring i pct. år/år og bidrag i procentpoint)

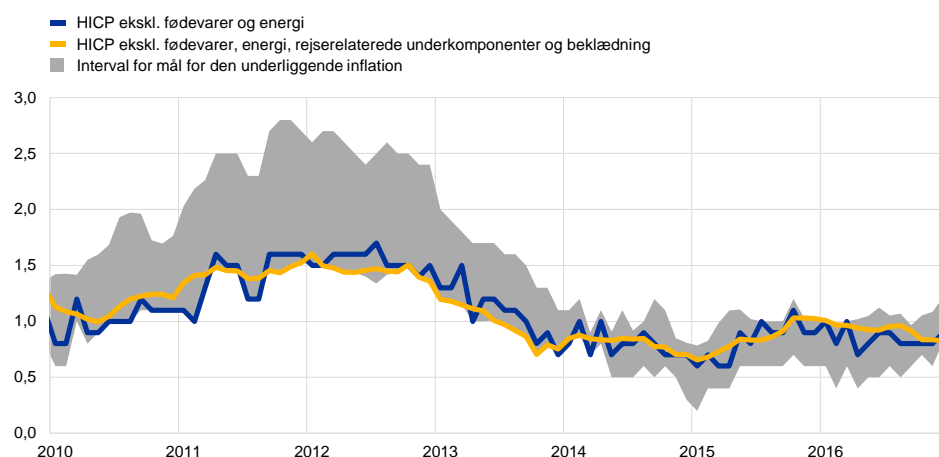


Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Forskellige alternative mål for den underliggende inflation viste derimod ingen klare tegn på en opadrettet tendens (se figur 14). HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer lå i intervallet 0,7 pct. til 1 pct. i 2016. Det manglende momentum i den underliggende inflation skyldtes dels indirekte nedadrettede effekter af tidligere kraftige fald i priserne på olie og andre råvarer, der viser sig med forsinkelse. Desuden var det indenlandske omkostningspres – især fra lønudviklingen – også fortsat afdæmpet (se også boks 3).

Figur 14**Mål for den underliggende inflation**

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: I forbindelse med underliggende mål betragtes følgende: HICP ekskl. energi; HICP ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi; HICP ekskl. fødevarer og energi; HICP ekskl. fødevarer, energi, rejserelaterede underkomponenter og beklædning; trimmet middelværdi (10 pct.) trimmet middelværdi (30 pct.); middelværdien af HICP; og et mål er baseret på en dynamisk faktormodel. De seneste observationer er for november 2016.

Hvis man ser nærmere på hovedkomponenterne i HICP, viser det sig, at prisstigningstakten for energi bidrog negativt til den samlede inflation, med -0,5 procentpoint i gennemsnit, i 2016. Det skyldtes primært udviklingen i olieprisen i euro, der især påvirker forbrugerpriserne på flydende brændstof. Udviklingen slår også igennem på forbrugerpriserne på gas, men gennemslaget er mindre direkte og svagere, og det sker med større forsinkelse.¹⁴

Prisstigningstakten for fødevarer faldt til 1,0 pct. i gennemsnit i 2016 efter at have vist en opadrettet tendens i 2015, hvor prisstigningstakten var 1,4 pct. i 4. kvartal 2015. Faldet samt udsvingene i løbet af året kunne navnlig tilskrives udviklingen i priserne på uforarbejdede fødevarer, især frugt- og grøntpriserne, der primært afspejlede midlertidige effekter som kraftige vejrrelaterede stigninger i juli og august og den efterfølgende kraftige nedadrettede korrektion i september og oktober. Prisstigningstakten for forarbejdede fødevarer var derimod omtrent stabil i løbet af året.

Den årlige vækst i priserne på industrivarer ekskl. energi steg til 0,7 pct. i januar og februar, men faldt derefter og lå på 0,3 pct. fra august til december. Faldet kunne tilskrives priserne på varige og halvvarige forbrugsgoder, som er de to komponenter i industrivarer ekskl. energi, der har det højeste importindhold, og som derfor har større sandsynlighed for at blive påvirket af apprecieringen af den nominelle effektive eurokurs, der begyndte i foråret 2015. Prisstigningstakten for ikke-varige forbrugsgoder var omtrent stabil.

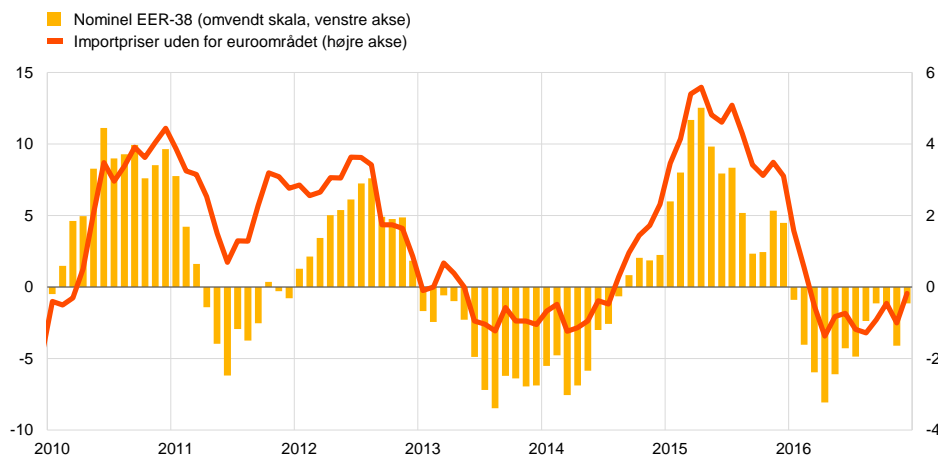
På dette område var prispresset som følge af stigende inputpriser fortsat lavt i 2016. Den årlige vækst i importpriserne faldt markant i 2015 og har været negativ siden begyndelsen af 2016, hvilket primært afspejler den direkte effekt af apprecieringen af den nominelle effektive eurokurs (se figur 15). Indenlandsk lå prisstigningstakten for producentpriser i forbrugsvareindustrien ekskl. fødevarer lige omkring nul i hele 2016. Udviklingen i producentpriser på halvfabrikata tyder på, at priserne på råolie og andre råvarer har haft en markant indvirkning i de tidligere stadier i priskæden og også en efterfølgende effekt i de senere stadier (målt i forbrugerpriser).

¹⁴ Se boksen "[Oil prices and euro area consumer energy prices](#)", *Economic Bulletin*, 2/2016, ECB.

Figur 15

Importpriser på forbrugsvarer ekskl. fødevarer og udvikling i valutakurser

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: De seneste observationer er for november for NEER-38 og oktober 2016 for importpriserne. NEER-38 er den nominelle effektive eurokurs målt over for 38 af euroområdets vigtigste handelspartners valutaer.

Prisstigningerne på tjenesteydelser lå omkring 1,1 pct. i hele 2016, hvilket er væsentligt under det langsigtede gennemsnit. Produkter, der indgår i komponenten tjenesteydelser i HICP, produceres ofte indenlandsk, hvilket betyder, at priserne på tjenesteydelser bør være tættere knyttet til udviklingen i den indenlandske efterspørgsel og lønomkostninger. Den afdæmpede udvikling afspejler derfor sandsynligvis, at der stadig er betydelig ledig kapacitet på euroområdets produkt- og arbejdsmarkeder.

Fortsat lavt indenlandsk omkostningspres

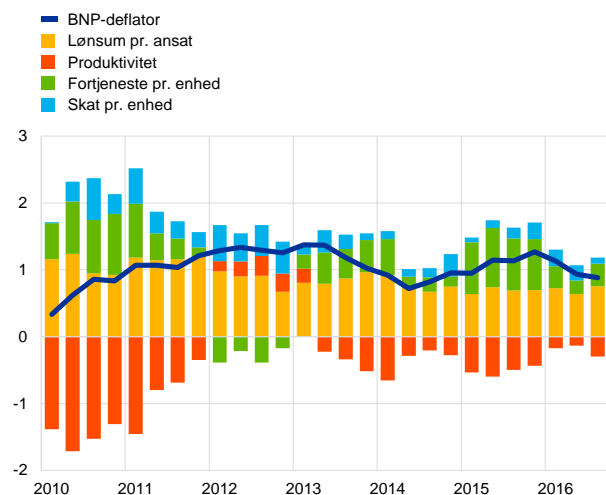
Det indenlandske omkostningspres, der skyldes lønomkostningerne, var fortsat afdæmpet i de første tre kvartaler af 2016.

Den gennemsnitlige vækst i lønsum pr. ansat og enhedslønomkostninger i euroområdet var henholdsvis 1,3 pct. og 0,9 pct. i de tre første kvartaler af 2016 (se figur 16). Den lille genopretning i enhedslønomkostningerne i 2016 i forhold til 2015 afspejlede primært et fald i væksten i arbejdskraftsproduktiviteten, mens væksten i lønsum pr. ansat fortsat var lav. Blandt forklaringerne på det afdæmpede lønpres er den fortsat betydelige ledige kapacitet på arbejdsmarkederne, strukturreformer på arbejdsmarkederne i de senere år, der har resulteret i en større nedadrettet lønflexibilitet i nogle eurolande, og lav inflation.¹⁵

¹⁵ Se boksen "[Recent wage trends in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, 3/2016, ECB.

Figur 16**BNP-deflatoren og dens underkomponenter**

(Ændring i pct. år/år og bidrag i procentpoint)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Det indenlandske omkostningspres fra udviklingen i avancerne (målt ved bruttooverskuddet af produktionen) faldt en del i 2016 i forhold til 2015. Det kunne indikere, at den opadrettede indvirkning, som forbedringer i bytteforholdet havde på avancerne på grund af de lave oliepriser, og som havde været den primære drivkraft bag stigningen i avancerne i 2015, var ved at aftage, da genopretningen af oliepriserne fortsatte i forhold til lavpunktet i begyndelsen af 2016.¹⁶ Det betød, at fortjenesten pr. produktionsenhed var den primære drivkraft bag det lille fald i den årlige vækst i BNP-deflatoren fra 4. kvartal 2015 til 3. kvartal 2016.

De langsigtede inflationsforventninger stabiliserede sig

De spørgeskemabaserede langsigtede inflationsforventninger stabiliserede sig i 2016. Survey of Professional Forecasters viste, at inflationsforventningerne på 5-års sigt var 1,8 pct. i alle fire kvartaler af 2016. De langsigtede inflationsforventninger var en smule højere, 1,9 pct., i spørgeskemaundersøgelsen fra Consensus Economics fra oktober 2016. Inflationsforventningerne, angivet ved den 5-årige inflationsindekseerede swaprente på 5-års sigt, steg efter at have nået et historisk lavpunkt i juli. De markedsbaserede langsigtede inflationsforventninger var imidlertid lavere end de spørgeskemabaserede forventninger hele året.

Boks 3**Udviklingen i den underliggende inflation: lønudviklingens rolle**

Den underliggende inflation viste fortsat ikke nogen overbevisende opadrettet tendens i 2016. I denne boks gennemgås nogle af de faktorer, der sandsynligvis har haft en afdæmpende virkning på udviklingen. Der fokuseres især på lønnens rolle i den afdæmpede inflationsudvikling.

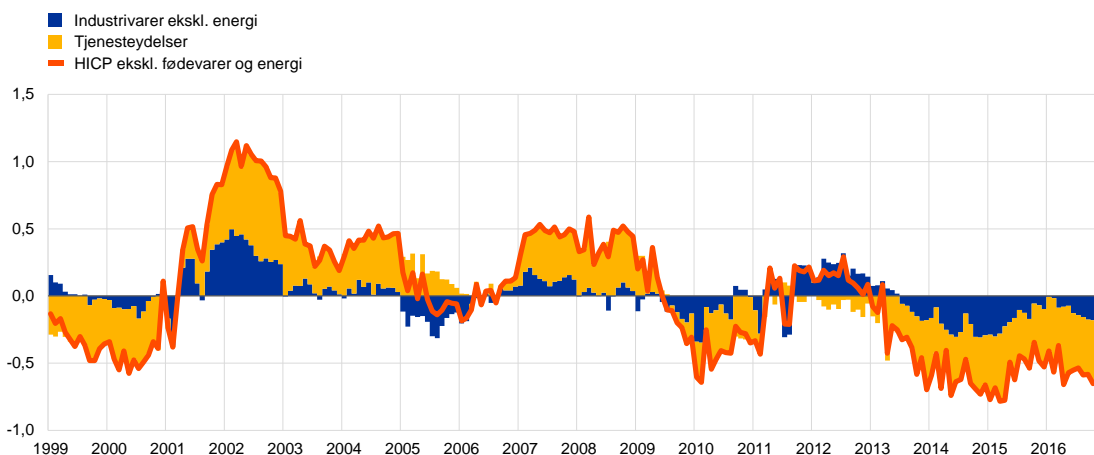
I 2016 lå HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer fortsat i intervallet 0,7 pct. til 1,0 pct., hvilket er et godt stykke under det historiske gennemsnit (se figur A). Det afspejlede navnlig de fortsat lave prisstigninger på tjenesteydelser, men blev også forstærket af den nedadrettede udvikling i prisstigningerne på industrivarer ekskl. energi efter en vis genopretning fra 2015 til begyndelsen af 2016. Noget af den afdæmpede udvikling kan forklares af nedadrettede indirekte effekter, som de lave priser på olie og andre råvarer havde på inputpriserne ved produktion af bestemte tjenesteydelser (fx transport) og forbrugsvarer (fx farmaceutiske produkter). Desuden havde den lave globale prisudvikling en afdæmpende virkning på priserne på direkte importerede forbrugsvarer.

¹⁶ Se boksen "What accounts for the recent decoupling between the euro area GDP deflator and the HICP excluding energy and food?", *Economic Bulletin*, 6/2016, ECB.

Figur A

HICP ekskl. fødevarer og energis afvigelse fra det langsigtede gennemsnit og hovedkomponenternes bidrag

(Årlige ændringer i pct. og bidrag i procentpoint)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Den røde linje viser afvigelsen i den årlige vækstrate i det harmoniserede forbrugerprisindeks HICP ekskl. fødevarer og energi fra det langsigtede gennemsnit siden 1999, som er 1,4 pct. Bidragene vises som afvigelser fra det langsigtede gennemsnit.

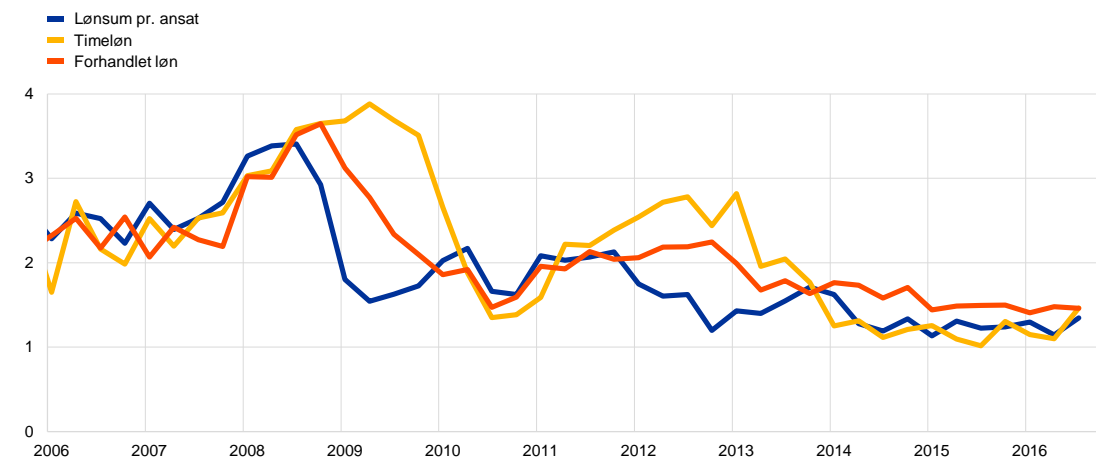
Den primære årsag til den lave underliggende inflation er imidlertid en moderat indenlandsk udvikling i priser og omkostninger. Lønninger udgør en stor del af inputomkostningerne, især i den typisk mere arbejdskraftintensive servicesektor. En ændring i den nominelle lønudvikling presser dog ikke nødvendigvis virksomhederne til at ændre deres priser, fx hvis ændringen skyldes en ændring i arbejdskraftsproduktiviteten. Når man vurderer omkostningspresset, er det derfor ofte nyttigt at analysere ændringer i enhedslønomkostningerne, der beregnes som forskellen mellem den nominelle lønudvikling og udviklingen i arbejdskraftsproduktiviteten. Endvidere kan virksomhederne vælge at tilpasse avancerne i stedet for priserne, hvis enhedslønomkostningerne ændrer sig. Det ser ud til, at enhedslønomkostningerne har udviklet sig på linje med lønudviklingen i de senere år, hvis man ser bort fra kortvarige udsving som følge af produktivtetsændringer.¹⁷

Lønudviklingen var fortsat afdæmpet i 2016 på tværs af de forskellige indikatorer. Udviklingen i de overenskomstmæssige lønninger svingede omkring et historisk lavt niveau, mens væksten i lønsum pr. ansat eller pr. time var endnu lavere (se figur B). Forskellen mellem udviklingen i de overenskomstmæssige lønninger og de faktiske lønninger indebærer en negativ lønglidning, der kan ses som en indikator for et nedadrettet pres på lønningerne. På sektorniveau er lønvæksten faldet betydeligt både i markedsservicesektoren og i industrien ekskl. byggeriet. Hvorfor er lønudviklingen så lav?

¹⁷ Den årlige vækst i enhedslønomkostningerne steg i de tre første kvartaler af 2016 i forhold til 2015, hvilket primært afspejlede en opbremsning i væksten i arbejdskraftsproduktiviteten. Den årlige vækst i enhedslønomkostningerne lå ikke desto mindre et godt stykke under det historiske gennemsnit. Med den nuværende lave inflation har en tilpasning af avancerne fungeret som stødpude for udviklingen i enhedslønomkostningerne.

Figur B**Lønudviklingen i euroområdet**

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Når man skal vurdere lønudviklingen, er det naturligt at ty til en standard Phillips-kurve model. I en sådan model bestemmes lønningerne af inflationsforventningerne (her de bagudrettede forventninger¹⁸), produktiviteten og ledigheden (se figur C). Hvis lønudviklingen opdeles på disse faktorer, tyder det på, at lønudviklingen, der var under gennemsnittet i 2016, primært skyldtes et bidrag, der var under gennemsnittet, fra tidligere inflation, samt høj ledighed. Behovet for at nedbringe ledigheden og gennemføre arbejdsmarkedsreformer i flere lande betød, at lønforhandlingerne blev mere beskæftigelsesorienterede og mindre lønorienterede. Der er også tegn på, at den nedadrettede lønstivhed er aftaget over hele euroområdet, især i de lande, der har oplevet et kraftigt negativt makroøkonomisk stød.¹⁹ Den lave inflation i de senere år kan have påvirket lønudviklingen på forskellige måder. Der kan have været mindre pres i forbindelse med lønforhandlingerne, fordi de lave oliepriser betød, at de ansattes købekraft steg. Produktivitetsvæksten har også på det seneste bidraget negativt til lønudviklingen i forhold til den langsigtede udvikling.

Fremadrettet forventes den nedadrettede virkning, som alle de ovennævnte faktorer har på lønudviklingen, gradvist at aftage. For det første forventes den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet at aftage yderligere, efterhånden som det økonomiske opsving forsætter, og arbejdsmarkedsreformer bidrager til at skabe beskæftigelse. For det andet ser indvirkningen af tidligere fald i olieprisen ud til at være ophørt, hvilket resulterer i en yderligere stigning i inflationen og mindre løntilbageholdenhed. Samlet set bør det forventede højere lønpres så slå igennem på den underliggende inflation.

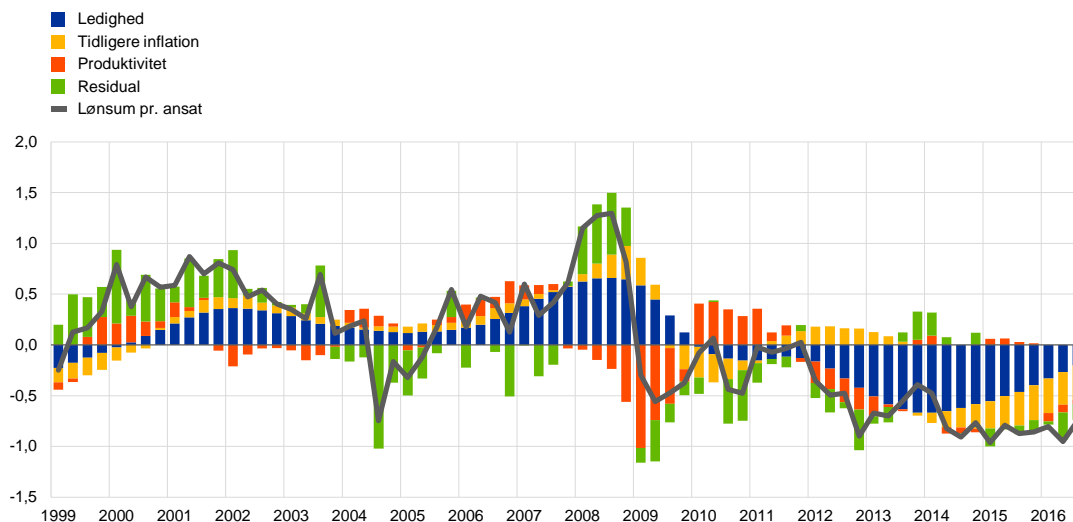
¹⁸ Herunder inflationsforventningerne, som er taget ud af den bagudrettede komponent, der ikke har den store forklarende effekt.

¹⁹ Se artiklen "[New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13](#)", *Economic Bulletin*, 5/2016, ECB, og R. Anderton, og B. Bonthuis, "[Downward Wage Rigidities in the Euro Area](#)", *Research Paper Series*, nr. 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.

Figur C

Dekomponering af lønudviklingen på baggrund af en Phillips-kurve model

(Årlige ændringer i pct. og bidrag i procentpoint; alle værdier er afvigelser fra det langsigtede gennemsnit)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Den grå linje viser afvigelsen fra det langsigtede gennemsnit for år til år-væksten i lønsum pr. ansat. Bidrag (herunder residualer) vises også som afvigelser fra bidragenes langsigtede gennemsnit. De er beregnet på grundlag af en ligning, hvor lønsum pr. ansat (annualiseret kvartalsvis vækstrate for de sæsonkorrigerede serier) regresseres mod sin egen lag, den laggede inflation, produktivitet pr. ansat, den laggede ledighed og en konstant.

1.5 Udviklingen i penge- og kreditforhold

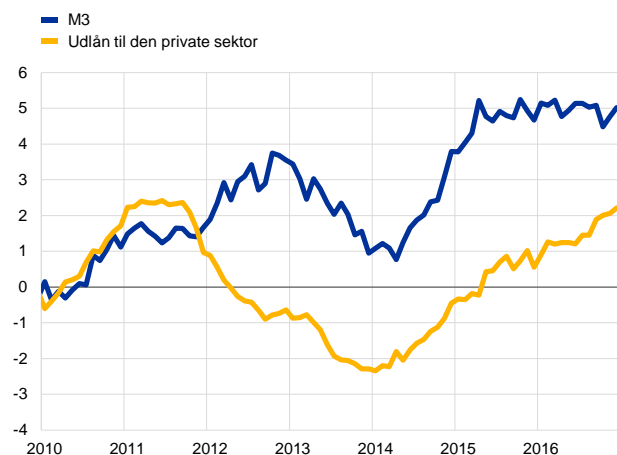
Lave renter og virkningen af ECB's pengepolitiske foranstaltninger var fortsat med til at støtte udviklingen i penge- og kreditforholdene. Væksten i pengemængden stabiliserede sig på et robust niveau i 2016, mens den gradvise stigning i kreditvæksten fortsatte.

Væksten i pengemængden var fortsat stort set stabil

Væksten i det brede pengemængdemål var fortsat stort set stabil i 2016, om end væksten i M3 aftog noget i 2. halvår (se figur 17). I december 2016 lå den årlige vækst i M3 på 5,0 pct. sammenholdt med 4,7 pct. ved udgangen af 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. 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, var stærk, men lavere end toppunktet medio 2015. Den lå på 8,8 pct. i december 2016 sammenholdt med 10,7 pct. i december 2015.

Figur 17**M3 og udlån til den private sektor**

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Hvad angår M3's øvrige hovedkomponenter, bidrog de lave renter på mindre likvide monetære aktiver til det igangværende fald i andre kortfristede indskud end dag til dag-indskud (M2 minus M1), hvilket fortsat holdt væksten i M3 nede. Væksten i omsættelige instrumenter (M3 minus M2), som vægter lavt i M3, rettede sig noget som følge af solid vækst i andele i pengemarkedsforeninger og øgede beholdninger af kortfristede gældsbeviser udstedt af banker.

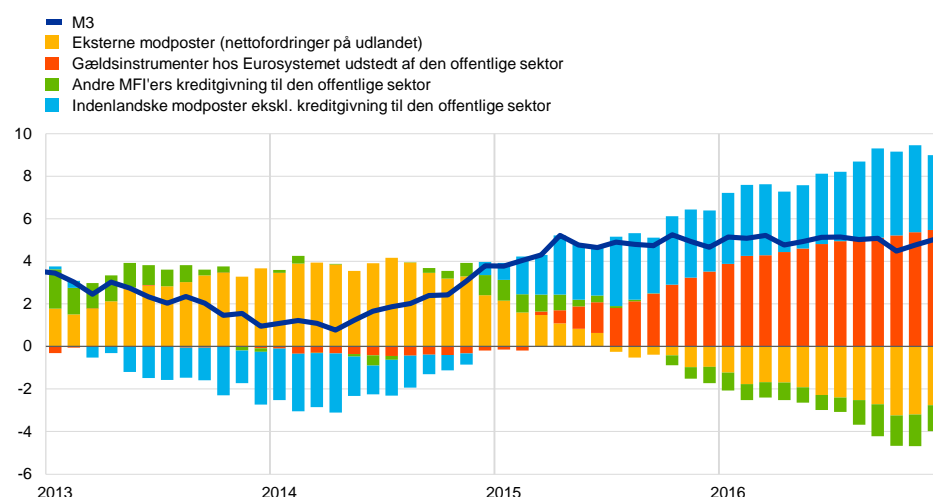
Væksten i pengemængden var igen drevet af indenlandske kilder

Andre indenlandske modposter end kreditgivning til den offentlige sektor havde en positiv effekt på væksten i M3 i 2016 (se de blå søjler i figur 18). På den ene side afspejlede det en gradvis øget vækst i kreditgivningen

til den private sektor. På den anden side var den betydelige negative årlige ændring i MFI'ernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) fortsat med til at understøtte væksten i M3. Udviklingen kunne til dels 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. At de målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) var attraktive som alternativ til langfristet markedsbaseret bankfinansiering spillede også en rolle.

Figur 18**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.

Opkøb af gældsbeviser under programmet til opkøb af aktiver udstedt af den offentlige sektor (PSPP) havde en betydelig positiv indvirkning på væksten i M3 (se

de røde søjler i figur 18). Omvendt var bidraget fra kreditgivning til den offentlige sektor fra monetære finansielle institutioner ekskl. Eurosystemet negativt (se de grønne søjler i figur 18). Imidlertid blev især euroområdet MFI-sektors nettofordringer på udlandet (som modsvarer de nettopassiver over for udlandet hos euroområdet ikke-MFI'er, der afvikles via banker) ved med at trække væksten i M3 ned (se de gule søjler i figur 18). Denne udvikling afspejlede først og fremmest løbende udstrømning af kapital fra euroområdet og porteføljustyringer i retning af investeringsinstrumenter udstedt uden for euroområdet. Ikke-residenters PSPP-relaterede salg af statsobligationer udstedt i euroområdet bidrog væsentligt til denne udvikling, da indtægterne hovedsageligt blev placeret i instrumenter udstedt uden for euroområdet.

Kreditvæksten tiltog fortsat i et moderat tempo

Den gradvise stigning i kreditvæksten skyldtes udviklingen i långivningen til den private sektor (se figur 17). Den årlige vækst i MFI'ernes kreditgivning til residerer i euroområdet (inkl. den offentlige og den private sektor) tiltog gennem hele 2016 og lå på 4,7 pct. i december sammenholdt med 2,3 pct. i december 2015. Der sås navnlig øget vækst i långivningen til ikke-finansielle selskaber, som er steget betydeligt siden lavpunktet i 1. kvartal 2014. Udviklingen blev understøttet af markante fald i bankernes udlånsrenter. Disse blev hjulpet på vej af en yderligere reduktion af bankernes finansieringsomkostninger, primært som følge af ECB's ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger. Konsolidering af bankernes balancer og den fortsat høje andel af misligholdte lån i nogle lande er dog stadig med til at dæmpe udlånsvæksten.

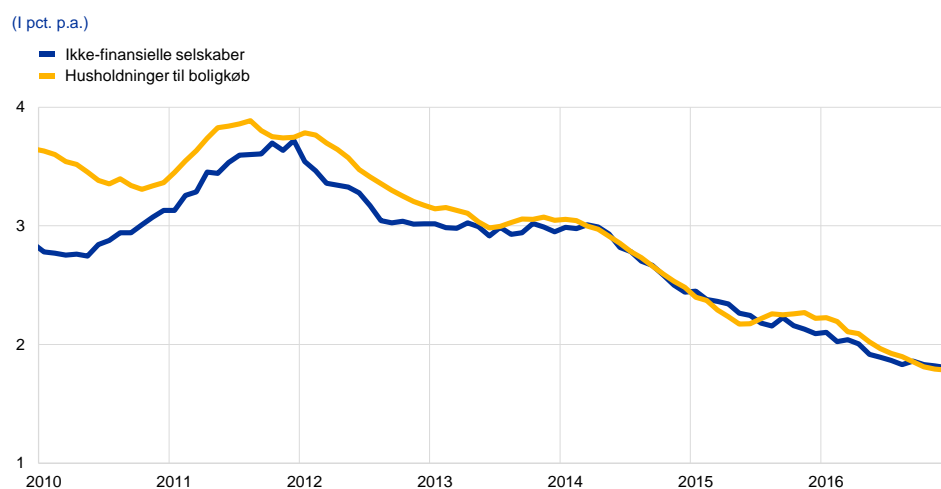
Desuden angav bankerne i ECB's udlånsundersøgelse fra januar 2017, at ændringer i efterspørgslen efter lån på tværs af kategorierne bidrog til øget vækst i långivningen, mens kreditstandarderne for lån til ikke-finansielle selskaber stort set har stabiliseret sig. Undersøgelsen viste, at det generelt lave renteniveau, aktiviteter i forbindelse med fusioner og virksomhedsopkøb, omstrukturering af virksomheder samt udsigterne for boligmarkedet var væsentlige faktorer bag stigningen i efterspørgslen efter lån. I den sammenhæng bidrog APP netto til at lempe kreditstandarderne og navnlig kreditvilkårene. Bankerne angav også, at den ekstra likviditet, der blev tildelt i forbindelse med APP og TLTRO'erne, blev anvendt til at yde lån og som erstatning for finansiering fra andre kilder. Desuden angiv de, at ECB's negative rente på indlånsfaciliteten havde en positiv effekt på udlånet, samtidig med at den bidrog til at indsnævre lånemarginerne.

Bankernes udlånsrenter over for husholdninger og ikke-finansielle selskaber faldt til et historisk lavt niveau

ECB's lempelige pengepolitik, styrkede balancer og mindre fragmentering på de finansielle markeder har generelt bidraget til et fald i bankernes sammensatte finansieringsomkostninger, som nåede det laveste niveau nogensinde. Siden juni 2014 har bankerne ladet de faldende finansieringsomkostninger komme kunderne til

gode via udlånsrenterne (se figur 19), der også er faldet til det laveste niveau nogensinde. Fra primo juni 2014 (hvor ECB begyndte at lempe kreditgivningen) til december 2016 faldt bankernes sammensatte udlånsrenter for ikke-finansielle selskaber og husholdninger med ca. 110 basispoint. Desuden sås en fortsat harmonisering af bankernes udlånsrenter for både ikke-finansielle selskaber og husholdninger landene imellem.

Figur 19
Bankernes sammensatte udlånsrenter over for ikke-finansielle selskaber og husholdninger



Kilde: ECB.

Anm.: Indikatoren for bankernes sammensatte udlånsrente beregnes ved at aggregere korte og lange renter ved brug af et 24-måneders glidende gennemsnit for nye forretninger.

1.6 Finanspolitik og strukturreformer

Euroområdetets budgetunderskud fortsatte med at falde i 2016, hovedsagelig som følge af lavere rentebetalinger og gunstige konjunkturforskel, mens finanspolitikken var lempelig. Euroområdetets offentlige gæld som andel af BNP fortsatte med at falde. En række lande har dog stadig et højt gælds niveau, og der er således behov for en yderligere finanspolitisk indsats og en mere vækstfremmende finanspolitik for at sikre en nedgang i den offentlige gældskvote. Euroområdetets vækstpotentiale kan øges ved bl.a. at optrappe reformindsatsen på erhvervs- og reguleringsområdet. Desuden er der behov for omfattende arbejdsmarkedsreformer for at sætte skub i beskæftigelsen.

Budgetunderskuddet faldt yderligere i 2016

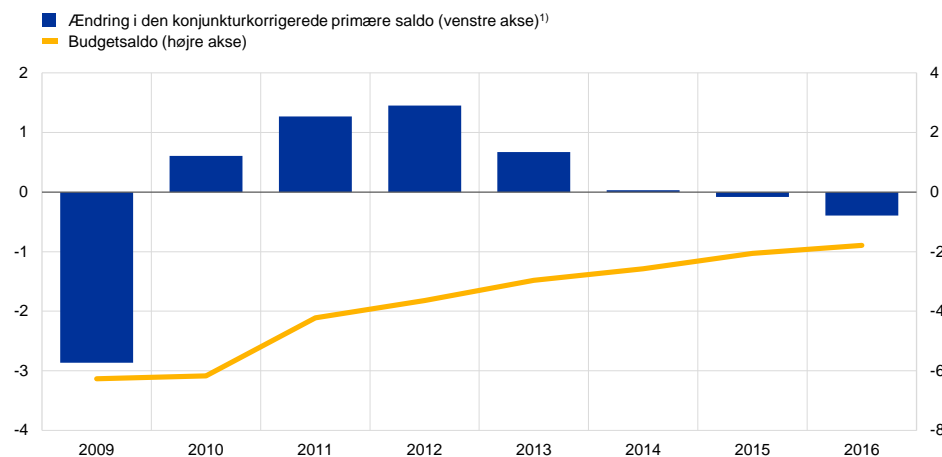
Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2016 faldt euroområdetets offentlige underskud fra 2,1 pct. af BNP i 2015 til 1,8 pct. af BNP i 2016 (se figur 20). Det er stort set i overensstemmelse med Europa-Kommissionens vinterprognose 2017. Det lavere underskud kan tilskrives lavere rentebetalinger og gunstige konjunkturforskel, som mere end opvejede forværringen af den

konjunkturkorrigerede primære budgetsaldo. Forbedringen af euroområdet samlede budgetunderskud afspejlede en forbedret budgetstilling i de fleste eurolande.

Figur 20

Budgetsaldo og finanspolitisk stramhedsgrad

(I pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2016.

1) Ændring i den konjunkturkorrigerede primære saldo ekskl. budgetvirkningen af offentlig støtte til den finansielle sektor.

Den finanspolitiske stramhedsgrad i euroområdet, målt ved ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo ekskl. budgetvirkningen af offentlig støtte til den finansielle sektor, var lempelig i 2016 (se figur 20).²⁰ Den primære årsag var en række eurolandes diskretionære tiltag på indtægtsiden, fx nedsættelser af direkte skatter. Et andet bidrag kom fra den forholdsvis dynamiske vækst i sociale ydelser og forbrug af halvfabrikata. Der er tegn på, at en række lande kan have brugt en del af deres rentebesparelser på at øge det primære forbrug frem for at nedbringe den offentlige gæld eller opbygge stødpuder. Flytningestrømmen havde en mindre indvirkning på de offentlige finanser end året før.

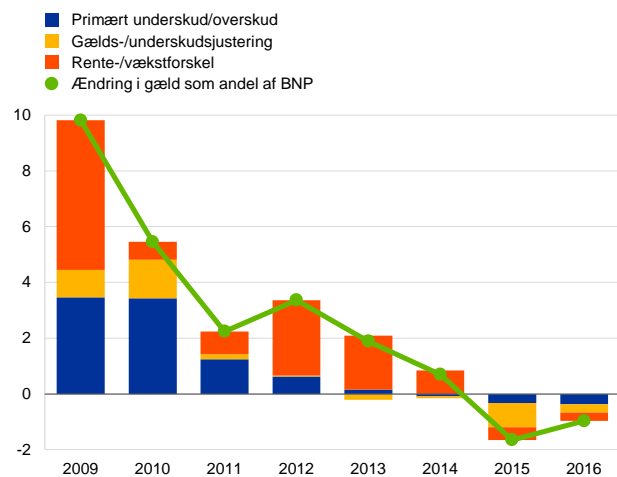
Euroområdets offentlige gæld som andel af BNP fortsatte med at falde

Euroområdets offentlige gæld som andel af BNP fortsatte med at falde gradvis fra toppunktet i 2014. Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger faldt gælden som andel af BNP fra 90,4 pct. i 2015 til 89,4 pct. i 2016. Forbedringen i 2016 havde tre nogenlunde lige store drivkræfter: i) en gunstig udvikling i spændet mellem rente og vækst, på baggrund af lave renter og et økonomisk opsving, ii) små overskud på den primære saldo og iii) negative gælds-/underskudsjusteringer (se figur 21).

²⁰ Den finanspolitiske stramhedsgrad i euroområdet er beskrevet nærmere i artiklen "[The euro area fiscal stance](#)", *Economic Bulletin*, 4/2016, ECB. Det er ikke ligetil at vurdere, i hvor høj grad finanspolitikens stramhedsgrad i euroområdet er hensigtsmæssig. I vurderingen skal forskellige målsætninger afvejes mod hinanden, fx behovet for holdbarhed og stabilisering, og der bør tages højde for måleproblemer, især hvad angår produktionsgabet.

Figur 21**Faktorer bag den offentlige gæld**

(/Ændring i pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2016.

Nogle få lande har dog stadig en høj offentlig gæld, som endda er stigende. Det giver så meget desto mere anledning til bekymring, fordi en høj offentlig gældsbyrde gør økonomien mere sårbar over for makroøkonomiske stød og ustabilitet på de finansielle markeder og begrænser mulighederne for, at finanspolitikken kan bruges som støddæmper.²¹ Lande med en høj gæld som andel af BNP bør således sørge for støt at nedbringe den offentlige gæld i fuld overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagten. På længere sigt er det også afgørende at mindske den risiko, der er forbundet med gældens holdbarhed, i lyset af de betydelige udfordringer som følge af den aldrende befolkning i form af stigende udgifter til pension, sundhedspleje og langtidspleje. Europa-Kommissionens sundhedsrapport 2016 pegede på de områder, hvor der er mest behov for reformer i EU-landene for at begrænse udgiftspresset inden for sundhed og langtidspleje.²²

Det finanspolitiske råderum varierede mellem landene

Yderligere finanspolitisk konsolidering, som skal sikre de offentlige finansers holdbarhed, er en nødvendighed for adskillige eurolande, mens andre lande har finanspolitisk råderum og stadig overholder stabilitets- og vækstpagten fuldt ud. Stabilitets- og vækstpagten giver en vis fleksibilitet, som kan medvirke til at opfylde de enkelte landes behov for stabilisering. For eksempel giver stabilitets- og vækstpagten et vist råderum med hensyn til offentlige investeringer og omkostningerne ved strukturreformer.

Det finanspolitiske råderum, og hvordan det udnyttes, varierer mellem eurolandene. Nogle lande, fx Tyskland, udnyttede deres finanspolitiske råderum til bl.a. at absorbere den betydelige budgetvirkning fra flytningestrømmen. Lande uden finanspolitisk råderum skulle derimod indføre finanspolitiske foranstaltninger for at overholde stabilitets- og vækstpagtens krav. Nogle lande, fx Italien, Letland og Litauen, nød også godt af at have mulighed for at operere med et større underskud ifølge stabilitets- og vækstpagtens fleksibilitetsbestemmelse vedrørende offentlige investeringer, pensionsreformer og strukturreformer.

For at udnytte det finanspolitiske råderum bedst muligt bør landene rette deres finanspolitiske indsats mod skræddersyede offentlige investeringer, som kan forventes at yde et vedvarende bidrag til den økonomiske vækst på mellemlangt sigt. Selv om de makroøkonomiske effekters omfang er usikkert, kan offentlige

²¹ Se artiklen "Government debt reduction strategies in the euro area", *Economic Bulletin*, 3/2016, ECB.

²² Se "Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability", Institutional Paper 37, Europa-Kommissionen, oktober 2016.

investeringer forventes at medføre positive virkninger på efterspørgslen og større potentiel produktion ved at øge beholdningen af offentlig kapital.²³

Endvidere bør landene også tilstræbe en mere vækstvenlig sammensætning af finanspolitikker med sigte på økonomisk stabilisering. På udgiftssiden er gennemgang af udgifterne en lovende mulighed for at identificere ydelser, der ikke nødvendigvis medfører øget velfærd, og som bidrager til mere effektiv udnyttelse af offentlige midler. På indtægtssiden er et mere vækstvenligt skattesystem og begrænsning af skatteunddragelse vigtige reformområder i en række lande. Navnlig reduktion af skattekiln for arbejde, dvs. skattebyrden på lønindkomst som følge af personlig indkomstskat og sociale bidrag, kan have positive effekter på vækst og beskæftigelse.²⁴

Overholdelsen af EU's finanspolitiske regler varierede mellem landene

Landene skal sikre streng overholdelse af stabilitets- og vækstpacten og sørge for rettidig korrektion af risiciene for gældens holdbarhed. I 2016 varierede overholdelsen af stabilitets- og vækstpacten en del mellem eurolandene, og hvad angår gennemførelse, ville en mere målbevidst anvendelse af de finanspolitiske regler have været på sin plads for at bevare stabilitets- og vækstpactens troværdighed i fuldt omfang.

Budgetkonsolideringen skrider frem, og det har også hjulpet adskillige lande ud af proceduren for uforholdsmæssigt store budgetunderskud. I 2016 blev budgetunderskudsproceduren afsluttet rettidigt for Irland og Slovenien samt for Cypern, som endda var et år forud for fristen i budgetunderskudsproceduren. Frankrig, Spanien og Portugal var de eneste eurolande, der stadig var under stabilitets- og vækstpactens korrigerende del i begyndelsen af 2017.²⁵

Ikke desto mindre konstaterede Europa-Kommissionen store konsolideringsgab i flere eurolande, hvad angår stabilitets- og vækstpactens krav, vedrørende 2016 og derefter. Det gav dog ikke anledning til nogen betydelig optrapning af de respektive procedurer i stabilitets- og vækstpacten.²⁶ For eksempel undersøgte Kommissionen, i forbindelse med de landespecifikke henstillinger, der blev offentliggjort i maj 2016, manglende overholdelse af gældskriteriet i Belgien, Italien og Finland i 2015. På baggrund af vurderingen af det numeriske gældsbenchmark og/eller de relevante faktorer, der fremgik af stabilitets- og vækstpacten, besluttede Kommissionen ikke at indlede en budgetunderskudsprocedure. Selv om Spanien og Portugal ikke havde indført effektive foranstaltninger, fulgte Rådet i august 2016 Kommissionens

²³ Se artiklen "[Public investment in Europe](#)", *Economic Bulletin*, 2/2016, ECB.

²⁴ Se fx Attinasi et al., "[Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries](#)", Discussion Paper nr. 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

²⁵ Grækenland har et finansielt støtteprogram og er derfor ikke omfattet af vurderingen af overholdelsen af stabilitets- og vækstpacten som led i budgetovervågningen.

²⁶ Se boksen "[Country-specific recommendations for fiscal policies under the 2016 European Semester](#)", *Economic Bulletin*, 4/2016, ECB.

anbefaling om ikke at pålægge bøder. I stedet for blev Spaniens tidsfrist under budgetunderskudsproceduren forlænget med to år til 2018, og tilpasningskravet blev reduceret betydeligt. For Portugal, som led under budgetvirkningerne af støtten til den finansielle sektor i 2015, blev tidsfristen under budgetunderskudsproceduren forlænget med et år til 2016. Desuden fremsatte Kommissionen ikke forslag om at suspendere dele af de europæiske struktur- og investeringsfonde.

Den 16. november 2016 offentliggjorde Europa-Kommissionen sin vurdering af budgetudkastene for 2017. Kommissionen fandt, at seks lande under den forebyggende del, nemlig Belgien, Italien, Cypern, Litauen, Slovenien og Finland, havde risiko for manglende overholdelse af stabilitets- og vækstpagtens krav.²⁷ Blandt landene under den korrigerende del fandt Kommissionen, at Frankrig og – efter at have fremsendt et ajourført budgetudkast – også Spanien stort set overholdt stabilitets- og vækstpagtens bestemmelser. Portugal forventes at overskride tærsklen for en betydelig afvigelse, men kun med en meget lille margin. Den 5. december 2016 meddelte Eurogruppen, at de lande, der stadig var under stabilitets- og vækstpagtens korrigerende del, skulle sørge for rettidig korrektion af deres uforholdsmæssigt store underskud, efterfulgt af passende konvergens mod målsætningen på mellemlangt sigt og efterlevelse af gældsreglen.²⁸

Bedre institutioner er nøglen til øget potentiel vækst

Selv om den økonomiske genopretning er i gang, er der fortsat strukturelle udfordringer for væksten i euroområdet på mellemlangt til langt sigt. En svag produktivitetsvækst, høje gælds niveauer og strukturel ledighed udgør hindringer for en stærkere økonomisk vækst og betyder, at der er behov for ny fremdrift fra politikker rettet mod udbudssiden. Der er meget, der tyder på, at et svagt trend-BNP og svag beskæftigelsesvækst er forbundet med nationale institutioners lavere kvalitet (fx hvad angår kontrol med korruption og retsstaten) samt med stive strukturer på arbejds- og produktmarkedet.²⁹ Faktisk er sunde institutioner og økonomiske strukturer afgørende for euroområdets robusthed og langsigtede velstand (se figur 22).³⁰

²⁷ Se [meddelelse](#) fra Kommissionen, som blev offentliggjort den 16. november 2016. En analyse af Kommissionens vurdering findes i boksen "[Review of draft budgetary plans for 2017 and the budgetary situation for the euro area as a whole](#)", *Economic Bulletin*, 8/2016, ECB.

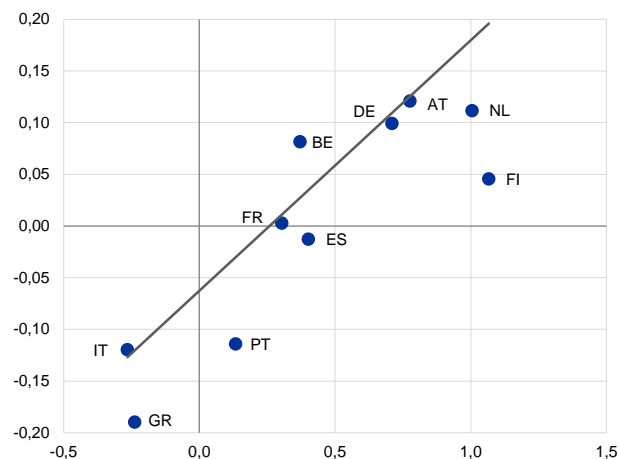
²⁸ Se Eurogruppens [erklæring](#), som blev offentliggjort den 5. december 2016.

²⁹ Se fx Masuch et al., "[Institutions, public debt and growth in Europe](#)", *Working Paper Series*, nr. 1963, ECB, september 2016.

³⁰ Se også artiklen "[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)", *Economic Bulletin*, 5/2016, ECB.

Figur 22**Forbindelse mellem institutioner og vækst i Europa**

(X-aksen: institutionel kvalitet i 1999; y-aksen: faktisk – forventet vækst 1999-2016)



Kilder: Eurostat, Verdensbanken og ECB's beregninger

Anm.: Institutionel kvalitet måles som et gennemsnit af Verdensbankens seks Worldwide Governance Indicators (stemme og ansvarlighed, regeringseffektivitet, retsstaten, lovgivningens kvalitet, kontrol med korruption, og politisk stabilitet samt fravær af vold). På y-aksen er den forventede vækst resultatet af en simpel "catching-up"-regression, hvor den gennemsnitlige BNP-vækst pr. indbygger mellem 1999 og 2016 kun afhænger af BNP-væksten pr. indbygger i 1999 og et konstantled.

En række indikatorer peger på, at reformtempoet i euroområdet er aftaget betydeligt efter 2013, og at gennemførelsen af reformer er faldet tilbage til niveauet før krisen.³¹ Det langsommere reformtempo er beklageligt, da der allerede er eksempler på, at troværdige og målrettede reformer, som blev implementeret under krisen, har medført betydelige fordele for de pågældende eurolande.³²

En træg reformindsats giver anledning til bekymringer om udsigterne for vækst og beskæftigelse i euroområdet og blokerer for yderligere forbedringer af ØMU'ens evne til at absorbere stød. Tabel 1 viser fremskridtene med efterlevelsen af Europa-Kommissionens landespecifikke henstillinger for 2016. Det fremgår tydeligt, at der er gjort ret begrænsede fremskridt med gennemførelsen af reformer blandt eurolandene. For eksempel blev ingen af henstillingerne fuldt gennemført, og kun to af dem blev gennemført i betydelig grad. De fleste eurolande har dog gennemført henstillingerne i en vis grad i 2016, hvad angår rammebetingelserne (fx forbedring af

rammerne for konkurs, forbedring af gældssanering i den private sektor og øget adgang til finansiering for små og mellemstore virksomheder). Hvad angår finanspolitiske strukturreformer, blev der med foranstaltningerne stadig fokuseret på at reducere skatteken for arbejde, og nogle eurolande forsøgte derudover også at forbedre effektiviteten i den offentlige forvaltning og skatteopkrævningen. Med hensyn til arbejdsmarkedsreformer eller foranstaltninger til fremme af konkurrenceevnen i servicesektorerne har de fleste eurolande gjort langt mere begrænsede fremskridt, om overhovedet nogen. Hvis der er gennemført reformer, har det hovedsagelig været en fragmenteret proces. Det har betydet, at der ikke er taget højde for potentielt vigtige sammenhænge mellem forskellige reformområder, og landene er gået glip af muligheder for fuldt ud at kunne internalisere effekter, der stimulerer efterspørgslen, og som opstår som følge af forventninger om højere indtægter i fremtiden.³³

³¹ Se fx [Going for Growth Interim Report](#), OECD, 2016.

³² Se fx boksen "Recent employment dynamics and structural reforms" i artiklen "[The employment-GDP relationship since the crisis](#)", *Economic Bulletin*, 6/2016, ECB, som viser, at reformlandene øgede beskæftigelsen i forhold til BNP under genopretningen, eller boksen "Episodes of unemployment decline in the euro area and the role of structural reforms" i artiklen "[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)", *Economic Bulletin*, 5/2016, ECB, som viser, at episoder med opsugning af ledighed ofte er forbundet med foregående perioder med strukturreformer.

³³ Se fx J. Fernández-Villaverde, P. Guerrón-Quintana, og J. F. Rubio-Ramírez, "[Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound](#)", *IMF Economic Review*, vol. 62(2), 2014, s. 248-260.

Tabel 1

Europa-Kommissionens vurdering af gennemførelsen af landespecifikke henstillinger fra 2016

Reformhenstillinger	BE	DE	EE	IE	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	
1	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange



Kilde: Europa-Kommissionen.

Anm.: Grækenland indgik ikke i det europæiske semester i 2016, fordi landet var i gang med makroøkonomiske tilpasningsprogrammer og derfor ikke modtog landespecifikke henstillinger. Følgende kategorier anvendes i vurderingen af fremskridt med de landespecifikke henstillinger for 2016: Ikke gennemført: medlemslandet har ikke troværdigt annonceret eller vedtaget tiltag til at imødekomme henstillingen. Gennemført i begrænset grad: medlemslandet har annonceret visse tiltag, som dog kun i begrænset grad imødekommer henstillingen, og/eller medlemslandet har fremsat forslag til retsakter for regeringen eller lovgiveren, som dog ikke er vedtaget endnu, og der kræves et betydeligt yderligere ikke-retligt arbejde, før henstillingen bliver gennemført, og/eller medlemslandet har fremsat forslag til ikke-lovgivningsmæssige retsakter, der kræves for at imødekomme henstillingen. Gennemført i en vis grad: medlemslandet har vedtaget tiltag, der delvis imødekommer henstillingen, og/eller har vedtaget tiltag, der imødekommer henstillingen, men der kræves stadig en betydelig mængde arbejde for at imødekomme henstillingen fuldt ud, da kun få af de vedtagne tiltag er implementeret. Gennemført i betydelig grad: medlemslandet har vedtaget tiltag, der langt hen ad vejen imødekommer henstillingen, og de fleste er implementeret. Fuldt gennemført: medlemslandet har implementeret alle de tiltag, der er behov for, for at imødekomme henstillingen hensigtsmæssigt. Dette er en oversigtstabel. Fordelingen af de landespecifikke henstillinger på politikområder er nærmere beskrevet på Europa-Kommissionens europæiske semesters [websted](#).

Alt i alt bør landene øge gennemførelsen af erhvervsvenlige reformer. Som nævnt ovenfor blev der gjort en vis indsats for at forbedre erhvervs- og reguleringsforholdene i 2016, men de senere års fremskridt har været alt for begrænsede til at bringe eurolandene på linje med de lande i verden, der klarer sig bedst. Som det fremgår af boks 4, er der stadig et stort, uudnyttet potentiale for reformer, der kan sætte skub i produktiviteten og beskæftigelsen. Ud over tiltag til forbedring af offentlige infrastrukturer ville forbedringer af rammerne for konkurs og fremme af konkurrencen på produkt- og servicemarkederne også bidrage til at øge investeringerne og i sidste ende den samlede efterspørgsel. Der er brug for omfattende arbejdsmarkedsreformer for at supplere disse reformprioriteter og for at øge fleksibiliteten på arbejdsmarkedet, reducere segmenteringen mellem forskellige slags ansættelseskontrakter og gøre noget ved kompetenceskævheder. Politikker rettet mod udvikling af menneskelig kapital og arbejdskraftens bevægelighed samt aktive arbejdsmarkedsprogrammer bør også optrappes for at afhjælpe den høje ledighed. En mere effektiv offentlig forvaltning ville også fremme produktivitetsvæksten og gavne den private sektor.

Der er også behov for fornyet fremdrift i reformindsatsen på EU-plan. Den nye økonomiske styringsstruktur, der er forankret i Kommissionens europæiske semester, bør fremme gennemførelsen af reformer i hele euroområdet. De begrænsede fremskridt, der er understreget ovenfor, viser dog, at der er lang vej igen. For eksempel er der, som skitseret i de fem formænds rapport³⁴, der blev offentliggjort i 2015, behov for en mere bindende konvergens mod robuste

³⁴ J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, og M. Schulz, "Completing Europe's Economic and Monetary Union", Europa-Kommissionen, juni 2015.

økonomiske strukturer på mellemlangt til langt sigt. En indsats for at øge fremskridtene med det indre marked, etablere en ægte kapitalmarkedsunion og færdiggøre bankunionen vil også bidrage til et mere robust og vækstvenligt euroområde.

Boks 4

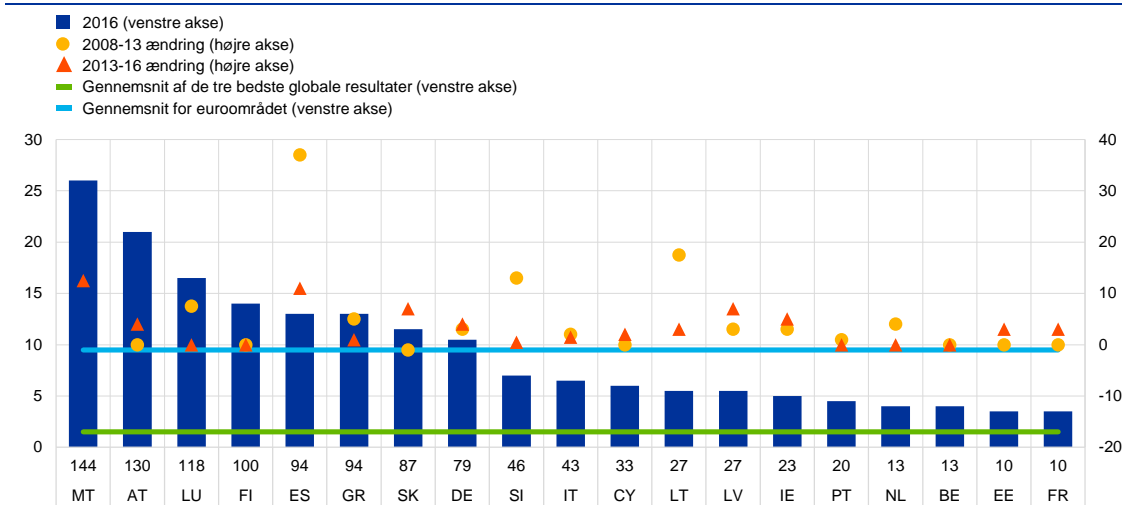
Reformprioriteter i euroområdet vedrørende erhvervslivet og produktmarkederne

Der er masser af plads til reformer i euroområdet med sigte på at skabe et mere erhvervsvenligt klima, forbedring af rammerne for konkurs og fremme af konkurrencen på produkt- og servicemarkederne. Sådanne reformer er afgørende for at sætte skub i produktiviteten, tiltrække udenlandske direkte investeringer, øge dynamikken i erhvervslivet og stimulere investeringerne i euroområdet. Betydningen af erhvervsvenlig praksis blev også understreget i investeringsplanen for Europa.³⁵ Med det formål at supplere og videreudvikle nogle af de ideer, der er fremført i hovedteksten, ses der i denne boks nærmere på prioritetsområderne for reformer i euroområdet, og der gøres status. Desuden berøres benchmarking som et muligt værktøj til at tilføre reformprocessen ny energi.

I en række økonomier i euroområdet er erhvervs klimaet stadig ikke imødekommende på grund af stærkt regulerede produkt- og arbejdsmarkeder og dårligt fungerende rammer for konkurs. I Verdensbankens rapport "Doing Business 2017",³⁶ er der ingen eurolande blandt de 10 lande i verden, som klarer sig bedst, for det samlede segment. På samme måde ligger forretningspraksis i euroområdet et stykke fra praksis i de lande i verden, der klarer sig bedst. For eksempel tager en konkursbehandling i gennemsnit lidt under to år i euroområdet, hvilket er tre gange så længe som gennemsnittet for de tre lande i verden, der klarer sig bedst. Desuden tager det i gennemsnit over 600 dage at fuldbyrde en kontrakt i euroområdet, men kun ca. 200 dage i de tre lande i verden, som klarer sig bedst. Endvidere er der stadig stor variation i forretningspraksis på tværs af euroområdet. For eksempel tager det under fire dage at oprette en virksomhed i Estland, mens det tager næsten en måned på Malta (se figur A). I New Zealand – som er det land i verden, der klarer sig bedst på dette område – tager det under en dag. I euroområdet kræver det i gennemsnit fem procedurer at oprette en virksomhed. Det spænder fra tre procedurer i Belgien, Estland, Finland og Irland til ni i Tyskland og på Malta (se figur B), mens det land i verden, som klarer sig bedst, kun har én procedure.

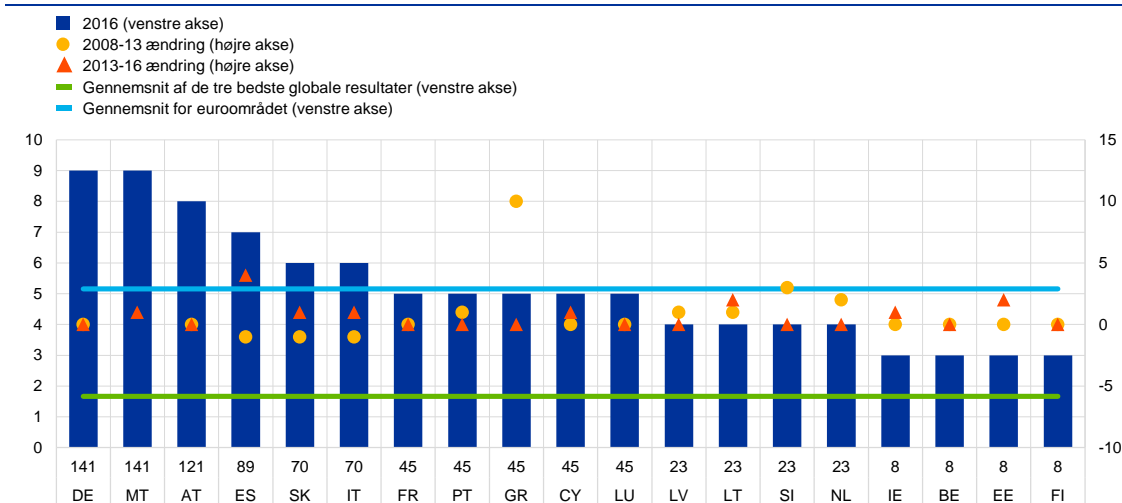
³⁵ Se også Det Europæiske Råds [konklusioner](#) om den tredje søjle i investeringsplanen for Europa, som identificerer en række barrierer for investeringerne.

³⁶ Som illustration vises en oversigt over indikatorerne på nogle få specifikke områder ifølge Verdensbankens rapport *Doing Business 2017*. Der kan drages lignende konklusioner ud fra forskellige andre indikatorer (fx OECD's sektorreguleringsindikatorer eller World Economic Forums indikatorer for global konkurrenceevne).

Figur A**Antal dage for at oprette en virksomhed**

Kilder: *Doing Business 2017*, Verdensbanken, og ECB's beregninger.

Anm.: Venstre akse: Jo højere værdi, jo dyrere er det at oprette en virksomhed, målt ved tidsforbruget for oprettelse af en virksomhed. Som et mål for de implementerede reformer viser højre akse ændringen i det antal dage, det tager at oprette en virksomhed, i henholdsvis perioden 2008-13 (gule prikker) og 2013-16 (røde trekanten). En ændring i gennemførelsen af reformer, som er større (mindre) end nul, betyder, at et land flytter sig tættere på (længere fra) bedste praksis. Tallene under søjlerne angiver de pågældende landes placering i verden. Der foreligger ikke noget tal for Malta for 2008.

Figur B**Antal procedurer for at oprette en virksomhed**

Kilder: *Doing Business 2017*, Verdensbanken, og ECB's beregninger.

Anm.: Venstre akse: Jo højere værdi, jo dyrere er det at oprette en virksomhed, målt ved det antal procedurer, der kræves for at oprette en virksomhed. Som et mål for de implementerede reformer viser højre akse ændringen i det antal procedurer, der kræves for at oprette en virksomhed, i henholdsvis perioden 2008-13 (gule prikker) og 2013-16 (røde trekanten). En ændring i gennemførelsen af reformer, som er større (mindre) end nul, betyder, at et land flytter sig tættere på (længere fra) bedste praksis. Tallene under søjlerne angiver de pågældende landes placering i verden. Der foreligger ikke noget tal for Malta for 2008.

Punkter, der bør stå højt på euroområdet reformdagsorden, er reformer med sigte på at styrke lovgivningsmiljøet og retsstaten, reformer, der medfører mere effektiv afvikling af misligholdte lån og fjerner hindringer for åbning og lukning af virksomheder, sammen med tiltag imod unødigt komplicerede administrationsprocedurer og ineffektive rammer for konkurs. Som omtalt i hovedteksten er det gået særlig træt med at gennemføre erhvervsvenlige reformer i de senere år.

Det betyder, at der er behov for fornyet fremdrift på disse politikområder.³⁷ Ud over de forskellige tiltag for at stimulere reformaktiviteten i euroområdet, som er omtalt i hovedteksten, kan benchmarking også bidrage til reformindsatsen rettet mod erhvervslivet og produktmarkederne. Strukturelle indikatorer bør primært betragtes som eksempler på erhvervmiljøet i et givet land, men de kan også bidrage til at kortlægge bedste praksis og sætte mål. De spiller således en vigtig rolle i benchmarkingprocessen.

2 Pengepolitik til støtte for genopretningen i euroområdet og en inflationsstigning

2.1 Behovet for yderligere pengepolitiske foranstaltninger i 2016

Forværrede økonomiske og finansielle forhold affødte nøje overvågning i begyndelsen af året

ECB's pengepolitiske foranstaltninger i de senere år har sigtet mod at støtte den økonomiske genopretning i euroområdet og at bringe inflationen tilbage til niveauer under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Disse foranstaltninger, som omfatter målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er), opkøbsprogrammet (APP) og den negative rente på indlånsfaciliteten, blev indført i forskellige trin og har vist sig at være yderst effektive til at underbygge genopretningen og afværge disinflationspres. Økonomisk modvind i løbet af 2016 forsinkede imidlertid inflationens konvergens hen imod et niveau, som er i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning. Derfor var der behov for yderligere pengepolitiske tiltag i årets løb.

I begyndelsen af 2016 forværredes de økonomiske og finansielle forhold på baggrund af øget usikkerhed, geopolitiske risici og en mere udpræget volatilitet på de finansielle markeder og råvaremarkederne. Det var navnlig bekymringerne om, hvor den globale økonomi var på vej hen, der tiltog i lyset af tilbageslaget i vækstøkonomierne, især i Kina. Desuden var inflationsudviklingen fortsat svagere end forventet, primært som følge af endnu et kraftigt fald i oliepriserne samt afdæmpet lønvækst. Sammenholdt med faldende inflationsforventninger på kort og mellemlangt sigt var dette tegn på øget risiko for anden runde-effekter, da de svage inflationsforventninger muligvis ville tilskynde de parter, der fastsætter løn, til at udskyde lønstigninger.

På den baggrund bekræftede Styrelsesrådet i januar igen sin forward guidance ved at understrege, at Styrelsesrådet forventede, at ECB's pengepolitiske renter ville

³⁷ Se også "[Structural indicators of the euro area business environment](#)", *Economic Bulletin*, 8/2016, ECB.

forblive på det nuværende niveau eller være lavere i en lang periode, der strækker sig ud over horisonten for nettoopkøb af værdipapirer. Eftersom det var usikkert, hvor stærk den økonomiske modvind ville være, og hvor længe den ville vare, ønskede Styrelsesrådet at gennemgå og eventuelt genoverveje pengepolitikens stramhedsgrad på det pengepolitiske møde i marts 2016, hvor der ville foreligge flere oplysninger, herunder Eurosystemets egne nye fremskrivninger.

Udsigten til en vedvarende justering af inflationen hen imod Styrelsesrådets målsætning om en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt blev svagere i 1. kvartal. Især blev de finansielle forhold strammere, navnlig på aktie- og valutamarkedene, hvilket medførte en risiko for strammere finansieringsforhold i realøkonomien. Nye oplysninger tydede også på, at den økonomiske genopretning havde mistet pusten, og at inflationen igen var blevet negativ. Selv om en stor del af denne nedgang skyldtes faldende oliepriser, var det underliggende prispres også svagere end tidligere forventet. De markedsbaserede inflationsforventninger på mellemlangt sigt faldt også, hvilket fik risikoen for anden runde-effekter til at stige yderligere. I marts blev ECB's egne inflationsfremskrivninger nedjusteret betydeligt, hvilket indebar endnu en udsættelse af den dato, hvor inflationen forventedes at være tilbage på Styrelsesrådets målsætning på under, men tæt på 2 pct.

Mere dystre udsigter krævede en virkningsfuld pengepolitisk reaktion i marts

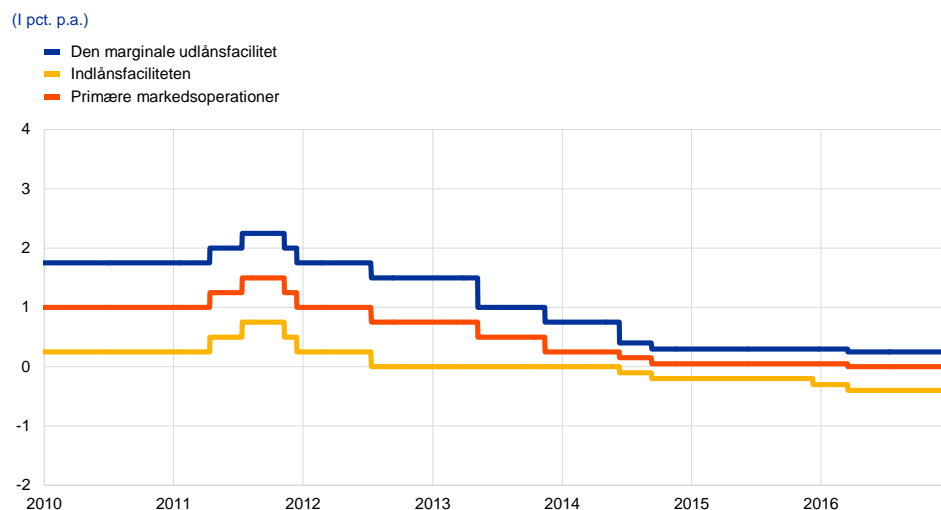
På den baggrund var der meget, der talte for, at Styrelsesrådet skulle genoverveje pengepolitikens stramhedsgrad og iværksætte en yderligere betydelig pengepolitisk stimulus for at imødegå de øgede risici vedrørende ECB's målsætning om prisstabilitet. Styrelsesrådet indførte derfor en omfattende pakke af pengepolitiske foranstaltninger i marts 2016.

På mødet i marts besluttede Styrelsesrådet at: i) nedsætte de pengepolitiske renter og især nedsætte renten på indlånsfaciliteten til -0,40 pct.³⁸, ii) udvide de månedlige opkøb under APP til 80 mia. euro med virkning fra april 2016 samt forhøje grænsen for beholdning i forbindelse med opkøb af visse typer værdipapirer, iii) udvide APP med et nyt opkøbsprogram for erhvervssektoren (CSPP) for opkøb af "investment grade" obligationer i euro udstedt af virksomheder, som ikke er banker, med hjemsted i euroområdet, og iv) lancere en ny serie med fire målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-II), hvor hver markedsoperation har en løbetid på fire år, med virkning fra juni 2016. Desuden fortsatte Styrelsesrådet med at præcisere i sin forward guidance, at ECB's pengepolitiske renter forventedes at forblive på det nuværende niveau eller være lavere i en længere periode, som strækker sig ud over horisonten for nettoopkøbene af værdipapirer, og Styrelsesrådet bekræftede, at opkøbene ville vare indtil slutningen af marts 2017 eller længere, hvis det er nødvendigt, og under alle omstændigheder indtil Styrelsesrådet kunne se en vedvarende tilpasning i inflationsudviklingen hen imod dets inflationsmålsætning.

³⁸ Styrelsesrådet besluttede også at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer og den marginale udlånsfacilitet med 5 basispoint hver (til henholdsvis 0 pct. og 0,25 pct.).

Den omfattende pakke havde til formål at gøre lånevilkårene for den private sektor endnu lempeligere og at sætte skub i kreditgivningen til den private sektor og således forstærke genopretningen i euroområdet og få inflationen til at vende hurtigere tilbage til de ønskede niveauer. Foranstaltningerne bidrog også til at afbøde det pres, der var konstateret på de finansielle markeder tidligere på året, og hindre presset i at underminere gennemslaget af den lempelige pengepolitik (se kapitel 1, afsnit 2.2). Nedsættelsen af renten på indlånsfaciliteten sigtede mod at lempe kreditvilkårene yderligere (se figur 23). Det indebærer et incitament for banker med likviditetsbeholdninger ud over reservekravet til at anvende likviditeten enten til at købe andre værdipapirer eller til at yde flere lån til realøkonomien. Den negative rente på indlånsfaciliteten forstærkede således APP-programmet ved at styrke porteføljusteringseffekter.

Figur 23
ECB's pengepolitiske renter



Kilde: ECB.
Anm.: Den seneste observation er for 7. december 2016.

TLTRO-II var tiltænkt som et vigtigt element i kreditlempelser og kreditskabelse og skulle fremme den pengepolitiske transmission gennem bankudlånskanalen. Selv om den maksimale rente, der kunne opkræves, var sat til renten ved de primære markedsoperationer ved tildeling, kunne den faktiske rente være så lav som renten på indlånsfaciliteten, hvis en bestemt banks udlån oversteg dens foruddefinerede benchmark.³⁹

Indførelsen af CSPP forstærkede gennemslaget til realøkonomien af Eurosystemets opkøb af værdipapirer. Spektret af godkendte aktiver var fortsat bredt for at gavne så

³⁹ I modsætning til den første serie TLTRO'er omfattede TLTRO-II ingen tvungne førtidsindfrielse. Se også bilag I til [afgørelse \(EU\) 2016/810](#) samt [pressemeldelsen](#) om TLTRO-II af 10. marts 2016.

mange virksomheder og sektorer som muligt.⁴⁰ Opkøb under CSPP var i princippet muligt på både det primære og det sekundære marked.⁴¹

Der var tegn på robusthed i euroområdet i 2. halvår 2016, men den svage underliggende inflation varede ved

Den pakke af politiktiltag, der blev vedtaget i marts 2016, bidrog – sammen med den betydelige pengepolitiske stimulus, der allerede var indført – i høj grad til at underbygge robustheden i euroområdets økonomi over for global og politisk usikkerhed. Efter den britiske folkeafstemning om EU-medlemskab medio 2016 tiltog volatiliteten på de finansielle markeder i første omgang, men alt i alt viste markederne opmuntrende robusthed og faldt forholdsvis hurtigt til ro igen. Robustheden blev understøttet af, at centralbanker over hele verden var klar til at tilbyde likviditet, hvis der var behov for det. Desuden blev robustheden understøttet af de stramme lovgivnings- og tilsynsrammer for banker i euroområdet og ECB's lempelige pengepolitiske foranstaltninger.

Samtidig var den udenlandske efterspørgsel fortsat påvirket af den potentielle fremtidige effekt af resultatet af den britiske folkeafstemning og andre fremherskende geopolitiske usikkerhedsfaktorer samt af afdæmpede vækstudsigter i vækstøkonomierne. I første omgang blev dette vurderet til at indebære nedadrettede risici for euroområdets økonomiske udsigter for 2. halvår. Det blev også afspejlet i ECB's egne makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2016, som nedjusterede vækstprognosen for euroområdet en smule i forhold til fremskrivningen i juni. Desuden var der stadig ingen overbevisende opadrettet tendens i det underliggende prispress, som derfor forblev en kilde til bekymring. Især afhang udsigterne for vækst og inflation i euroområdet fortsat af meget understøttende finansieringsforhold, som i vid udstrækning afspejlede den lempelige pengepolitik.

Derfor fortsatte Styrelsesrådet i efteråret med at overvåge den økonomiske udvikling og udviklingen på de finansielle markeder nøje. Styrelsesrådet understregede sin forpligtelse til at fastholde den meget betydelige monetære støtte, der skulle til for at sikre inflationens vedvarende konvergens mod et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Med sigte på at øge sin parathed og kapacitet til handling, om nødvendigt, gav Styrelsesrådet endvidere de relevante komiteer i Eurosystemet til opgave at undersøge muligheder, der kunne sikre et gnidningsfrit forløb for APP frem til marts 2017 eller længere, hvis der er behov for det.

Mod slutningen af året viste genopretningen i euroområdet fortsat tegn på robusthed trods fremherskende usikkerhedsfaktorer. Dette blev understøttet af det fortsat kraftige gennemslag af de pengepolitiske foranstaltninger til realøkonomien i

⁴⁰ Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse er grundlaget for bestemmelse af, om værdipapirer udstedt af erhvervssektoren er egnet til CSPP-opkøb, sammen med specifikke definitioner af virksomheder uden for banksektoren. Se også [afgørelse \(EU\) 2016/948](#).

⁴¹ Flere beskyttelsesforanstaltninger vedrørende forbuddet mod monetær finansiering blev inkorporeret i CSPP-rammen. For eksempel blev opkøb af gældsinstrumenter udstedt af juridiske personer, der kan klassificeres som offentlige virksomheder, begrænset til det sekundære marked.

euroområdet. Genopretningen fortsatte i et beskedent, men stabilt tempo, hovedsagelig drevet af stærkere indenlandsk efterspørgsel, vækst i den disponible realindkomst, vedvarende jobskabelse og stadig meget gunstige finansieringsforhold. Inflationen steg desuden som følge af stigende energipriser, med udsigt til yderligere stigning.

Pakken af politiktiltag i december var rettet mod at fastholde pengepolitikens meget betydelige grad af lempelighed

En gradvis stigning i inflationen afhang stadig i betydelig grad af en lempelig pengepolitik. I betragtning af at den underliggende inflation havde været svag i lang tid, var der ikke meget, der tydede på, at en vedvarende konvergens i inflationen hen imod de ønskede niveauer kunne opnås. På baggrund heraf ansås det for hensigtsmæssigt at fastholde pengepolitikens meget betydelige grad af lempelighed længere end til marts 2017.

På mødet i december besluttede Styrelsesrådet derfor at: i) forlænge nettoopkøbene ud over marts 2017 ved at annoncere, at APP fortsætter – og samtidig geninvestere de værdipapirer, der forfalder⁴² – med månedlige opkøb for 60 mia. euro fra april 2017 til slutningen af december 2017 eller endnu længere, hvis det er nødvendigt, og under alle omstændigheder indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende tilpasning i inflationsudviklingen, som svarer til dets inflationsmålsætning, og ii) at justere APP-parametrene fra januar 2017, med sigte på et fortsat gnidningsfrit opkøbsprogram, ved at nedsætte minimumskravet for restløbetid for godkendte aktiver under opkøbsprogrammet for værdipapirer udstedt af den offentlige sektor 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.⁴³ ECB's pengepolitiske renter forblev uændrede, og Styrelsesrådet forventede fortsat, at de ville være på det nuværende niveau eller lavere i en lang periode, der strækker sig ud over horisonten for nettoopkøbet af aktiver. Endvidere bekræftede Styrelsesrådet igen sin forpligtelse til nøje at overvåge udsigterne for prisstabilitet og eventuelt iværksætte tiltag ved hjælp af alle de instrumenter, det har til rådighed inden for sit mandat, hvis det er nødvendigt for at opnå målsætningen. Navnlig understregede Styrelsesrådet, at hvis udsigterne i mellemtiden bliver mindre gunstige, eller hvis de finansielle forhold ikke længere giver grobund for yderligere fremskridt mod en vedvarende tilpasning i inflationsudviklingen, ville Styrelsesrådet øge programmets omfang og/eller forlænge det.

Formålet med disse beslutninger var at sikre, at de finansielle forhold i euroområdet forblev meget gunstige, hvilket stadig var forudsætningen for at opfylde ECB's målsætning om prisstabilitet. Især sigtede forlængelsen af opkøb som led i APP mod at understøtte finansieringsforholdene mere vedvarende og dermed mod en mere

⁴² I december 2015 havde Styrelsesrådet besluttet at geninvestere afdragene på hovedstolen på de værdipapirer, som købes inden for APP, efterhånden som de forfalder, så længe det er nødvendigt. Se de [indledende bemærkninger](#) til ECB's pressekonference i december 2015.

⁴³ Samtidig blev rammen for udlån af værdipapirer ændret for at gøre den mere effektiv. Se [pressemeldelsen](#) af 8. december 2016.

holdbar transmission af den pengepolitiske stimulus for at underbygge den moderate, men mere stabile genopretning. Samtidig var sigtet med Eurosystemets mere vedvarende tilstedeværelse på markedet at fremme stabilitet i en situation med øget usikkerhed, herunder bekymringer vedrørende de potentielle konsekvenser på langt sigt af den britiske folkeafstemning og de potentielle politiske konsekvenser af det amerikanske præsidentvalg. Nedsættelsen af de månedlige opkøb afspejlede Styrelsesrådets fornyede vurdering af risikobalancen, nemlig at der var større tillid til de overordnede resultater for euroområdet økonomi, mens risikoen for deflation stort set var forsvundet. Det overordnede sigte med beslutningen var at beskytte de finansielle forhold i euroområdet og give genopretningen mulighed for at modne og blive styrket, uanset hvad der måtte komme af eksterne eller interne stød.

Boks 5

Pengepolitikens fordelingseffekt

I de senere år har ECB indført en række pengepolitiske foranstaltninger af hensyn til målsætningen om prisstabilitet. ECB har nedsat sine pengepolitiske renter til historisk lave niveauer og indført yderligere ekstraordinære foranstaltninger, fx målrettede langfristede markedsoperationer og opkøb af værdipapirer udstedt af den private og den offentlige sektor, for at gøre pengepolitikken mere lempelig.⁴⁴ Disse foranstaltninger har med stor succes bidraget til generelt at lempe de finansielle forhold og underbygge udsigterne for den realøkonomiske aktivitet og inflationen i euroområdet. Som det også er tilfældet med pengepolitiske "standardforanstaltninger", har de senere års foranstaltninger påvirket hele konstellationen af markedsrenter og aktivpriser. Disse effekter gavner økonomien som helhed gennem påvirkningen af jobskabelsen, men i sidste ende kan fordelene ved ændringer i finansielle variable være skævt fordelt mellem økonomiske sektorer og enkeltpersoner. Formålet med denne boks er at kaste lys over de fordelingsmæssige konsekvenser af ECB's pengepolitiske foranstaltninger i de senere år. Først gennemgås de direkte finansielle kanaler og derefter de mere indirekte effekter på væksten og arbejdsmarkedet.⁴⁵

I første omgang har pengepolitikken fordelings effekter via finansielle kanaler, som påvirker både de finansielle indtægter og formuen. Når en centralbank nedsætter de pengepolitiske renter eller opkøber aktiver, hvilket medfører lavere renter på tværs af markeder og løbetider, vil de finansielle indtægter uundgåeligt blive omfordelt på tværs af sektorer og husholdninger i overensstemmelse med disses finansielle nettoposition, dvs. om de er nettoopsparere eller nettolåntagere. En analyse af de senere års ændringer i nettorenteindtægterne kan således give en vigtig forståelse af fordelings effekten af lave renter, da nettorenteindtægterne er den komponent i de finansielle indtægter, som påvirkes mest direkte af pengepolitikken. Faldende renters påvirkning af nettorenteindtægterne (dvs. renteindtægter minus renteudgifter) kan estimeres ved at undersøge, hvordan afkastet på den eksisterende beholdning af aktiver og passiver ændrede sig under krisen. For euroområdet som helhed var de finansielle selskabers renteindtægter alt i alt mindre i perioden fra 2. kvartal 2014 til 3. kvartal 2016, mens de ikke-finansielle selskaber og den offentlige sektor

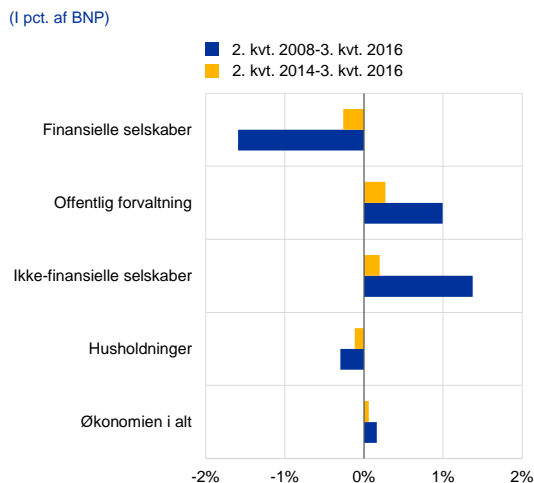
⁴⁴ Hovedårsagerne til lave renter er beskrevet nærmere i boksen "Hvorfor er renterne så lave?", *Årsberetning*, ECB, 2015.

⁴⁵ Se også Mario Draghis tale "Stability, equity and monetary policy", 2nd DIW Europe Lecture, German Institute for Economic Research (DIW), Berlin, 25. oktober 2016.

sparede renteudgifter (se figur A).⁴⁶ Faktisk led husholdningssektoren kun et lille tab af nettorenteindtægter, trods den udbredte opfattelse af, at sektoren som nettoopsparer havde lidt betydelige tab. Til sammenligning illustrerer figur A også ændringerne i nettorenteindtægterne siden 2008, som viser, at de vigtigste effekter allerede havde gjort sig gældende, inden renten på ECB's indlånsfacilitet blev negativ i juni 2014, og inden opkøbsprogrammet for værdipapirer udstedt af den offentlige sektor trådte i kraft i marts 2015.

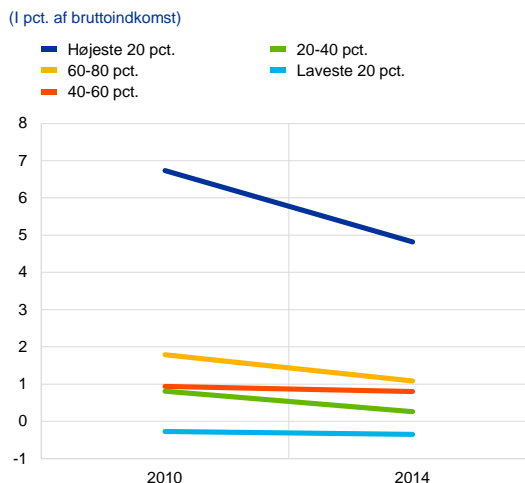
Sektoraggregaterne dækker over en betydelig spredning af effekterne mellem de enkelte husholdninger. Det er ikke så ligetil at måle individuelle effekter, men der kan udledes en del fra Eurosystemets undersøgelse af husholdningernes økonomi og forbrug (Household Finance and Consumption Survey). Der er indtil videre udført to undersøgelser, i henholdsvis 2010 og 2014, som gør det muligt at vurdere, hvordan de finansielle nettoindtægter har flyttet sig mellem forskellige husholdninger, efterhånden som renterne er faldet.⁴⁷ For euroområdet som helhed faldt de finansielle nettoindtægter som andel af husholdningernes samlede indkomst en smule, hvilket er i overensstemmelse med sektordataene i figur A. Det skete imidlertid på baggrund af en progressiv fordelings effekt mellem husholdningerne. For de husholdninger, som havde den laveste nettoformue, var stillingen stort set uændret. Det afspejler en nedgang i deres gældsbetalinger samt indtægter fra finansielle investeringer. De mest velhavende husholdninger tabte mest, da deres finansielle aktiver langt overstiger deres gæld (se Chart B).

Figur A
Ændringer i nettorenteindtægter på tværs af sektorer



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: Figuren viser ændringer fra 2. kvartal 2008 til 3. kvartal 2016 og fra 2. kvartal 2014 til 3. kvartal 2016 i et 4-kvartalers glidende gennemsnit af nettorenteindtægter. For at udelukke virkningen af variationer i beholdninger af aktiver/passiver på nettorenteindtægterne beregnes ændringerne ved hjælp af forrentningen af aktiver og passiver på de fiktive beholdninger af aktiver og passiver i henholdsvis 1. kvartal 2008 og 1. kvartal 2014. Ændringer i nettorenteindtægterne udtrykkes i pct. af BNP, hvor BNP er fastsat ved de respektive udgangspunkter. Rentebetalinger/-indtægter vises efter allokering af FISIM (financial intermediation services indirectly measured - indirekte målte finansielle formidlingstjenester).

Figur B
Husholdningernes finansielle nettoindtægter



Kilde: Eurosystemets undersøgelse af husholdningernes økonomi og forbrug (2010 og 2014).
Anm.: Procentintervallerne angiver nettoformueklasser, fx er laveste 20 pct. = den femtedel af husholdningerne, der har den laveste nettoformue. De finansielle nettostrømme beregnes som indtægter fra finansielle investeringer minus de samlede gældsbetalinger. Andelen beregnes som summen af husholdningernes finansielle nettostrømme i hver nettoformueklasse divideret med summen af husholdningernes indkomst for alle husholdninger i den pågældende nettoformueklasse.

⁴⁶ Rentegennemslaget har varierende hastighed, alt efter aktivernes eller passivernes løbetid. Beregningerne er baseret på faktiske rentestrømme fra sektorkonti, som implicit afspejler sektorbalancernes løbetidsstrukturer.

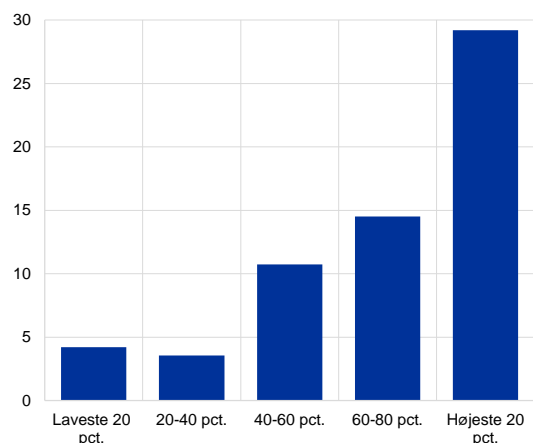
⁴⁷ Finansielle nettoindtægter er husholdningernes indtægter fra finansielle investeringer (rente og udbytte) minus deres samlede gældsbetalinger.

Pengepolitikens fordelings effekter afhænger også af den anden finansielle kanal, nemlig formueeffekter. Undersøgelsen af husholdningernes økonomi og forbrug bidrager til at belyse disse effekter. Husholdninger i euroområdet, som har finansielle aktiver, fx aktier og obligationer, er stærkt koncentreret i den øverste ende af nettoformuefordelingen. Kun en ret lille delmængde af befolkningen drager således fordel af kapitalgevinster på aktie- og obligationsmarkederne, mens tre fjerdedele af befolkningen slet ikke får nogen fordel. Ejerskab af egen bolig er derimod mere ligeligt fordelt mellem formuegrupperne. Medianhusholdningen har således nydt godt af boligprisstigningerne.⁴⁸

Den mest relevante periode for vurdering af formueeffekterne er perioden siden medio 2014, fordi køb af aktiver betragtes som den primære årsag til en tiltagende stigningstakt for aktivpriserne. En forståelse af de absolutte og relative formueeffekter på tværs af forskellige formueniveauer i løbet af denne periode fås ved at estimere udviklingen i værdien af formuen medio 2014 (de seneste tilgængelige observationer), hvis den kun var påvirket af ændringer i aktie- og obligationskurserne samt huspriserne fra dette tidspunkt.⁴⁹ For euroområdet har der været en samlet gevinst: Husholdninger på alle formueniveauer har oplevet en formuestigning som andel af deres middelindkomst. Det skyldes, at huspriserne i euroområdet er steget i perioden, mens obligationskurserne i gennemsnit er steget en smule, og aktiekurserne i gennemsnit faktisk er faldet. Gevinsten for de mere velhavende husholdninger var dog forholdsvis større end for de mindre velhavende husholdninger (se figur C).

Figur C
Estimeret ændring i husholdningernes nettoformue

(Ændring i procentpoint i middelnettoformuen i pct. af middelbruttoindkomsten i formueklassen, 2. kv. 2014-2. kv. 2016)



Kilder: ECB's simuleringer og Eurosystemets undersøgelse af husholdningernes økonomi og forbrug.
Anm.: Procentintervallerne angiver nettoformueklasser, fx er laveste 20 pct. = den femtedel af husholdningerne, der har den laveste nettoformue.

En afbalanceret vurdering af pengepolitikens samlede fordelings effekter skal også omfatte dens makroøkonomiske effekter. Selv om lave renter og høje aktivpriser ikke er til fordel for alle sektorer og enkeltpersoner, er der positive fordelings effekter på mellemlangt sigt i form af en øget samlet efterspørgsel, reduktion af ledigheden og bidrag til prisstabiliteten. Alle disse faktorer mindsker normalt uligheden.

Siden ECB's kreditlempelsespakke blev indført i juni 2014, har euroområdet nydt godt af en bredere funderet og indenlandsk efterspørgselsdrevet genopretning. Det er forskelligt fra genopretningen i 2009-11, som i høj grad var drevet af nettoeksporten (se boks 2, figur A). Det er en udfordring at kortlægge pengepolitikens præcise bidrag til dette, men det kan observeres, at ECB's foranstaltninger siden juni 2014 har medført en nedadgående tendens i bankernes udlånsrenter og en

⁴⁸ Se K. Adam og P. Tzamourani, "Distributional consequences of asset price inflation in the euro area", *European Economic Review*, vol. 89, 2016, s. 172-192.

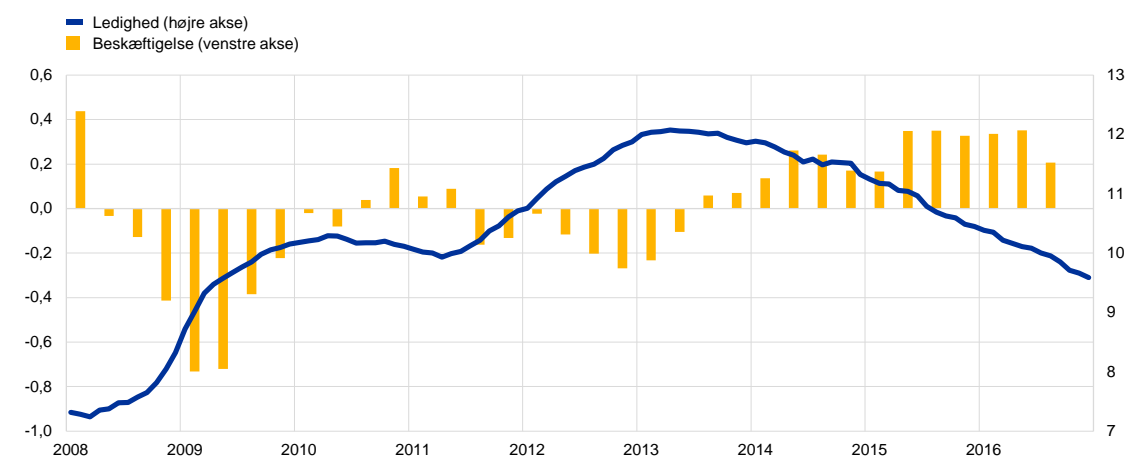
⁴⁹ I simulationen antages ændringerne i formuekomponenterne i perioden medio 2014-medio 2016 at være drevet af landespecifikke tendenser i huspriser, aktiekurser og obligationskurser. Derefter udledes konsekvenserne for ændringer i de enkelte husholdningers nettoformue, som afhænger af deres respektive andele af de enkelte aktiver.

opadgående tendens i kreditgivningen. Det skyldes til dels, at den finansielle fragmentering, der sås i 2011-12, ikke længere gør sig gældende. Det afspejler også en anden faktor, nemlig at ECB's foranstaltninger har bidraget til at bryde den onde cirkel mellem bankernes udlånsrenter, makroøkonomiske resultater og opfattelsen af kreditrisiko i sårbare lande. Kreditlempelsen har bidraget til at imødegå en negativ fordelingseffekt med hensyn til adgang til finansiering, og det smitter nu af på den samlede efterspørgsel.

Figur D

Udviklingen på arbejdsmarkedet

(Kvartalsvise ændringer i pct. (beskæftigelse), pct. (ledighed))



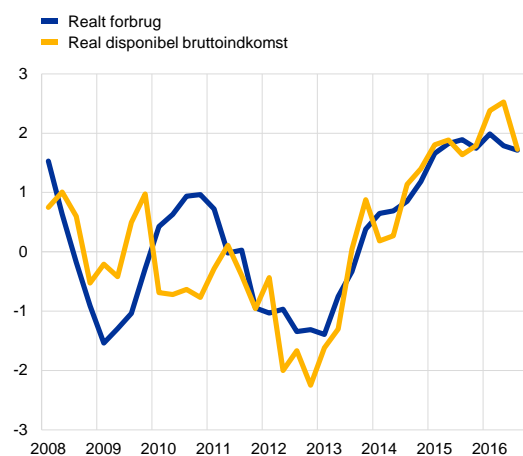
Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: De seneste observationer er for 3. kvartal 2016 (beskæftigelse) og december 2016 (ledighedsprocent).

Figur E

Forbrug og real disponibel bruttoindkomst

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Den seneste observation er for 3. kvartal 2016

Ledigheden er faldet, efterhånden som økonomien er blevet stærkere. Forbedringen af de finansielle forhold, affødt af ECB's pengepolitik, understøtter udlån til husholdningerne og virksomhederne, hvilket bidrager positivt til forbruget (af varige forbrugsgoder) og investeringerne. Det har således understøttet den økonomiske vækst og beskæftigelsen (se figur D). Jobskabelsen bør især gavne de fattigere husholdninger, da deres beskæftigelsessituation er mest følsom over for økonomiens tilstand. Denne fordelingseffekt bidrager igen til den økonomiske vækst, idet husholdninger med lavere indkomst ofte har en højere marginal tilbøjelighed til at bruge deres indkomst til forbrug. I den seneste periode med robust beskæftigelsesvækst er den disponible realindkomst og forbruget da også steget kraftigt (se figur E).

ECB overvåger fordelingseffekterne af pengepolitikken med hensyn til transmissionen heraf og dermed tilpasninger i inflationen. Eftersom pengepolitikens primære formål er prisstabilitet, ligger håndtering af uønskede omfordelingseffekter dog ikke inden for pengepolitikens område.

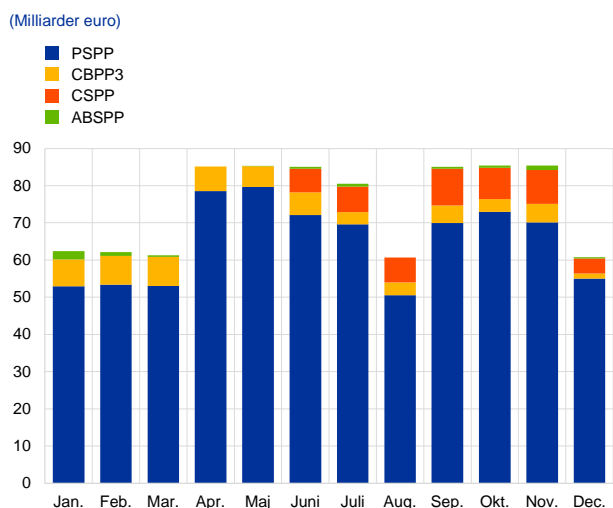
Regeringer kan præge fordelingen af indkomst og formue via deres politik, især via målrettede finanspolitiske foranstaltninger. Det er afgørende at føre en mere beslutsom og vækstvenlig struktur- og finanspolitik for at supplere ECB's lempelige pengepolitik, så euroområdet hurtigere kan vende tilbage til sit potentielle BNP, og så der sættes skub i den potentielle produktionsvækst. Det vil til gengæld lette byrden for pengepolitikken og gøre det nemmere at vende tilbage til de normale pengepolitiske instrumenter – herunder positive renter.

2.2 Pengepolitikken gennemslag til de finansielle og økonomiske forhold

ECB's omfattende pengepolitiske foranstaltninger bidrog fortsat effektivt til at skabe en væsentlig grad af lempelighed

De pengepolitiske foranstaltninger, der er gennemført siden medio 2014, hvor ECB introducerede en bred lempelsespolitik, herunder en lempelse af kreditstandarderne, har været en væsentlig faktor bag den økonomiske genopretning i euroområdet. De omfattende pengepolitiske foranstaltninger i form af fx opkøb af værdipapirer, målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) og lave pengepolitiske renter slår fortsat igennem i realøkonomien. Lånevilkårene for husholdninger og virksomheder er således blevet lempet betydeligt, og kreditskabelsen er blevet styrket, hvilket understøttede det samlede forbrug i hele euroområdet.

Figur 24
Månedlige APP-opkøb fordelt på program i 2016



Kilde: ECB.

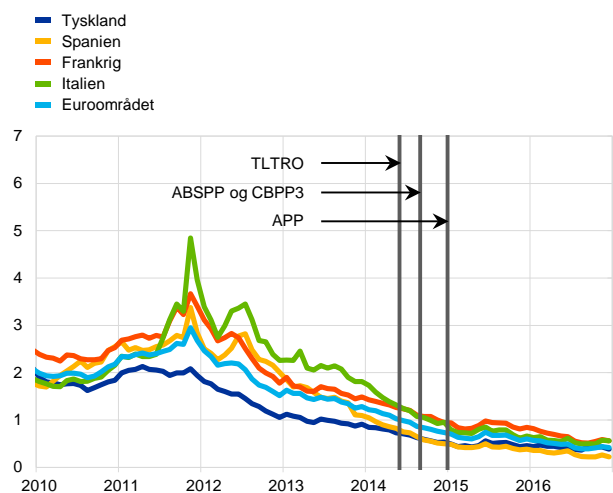
En væsentlig del af denne lempelse skyldtes nettoopkøbene under opkøbsprogrammet (APP), der omfatter opkøb af en bred vifte af værdipapirer udstedt af den offentlige og private sektor under de fire delprogrammer: programmet til opkøb af aktiver udstedt af den offentlige sektor (PSPP), programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP), det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3) og programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP). APP-programmet fortsatte uden problemer i 2016. Den fleksibilitet, som gives inden for APP, gjorde det muligt at holde de samlede månedlige opkøb på niveau med Styrelsesrådets mål, dvs. gennemsnitligt 60 mia. euro om måneden fra januar til marts 2016 og 80 mia. euro om måneden i resten af året. Opkøbene var lidt lavere i august og december, da disse måneder typisk er kendetegnet ved lavere markedslikviditet, og en smule højere i de andre måneder. PSPP-programmet udgjorde fortsat langt den største andel af de samlede opkøb (se figur 24).

Gennemslaget fra ECB's foranstaltninger via de finansielle markeder og banksystemet var fortsat effektivt

ECB's pengepolitiske foranstaltninger har haft en tydelig effekt på de toneangivende finansielle aktiver. Især Eurosystemets opkøb af aktiver og forholdene med lave renter har bidraget til det markante fald i pengemarkedsrenterne og statsobligationsrenterne siden medio 2014.⁵⁰ ECB's pengepolitik bidrog desuden til delvist at skærme obligationsmarkedet i euroområdet mod stigende statsobligationsrenter i USA ved udgangen af 2016. ECB's foranstaltninger har også påvirket udviklingen i andre segmenter af de finansielle markeder. Mere specifikt kan porteføljusteringer og positive makroøkonomiske effekter fra den betydelige grad af pengepolitisk lempelighed have været med til at løfte aktiekurserne. Den nominelle effektive eurokurs faldt overordnet set i 2016.

Figur 25
Sammensatte omkostninger ved gældsfinansiering for banker

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



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

ECB's pengepolitiske foranstaltninger bidrog til en markant forbedring i bankernes finansieringsforhold på to måder: For det første var bankernes finansieringsinstrumenter blandt de aktivklasser med et betydeligt nedadrettet pres på de mellemlange og lange renter. Dette blev understøttet af effekten af porteføljusteringer fra Eurosystemets aktieopkøb samt en knaphedseffekt som følge af, at bankerne i mindre grad udstedte obligationer og i stedet lånte via målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er).⁵¹ Resultatet var, at de sammensatte omkostninger ved gældsfinansiering for banker faldt markant (se figur 25). For det andet fortsatte bankerne med at udskifte den dyrere, kortfristede markedsfinansiering med finansiering via TLTRO'er (og benyttede sig af muligheden for at omlægge deres TLTRO-I til den billigere TLTRO-II).⁵² Tre af de fire planlagte TLTRO-II-operationer blev gennemført i 2016, mens den fjerde forventes gennemført i marts 2017.⁵³ Den samlede tildeling til og med ultimo 2016 udgjorde 506,7 mia. euro, svarende til 43 pct. af euroområdets bankers samlede låneramme i TLTRO-II.

⁵⁰ Siden medio 2014 er de BNP-vægtede gennemsnitlige 10-årige statsobligationsrenter i euroområdet faldet med omkring 90 basispoint. Den generelle nedadgående tendens blev brudt mod slutningen af 2016, da statsobligationsrenterne fulgte den opadgående globale tendens på baggrund af øget politisk usikkerhed.

⁵¹ Den første serie af TLTRO'er (TLTRO-I) blev annonceret 5. juni 2014, og den anden serie (TLTRO-II) 10. marts 2016. Yderligere oplysninger om TLTRO-I findes i [presmeddelelsen](#), og oplysninger om TLTRO-II findes i kapitel 1, afsnit 2.1.

⁵² I 2016 blev TLTRO-midler for 333 mia. euro udskiftet med TLTRO-II-midler. De første tre TLTRO-II-operationer gav en anslået finansieringslettelse på 11 basispoint.

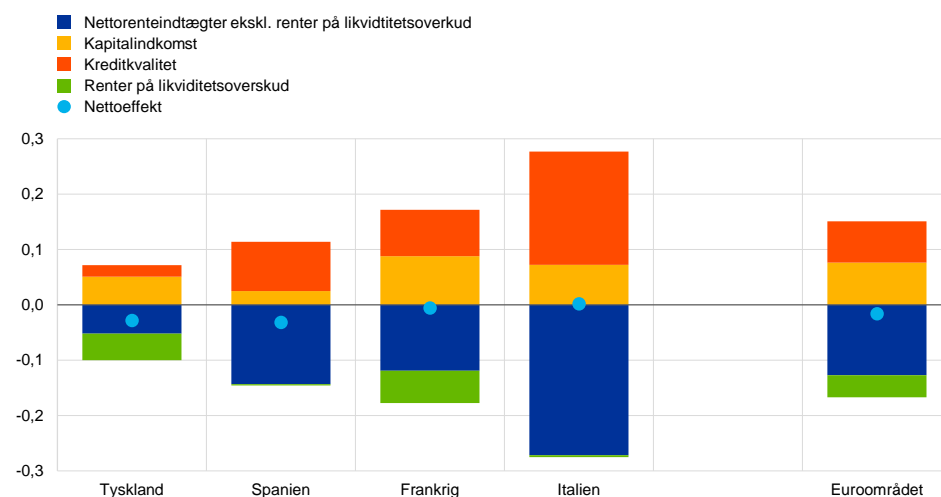
⁵³ TLTRO-II-operationerne forventes gennemført i juni, september og december 2016 og marts 2017. Den sidste operation udløber således i marts 2021.

Samlet set har APP-programmet og den negative rente på indlånsfaciliteten haft en begrænset effekt på bankernes rentabilitet, da virkningerne på de forskellige komponenter af bankernes indtjening stort set udligner hinanden (se figur 26). På den ene side har de to foranstaltninger presset renterne ned på en lang række finansielle aktiver, indsnævret rentemarginalerne og dermed også bidraget til lavere nettorenteindtægter. På den anden side har en stigning i markedsværdien af bankernes portefølje af statsobligationer genereret kapitalindkomst. Desuden har de seneste pengepolitiske foranstaltninger haft en positiv indvirkning på de økonomiske udsigter, og det har bidraget til en stigende långivning og en forbedret kreditkvalitet.

Figur 26

Bankernes indtjening, APP-programmet og den negative rente på indlånsfaciliteten

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



Kilder: Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, ECB og ECB's beregninger.
 Anm.: Kapitalindkomst er baseret på konsoliderede tal for 68 bankkoncerner i euroområdet, der er medtaget på listen over signifikante banker under ECB's direkte tilsyn og i stresstesten fra 2014 for hele EU. Observationer for euroområdet er beregnet som et vægget gennemsnit for de lande, der er medtaget i udvalget, på basis af konsoliderede bankdata for vægten af hvert lands banksystem i aggregatet for euroområdet.

Euroområdets virksomheder nød godt af ECB's lempelige pengepolitik

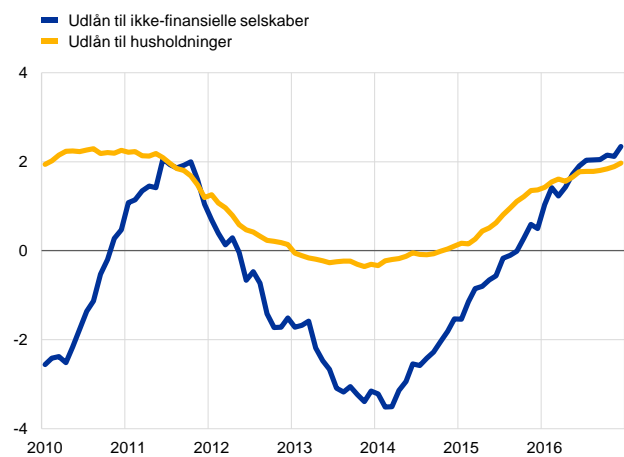
De stimulerende pengepolitiske foranstaltninger har haft et betydeligt gennemslag til bankernes udlånsbetingelser og kreditgivning. Renterne er faldet markant på tværs af et bredt spektrum af aktivklasser og kreditmarkeder siden juni 2014. Som følge heraf er låneforholdene for husholdninger og virksomheder i euroområdet blevet gunstigere. For eksempel er bankernes udlånsrenter for virksomheder faldet med over 110 basispoint mellem juni 2014 og december 2016 (se figur 19).

Låneforholdene er også blevet gunstigere for de små og mellemstore virksomheder – ryggraden i euroområdets økonomi – som i høj grad er afhængige af bankkredit. Bankernes udlånsbetingelser for små og mellemstore virksomheder er blevet yderligere forbedret: Siden maj 2014 er bankernes udlånsrenter på helt små lån til virksomheder således faldet med omkring 180 basispoint. Desuden viste ECB's undersøgelse om virksomheders adgang til finansiering i euroområdet, at små og

mellemstore virksomheder oplevede en yderligere forbedring i deres adgang til kredit og en større villighed blandt bankerne til at yde kredit til lavere renter.⁵⁴ Ny bankkredit til virksomheder anvendes fortsat primært til finansiering af investeringsprojekter, varelagre og driftskapital:

Figur 27
MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber og husholdninger

(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Eurosystemets opkøb af aktiver og forholdene med lave renter har givet bankerne et incitament til at låne mere ud, fx fordi det er blevet mindre attraktivt at investere i værdipapirer med lav rente. Samtidig har de lavere omkostninger ved TLTRO-II for banker, der aktivt tilbyder udlån, også opmuntret bankerne til at yde mere kredit (da bankerne kan låne billigere under TLTRO-II, hvis deres långivning er højere end benchmarket). Dette bidrog til mere lempelige kreditvilkår og forbedrede vilkår og betingelser for banklån, som det fremgår af ECB's udlånsundersøgelse.⁵⁵ Derfor fortsatte den gradvise fremgang i långivningen til euroområdetets private sektor under forhold med øget efterspørgsel efter kredit. Mellem maj 2014 og december 2016 steg den årlige vækst i udlån til husholdninger fra -0,1 pct. til 2,0 pct., mens væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber steg fra -2,9 pct. til 2,3 pct. (se figur 27).

De foreløbige tegn på CSPP-programmets bidrag til mere lempelige finansieringsforhold for virksomhederne har været opmuntrende. CSPP-programmets annoncering 10. marts 2016 understøttede kraftigt den igangværende indsnævring af spændene mellem obligationsrenterne udstedt af ikke-finansielle selskaber og en risikofri rente (se figur 28).⁵⁶ Programmet bidrog desuden til væksten i udstedelsen af virksomhedsobligationer i euro i løbet af året (se figur 29). Ligeledes steg efterspørgslen efter obligationer, der ikke var godkendt til CSPP, som følge af porteføljusteringer, hvilket affødte en stigning i udstedelsen. CSPP havde også en vigtig afsmittende effekt på finansieringsforholdene for virksomheder, da banker, som oplevede, at banklån blev udskiftet med udstedelse af virksomhedsgæld, rapporterede om skarpere konkurrence og en stærkere indsnævring af rentemarginalerne på udlån til store virksomheder.

Gennemførelsen af CSPP-programmet forløb som forventet ved lanceringen, og opkøbene havde en god spredning på tværs af ratings, sektorer, lande og udstedere. Pr. 31. december 2016 havde Eurosystemets portefølje af virksomhedsobligationer

⁵⁴ Se [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#) – april til september 2016, ECB, november 2016.

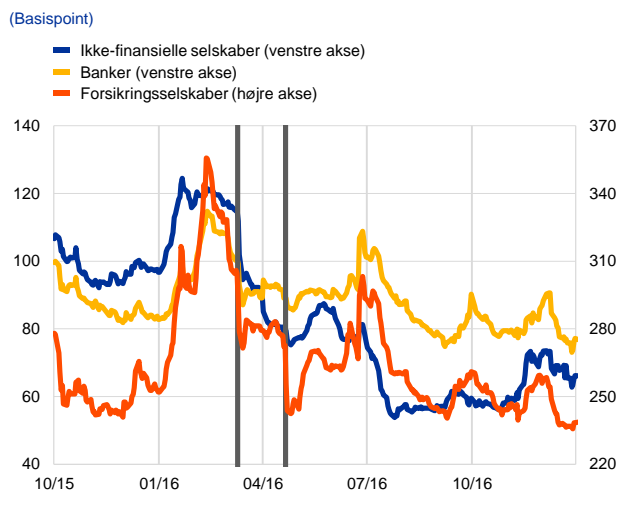
⁵⁵ Mere specifikt rapporterede bankerne fortsat, at TLTRO'erne, APP-programmet og den negative rente på indlånsfaciliteten bidrog til gunstigere vilkår og betingelser for udlån. [Udlånsundersøgelsen fra juli 2016](#) indeholdt specifikke spørgsmål om effekten af TLTRO'erne. [Udlånsundersøgelsen fra oktober 2016](#) indeholdt specifikke spørgsmål om effekten af APP-programmet og den negative rente på indlånsfaciliteten for lånebetingelserne og långivningen.

⁵⁶ Empiriske skøn indikerer, at hovedparten af denne indsnævring kunne tilskrives lanceringen af CSPP-programmet. Se boksen "[The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme](#)", *Economic Bulletin*, 5/2016, ECB.

uden for banksektoren en værdi af omkring 51 mia. euro fordelt på 225 forskellige udstedere.

Figur 28

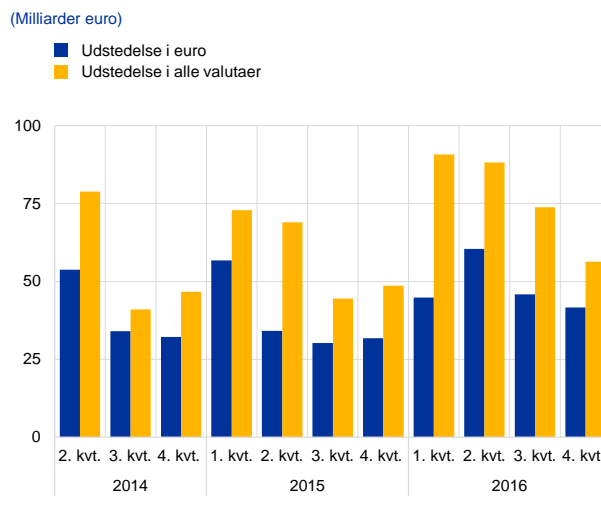
Spænd for investment grade-virksomhedsobligationer



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. Indeksene omfatter også efterstillede obligationer.

Figur 29

Euroområdet's 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 lempelige politik understøttede i høj grad den makroøkonomiske udvikling i euroområdet

Samlet set har de pengepolitiske foranstaltninger, ECB har indført fra juni 2014, haft en markant makroøkonomisk indvirkning. Uden disse foranstaltninger ville udviklingen i både væksten og inflationen have været væsentligt mere afdæmpet i 2016. Ikke mindst forsvandt risikoen for deflation med støtte fra ECB's foranstaltninger.

Boks 6

Størrelse og sammensætning af Eurosystemets balance

Siden finanskrisens begyndelse i 2007-08 har Eurosystemet benyttet sin balance til at foretage en række forskellige pengepolitiske interventioner, som har ændret dens størrelse og sammensætning med tiden. Disse interventioner omfatter bl.a. markedsoperationer for at yde finansiering til modparter samt opkøb i forskellige markedssegmenter for at styrke transmissionen af pengepolitikken og skabe mere lempelige finansieringsforhold i euroområdet. Ved udgangen af 2016 havde Eurosystemets balance nået et historisk højt niveau på i alt 3,7 billioner euro.

I begyndelsen af juni 2014, før Styrelsesrådet vedtog en række pengepolitiske foranstaltninger, udgjorde pengepolitiske aktiver 40 pct. af de samlede aktiver på Eurosystemets balance. Disse omfattede bl.a. udlån til euroområdet's kreditinstitutter, som udgjorde 30 pct. af de samlede aktiver

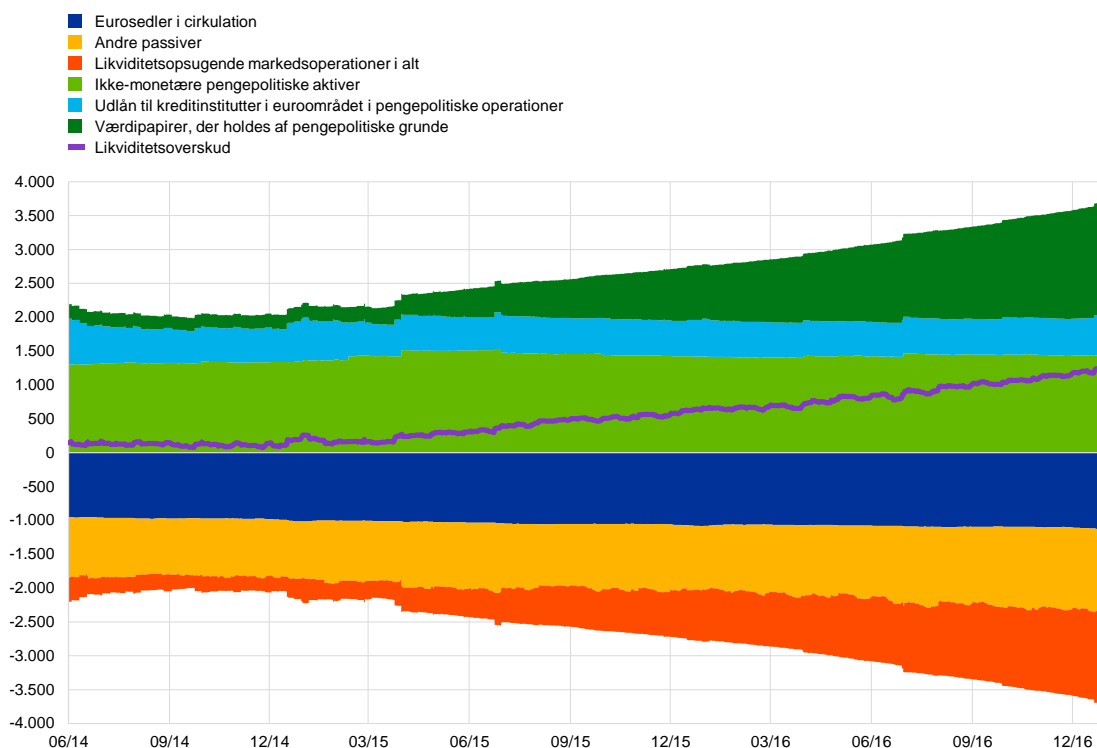
(se figuren nedenfor), og værdipapirer til pengepolitiske formål (aktiver opkøbt under Securities Markets Programme (SMP) og de første programmer til opkøb af dækkede obligationer), som udgjorde omkring 10 pct. af de samlede aktiver. Andre finansielle aktiver omfattede primært: i) fremmed valuta og guld hos Eurosystemet, ii) ikke-monetære, pengepolitiske porteføljer i euro og iii) likviditetsstøtte ydet af visse af Eurosystemets nationale centralbanker til solvente institutioner med midlertidige likviditetsproblemer. Disse andre finansielle aktiver er underlagt Eurosystemets interne rapporteringskrav og restriktioner 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.⁵⁷

På passivside udgjorde eurosedler i cirkulation – et af centralbankernes vigtigste passiver – omkring 44 pct. af de samlede passiver i juni 2014. Modparternes reservebeholdninger⁵⁸ udgjorde 16 pct., mens andre passiver, herunder kapital- og revalueringskonti, udgjorde 40 pct.

Figur

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.

De pengepolitiske foranstaltninger, som Styrelsesrådet har vedtaget siden juni 2014 – især det udvidede opkøbsprogram (APP), der begyndte den 9. marts 2015 – medførte både en udvidelse og

⁵⁷ Især ECB's retningslinje om de nationale centralbankers indenlandske operationer i forbindelse med forvaltningen af aktiver og passiver (ECB/2014/9) og aftalen om finansielle nettoaktiver (ANFA).

⁵⁸ Modparternes reservebeholdninger omfatter løbende poster og indlånsfaciliteter hos de nationale centralbanker samt tidsbegrænsede indskud til pengepolitiske formål i den periode, Eurosystemet har foretaget disse operationer.

en ændring i balancens sammensætning. De pengepolitiske instrumenter steg til 61 pct. af aktivsiden ved udgangen af 2016, mens størrelsen af de andre finansielle aktiver var relativt stabil. På passivsiden sås den største effekt i modparternes reservebeholdninger, der steg med 1 billion euro og udgjorde 36 pct. af passivsiden ultimo 2016, mens eurosedler i cirkulation relativt set faldt til 31 pct.

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 det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3), programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP) og programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP) samt over fordelingen efter land og udsteder, inkl. den vægtede gennemsnitlige løbetid, for beholdninger af værdipapirer under programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP).⁵⁹

I slutningen af 2016 udgjorde PSPP den største del af APP-programmet med 82 pct. af de samlede værdipapirbeholdninger under APP. Under PSPP-programmet fastsættes fordelingen af opkøb på de nationale centralbankers hjemmemarkeder på baggrund af ECB's kapitalnøgle. Inden for de enkelte tildelte kvoter har ECB og de nationale centralbanker 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 8,3 år ved slutningen af 2016, dog med en vis variation mellem jurisdiktioner. 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 euroområdet statsobligationsmarked. Som det blev [annonceret](#) i december 2015, bliver afdragene på hovedstolen på de værdipapirer, der opkøbes under APP, geninvesteret, efterhånden som de forfalder, så længe det er nødvendigt. Dermed forbliver APP-beholdningerne konstante ud over nettoopkøbenes horisont.

Udviklingen i Eurosystemets markedsoperationer

Det samlede udestående for Eurosystemets markedsoperationer er faldet med omkring 84 mia. euro siden begyndelsen af juni 2014. På det tidspunkt var en stor andel af de 3-årige langfristede markedsoperationer stadig udestående og under afvikling. Siden da er løbetidsprofilen for Eurosystemets kreditoperationer blevet længere. Den vægtede gennemsnitlige løbetid er således steget fra omkring seks måneder i juni 2014 til tre år ultimo 2016, primært som følge af de to serier af målrettede langfristede markedsoperationer med en oprindelig løbetid på op til fire år.

⁵⁹ Oplysninger om udviklingen i beholdninger under APP-programmet findes på ECB's websted på <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

3 Den europæiske finansielle sektor: forbedret robusthed og svag indtjening

Der blev konstateret en række risici for finansiell stabilitet i euroområdet i 2016 i ECB's regelmæssige vurdering af nye risici og det finansielle systems robusthed. Det generelle niveau for systemisk stress i euroområdet er dog fortsat begrænset. Selv om de finansielle institutioner ofte havde lav indtjening, forbedrede de i mange tilfælde deres robusthed, fx ved at øge deres kapitalisering.

2016 var det andet hele år, hvor ECB varetog sine makro- og mikroprudentielle opgaver efter etableringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM), der omfatter ECB og de nationale kompetente myndigheder i eurolandene, i november 2014. ECB bidrog også til andre vigtige lovgivningsmæssige tiltag og tiltag med sigte på at etablere bankunionens tredje søjle – en europæisk indskudsgarantiordning.

3.1 Risici og sårbarheder i euroområdets finansielle system

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. Denne opgave varetages i samarbejde med de andre centralbanker i Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker. Nye mulige systemiske risici i det finansielle system håndteres via makroprudentielle politikker.

ECB's analyse af finansiell stabilitet offentliggøres halvårligt i Financial Stability Review.⁶⁰ ECB yder også analytisk bistand til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) vedrørende analyse af finansiell stabilitet.

Episoder med turbulens på de globale finansielle markeder i 2016 og bekymring for bankernes indtjeningsmuligheder i euroområdet

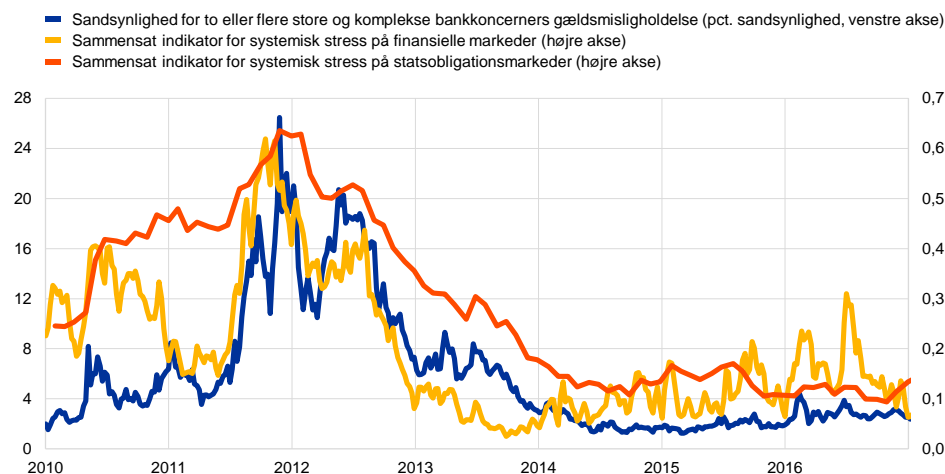
Trods korte episoder med turbulens på de globale finansielle markeder var det generelle niveau for systemisk stress i euroområdet fortsat moderat i 2016. Disse episoder var fx en forværret stemning på markederne i begyndelsen af året som følge af volatilitet i de kinesiske aktiekurser og bekymring for vækstøkonomierne og, senere på året, den politiske usikkerhed i kølvandet på den britiske folkeafstemning om EU-medlemskab og præsidentvalget i USA. Aktiekurserne for euroområdets banker var meget volatile i 2016, hvilket generelt bidrog til en stigning i de estimerede egenkapitalomkostninger. En af hovedårsagerne til dette var fortsat bekymring for bankernes indtjeningsmuligheder i euroområdet i en situation med lav vækst og lave renter. Samtidig betød den fortsat lempelige pengepolitik og aftagende bekymring vedrørende Kina blandt markedsdeltagerne, at systemisk stress i euroområdet blev dæmpet, og standardindikatorerne for bankrelateret, statsobligationsrelateret og finansiell stress holdt sig på et lavt niveau ved udgangen af 2016 (se figur 30).

⁶⁰ Se [Financial Stability Review](#), ECB, maj 2016 og [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016.

Figur 30

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

(Jan. 2011 – dec. 2016)



Kilder: Bloomberg og ECB's beregninger.

Anm.: "Sandsynlighed for to eller flere store og komplekse bankkoncerners misligholdelse af gæld" angiver sandsynligheden for samtidig misligholdelse i udvalgt på 15 store og komplekse bankkoncerner i et tidsrum på et år.

På denne baggrund blev der i 2016 udpeget fire centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet (se tabel 2). Risikoen for stigninger i de globale risikopræmier tiltog som følge af den øgede politiske usikkerhed, sårbarheder i vækstøkonomierne og den relativt lave prisfastsættelse af risiko på markederne. Samtidig betød de lave renter, at investorerne fortsatte med at øge risikoniveauet i deres porteføljer. Hvad aktivpriserne angår, forblev renterne på virksomhedsobligationer lave i 2016, mens nogle aktiemarkeder viste tegn på at være overvurderede. Der var også begyndende tegn på overvurdering af beboelses- og erhvervsjendomme i nogle lande.

Tabel 2

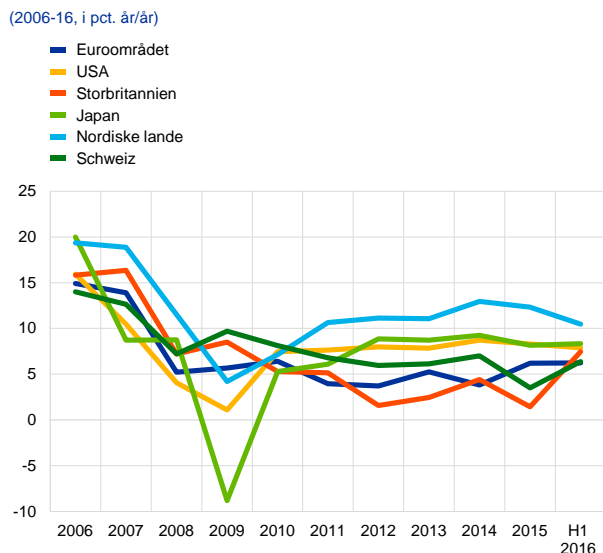
Centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet påpeget i Financial Stability Review i november 2016

	Nuværende niveau (farve) og seneste ændring (pil)*
Betydelig systemisk risiko	
Middelhøj systemisk risiko	
Potentiel systemisk risiko	
Ændringer i de globale risikopræmier fører til finansielle smitteeffekter, udløst af øget politisk usikkerhed i de avancerede økonomier og fortsat skrøbelighed i vækstøkonomierne	
Negative tilbageløbs effekter mellem svag indtjening i bankerne og lav nominel vækst samt udfordringer med at reducere høje niveauer af misligholdte lån i nogle lande	
Forny bekymring vedrørende holdbarheden af statsgælden og gælden i den private ikke-finansielle sektor i en situation med lav nominel vækst, hvis politisk usikkerhed betyder, at reformerne går i stå på nationalt og europæisk niveau	
Mulig stress i investeringsforeningssektoren, der forstærker likviditetsrisici og afsmitning til det finansielle system i bred forstand	

Kilde: ECB.

* Farven angiver det samlede risikoniveau, som er en kombination af sandsynligheden for, at risikoen materialiserer sig, og et skøn over de udpegede risici sandsynlige systemiske virkning i løbet af de kommende 24 måneder, baseret på ECB's eget skøn. Pilene viser, om risikoen er forøget siden den foregående Financial Stability Review.

Figur 31
Median af bankernes egenkapitalforrentning i store avancerede økonomier



Kilder: SNL Financial og ECB's beregninger.
 Anm.: Observationer for 2016 er for 1. halvår.

Andre vigtige udfordringer i 2016 kunne på mange måder tilskrives eftervirkningerne efter bank- og statsgældskrisen. Banksektoren i euroområdet var fortsat sårbar trods dens robusthed over for markedsstress (beskrevet ovenfor). Den svage økonomiske vækst og de tilhørende lave renter udfordrede bankernes indtjeningsmuligheder i de avancerede økonomier (se figur 31). Trods disse udfordringer har bankerne styrket deres kapitalposition betydeligt i de senere år (hvilket også blev bekræftet af resultaterne af Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds stresstest for europæiske banker i 2016).

I nogle eurolande blev indtjeningsmulighederne også hæmmet af strukturel overkapacitet og den endnu ufuldstændige tilpasning af forretningsmodellerne til de lave renter (se boks 7).

Desuden havde nogle eurolande fortsat store beholdninger af misligholdte lån, hvilket gav anledning til bekymring om bankernes fremtidige indtjening og

den finansielle stabilitet (se boks 8). Endvidere gik det fortsat langsomt med at reducere de misligholdte lån. På bankniveau var årsagerne bl.a. utilstrækkelig operationel kapacitet, manglende erfaring med at forvalte misligholdte lån, kapitalbegrænsninger og lav indtjening. Strukturelle faktorer som fx ineffektiv konkurslovgivning, flaskehalsproblemer i retssystemet, manglende muligheder for gældsoplægning uden domstolens inddragelse, et underudviklet marked for misligholdte lån og regnskabs- og skatteproblemer betød endvidere, at der ikke kom en hurtig afvikling af de misligholdte lån.⁶¹

Risiciene for finansiell stabilitet kom også fra andre sektorer end banksektoren i 2016. For det første steg bekymringen for statsgældens holdbarhed og holdbarheden af gælden i de ikke-finansielle sektorer. For det andet steg risikotagningen i den hurtigt voksende investeringsforeningssektor også. Selv om euroområdets investeringsforeninger fortsat var robuste over for markedsstress, viste udstrømning af midler fra nogle ejendomsfonde i Storbritannien efter folkeafstemningen, at de såkaldte "open-end funds" (åbne investeringsforeninger) var sårbare. (Disse foreninger kan udstede et ubegrænset antal aktier, og investorerne kan indløse deres investering, når de ønsker det.) Risiciene blev øget som følge af manglende systemisk perspektiv i lovgivningen for sektoren og de deraf følgende vanskeligheder med at forhindre opbygningen af sektorrisici.

En strukturel analyse af euroområdets bredere finansielle sektor, herunder forsikringsselskaber og pensionskasser og skyggebanker, bekræftede, at den ikke-

⁶¹ Se J. Fell, M. Grodzicki, R. Martin og E. O'Brien, "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *Financial Stability Review*, ECB, november 2016, Special Feature B.

finansielle sektor fortsatte med at vokse i 2016.⁶² Samtidig fortsatte banksektoren med at bevæge sig i retning mod mere traditionelle bankforretninger i 2016. Et skift fra centralbank- og markedsfinansiering til indlånsfinansiering blev ledsaget af et fald i gearingen.

Boks 7

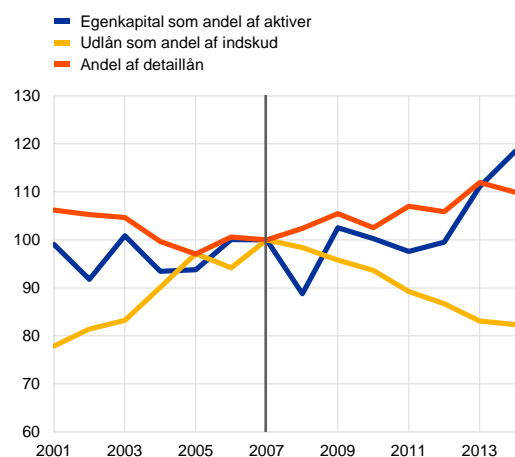
Diversitet i bankernes forretningsmodeller og tilpasning til de lave renter

Den ufuldstændige tilpasning af bankernes forretningsmodeller til de lave renter er et centralt element i bankernes lave indtjening i euroområdet. Før den finansielle krise blev bankernes indtjening primært drevet af høj gearing, billig markedsfinansiering og risikotagning inden for ejendomsudlån eller securitisering. Krisen viste, at nogle af disse strategier ikke var holdbare. Ændringerne i bankernes og investorenes risikovillighed efter krisen og i lovgivningen har resulteret i en tilpasning i bankernes forretningsmodeller. Bankerne har reduceret deres balancer, øget deres kapitalgrundlag og reduceret de mere risikobetonede aktiviteter til fordel for kerneaktiviteter. I euroområdet har dette samlet set resulteret i et skift fra investment banking-virksomhed og engrosaktiviteter til mere traditionel detailbankvirksomhed (se figur A).⁶³

Figur A

Ændringer i centrale karakteristika ved signifikante EU-bankkoncerners forretningsmodeller efter krisen

(2001-14; indeks: 2007 = 100)



Kilder: Bloomberg, SNL Financial og ECB's beregninger.

Anm.: Indekset er baseret på middelværdien for hver indikator.

Detailnøgletallet er beregnet som kundeindlån plus (netto) kundelån i forhold til samlede aktiver.

Det antydes ofte, at en yderligere tilpasning af forretningsmodellerne i retning af øgede gebyr- og provisionsindtægter kunne understøtte bankernes indtjening i en situation med lav vækst og lave renter. En nærmere undersøgelse viser imidlertid, at det afhænger af bankens specifikke forretningsmodel, om denne strategi kan lykkes, og følgelig af den type gebyr- og provisionsindtægter, banken kan generere.⁶⁴

Bankernes forretningsmodeller kan klassificeres efter forskellige aktiviteter vægt i bankens balance. En ECB-analyse tyder på, at bankens størrelse, udenlandske eksponeringer og finansieringsprofil er de væsentligste faktorer i forretningsmodellerne (se figur B)⁶⁵. Den tyder også på, at kategorier som depotbanker, detaillångivere, universalbanker, specialiserede långivere eller sektorlångivere og store internationale banker, fx globalt systemisk vigtige banker (G-SIB'er), er nyttige, når diverse faktorer indvirkning på banksektoren skal

⁶² Se [Report on financial structures](#), ECB, oktober 2016.

⁶³ Se C. Kok, C. Moré og M. Petrescu, "Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability", [Financial Stability Review](#), ECB, maj 2016, Special Feature C.

⁶⁴ Se C. Kok, H. Mirza, C. Moré og C. Pancaro, "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Special Feature C.

⁶⁵ Se F. Franch og D. Źochowski, "A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics", [Financial Stability Review](#), ECB, maj 2016, Special Feature C, boks 2.

måles (se figur C), eller når der etableres peer-gruppesammenligning efter forretningsmodel som led i banktilsynet.

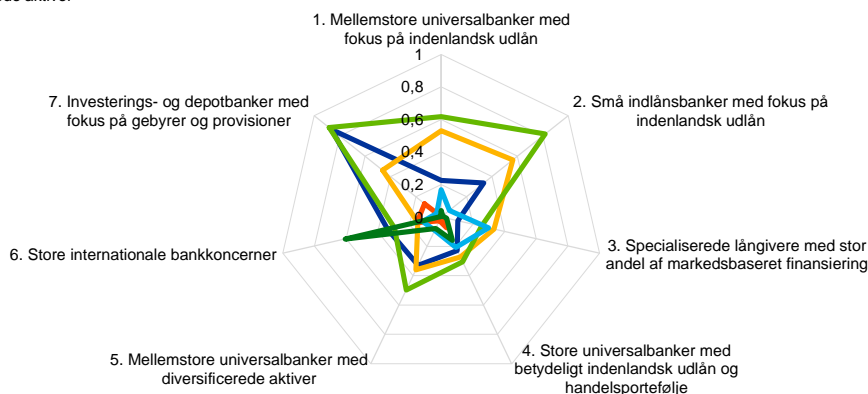
Når det gælder samspillet mellem gebyr- og provisionsindtægter og forretningsmodeller, kan der uddrages flere pointer fra ECB's seneste analyse. For det første er depotbanker og porteføljeforvaltere de mest gebyr- og provisionsindtægtsorienterede, hvilket skyldes den høje koncentration af tilknyttede aktiviteter, der kendetegner deres forretningsmodeller (se figur B). Mens ca. en fjerdedel af universal- og detailbankernes indtægter kommer fra gebyrer og provisioner, betyder disse indtægter mindst for de specialiserede långivere.⁶⁶ Faktisk kan disse långivere have sværere ved at øge deres gebyr- og provisionsindtægter væsentligt på grund af deres specifikke forretningsmodel.

Figur B

Balancestruktur for forskellige forretningsmodeller

(2014; nøgletal og procentdele af samlede aktiver og passiver eller samlet driftsindtægt)

- Gebyr- og provisionsindtægter
- Indenlandsk eksponering
- Handelsaktiver
- Kundefinansiering
- Interbankfinansiering
- Risikovægtede aktiver



Kilder: Bankscope, Bloomberg, SNL Financial og ECB's beregninger.

Anm.: Dataene stammer fra balancerne fra 113 signifikante institutioner under ECB's tilsyn. Figuren viser medianerne af de variable, der anvendes til at identificere klynger for hver af de syv klynger, der er identificeret for 2014.

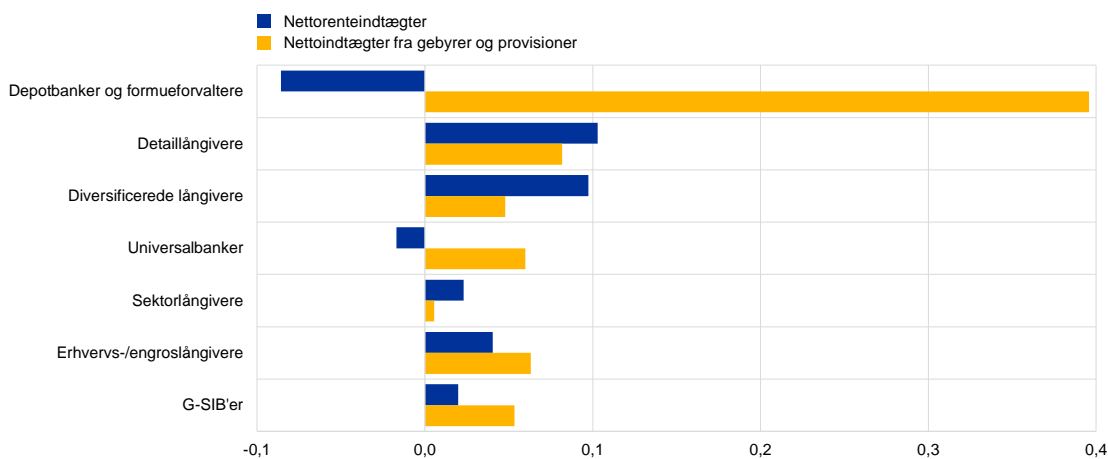
For det andet er mange bankers gebyr- og provisionsindtægter steget siden 2012 (se figur C). For depotbanker og porteføljeforvaltere samt universalbanker har stigende gebyr- og provisionsindtægter kompenseret for lavere nettorenteindtægter i den betragtede periode. Banker med andre forretningsmodeller har både haft positive nettorenteindtægter og stigende gebyr- og provisionsindtægter, hvilket tyder på, at der sandsynligvis er tæt sammenhæng mellem generering af gebyr- og provisionsindtægter og bankernes generelle forretningsaktivitet. Om nettorenteindtægter og gebyr- og provisionsindtægter kan supplere eller erstatte hinanden afhænger altså af bankens forretningsmodel og kilden til de gebyr- og provisionsindtægter, den genererer.

⁶⁶ Se også figur C.2 i C. Kok, H. Mirza, C. Moré og C. Pancaro, "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Special Feature C.

Figur C

Ændringer i nettorenteindtægter og nettogebyr- og provisionsindtægter for signifikante banker fordelt efter forretningsmodel

(Ændring i procentpoint i nettorenteindtægter i forhold til samlede aktiver og nettogebyr- og provisionsindtægter i forhold til samlede aktiver i perioden 2012-15)



Kilder: ECB og SNL Financial.

Anm.: Udsnippet dækker 94 signifikante institutioner under ECB's tilsyn. "Universalbanker" omfatter også G-SIB'er, der er universalbanker, mens G-SIB'er er ekskl. disse banker.

For det tredje afslører denne udviklings finansielle stabilitetsaspekter, at gebyr- og provisionsindtægternes robusthed over for den makroøkonomiske udvikling er forskellig fra forretningsmodel til forretningsmodel.⁶⁷ De forskellige metoder til at generere gebyr- og provisionsindtægter antyder, at disse potentielt er en mere volatil indtægtskilde for erhvervs-/engros-, sektor- og detaillångivere og universalbanker end for diversificerede långivere og G-SIB'er. Mens forøgelsen af gebyr- og provisionsindtægter har understøttet nogle af disse forretningsmodelkategorier i de senere år, når det drejer sig om at diversificere indtægtskilder, så kan disse indtægter falde betydeligt under mere ugunstige forhold.

Endelig forblev de fleste banker i den samme gruppe, selv om de skiftede til andre forretningsmodeller mellem 2007 og 2014.⁶⁸ Bankernes forretningsmodeller har således en tendens til at være relativt "træge", og de kan ikke uden videre tilpasses ændrede forhold eller ændres for at imødegå stress. Det kan have særlige konsekvenser for finansiell stabilitet, hvis nogle bankklynger er mere udsatte for systemisk stress end andre. Det kan igen medføre en koncentration af systemisk risiko.

3.2 ECB's makroprudentielle funktion

Ansvaret for at træffe beslutning om makroprudentielle foranstaltninger i euroområdet varetages af både de nationale myndigheder og ECB. De nationale myndigheder har fortsat beføjelser til at gennemføre makroprudentielle

⁶⁷ Se fodnote 66.

⁶⁸ Se fodnote 66.

foranstaltninger, men ECB har beføjelser til at indføre "top up"-krav til de nationale myndigheders foranstaltninger vedrørende de makroprudentielle instrumenter, som EU-lovgivningen har tildelt ECB. Beføjelsernes asymmetriske karakter afspejler den rolle, som ECB skal spille for at forebygge, at de nationale myndigheder potentielt bare lader stå til.

I 2016 fortsatte ECB og de nationale myndigheder deres bredt funderede drøftelser, på både teknisk og politisk plan, om anvendelsen af makroprudentielle instrumenter. Formålet med drøftelserne har været at vurdere, om alle de lande, der er omfattet af det europæiske banktilsyn, har en tilstrækkelig makroprudentiel politik.

Makroprudentiel politik i 2016

I 2016 forstærkede ECB sin koordinerende rolle i den makroprudentielle politik og sin eksterne kommunikation om makroprudentielle emner for at øge gennemsigtigheden og understrege den makroprudentielle politik store betydning. Styrelsesrådet udsendte sin [første makroprudentielle erklæring](#) efter drøftelser i det makroprudentielle forum, som består af medlemmer af ECB's styrelsesråd og tilsynsråd. Desuden blev de to første udgaver af ECB's Macroprudential Bulletin udgivet i marts og oktober. Denne publikation har til formål at øge gennemsigtigheden i den makroprudentielle politik, at oplyse om den igangværende forskning om makroprudentielle emner og at give eksempler på, hvordan den makroprudentielle politik anvendes i ECB's dedikerede politikkearbejde. Den første udgave af Macroprudential Bulletin indeholdt også en gennemgang af ECB's makroprudentielle ramme og hvordan den forholder sig til andre makroprudentielle fora og processer i EU.⁶⁹

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, hvoraf de fleste vedrørte fastsættelse af den kontracykliske kapitalbuffer og udpegelse af systemisk vigtige kreditinstitutter samt kalibrering af deres kapitalbuffer. Desuden modtog ECB underretning om implementeringen af den systemiske buffer og et gulv for risikovægte i nogle lande.

Hvert kvartal vurderer alle 19 eurolande de cykliske systemiske risici og fastsætter niveauet for den kontracykliske kapitalbuffer. De cykliske systemiske risici har fortsat været begrænsede i de fleste eurolande. Styrelsesrådet tiltrådte de nationale myndigheders beslutninger om den kontracykliske kapitalbuffer. Især gav en væsentlig opbygning af cykliske systemiske risici i Slovakiet anledning til en beslutning om at fastsætte Slovakiets kontracykliske kapitalbuffer til 0,5 pct. med virkning fra 1. august 2017.

I 2016 ajourførte ECB, de nationale myndigheder og Financial Stability Board (FSB), i samråd med Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS), vurderingen af de globale

⁶⁹ Se [Macroprudential Bulletin](#), 1/2016, ECB.

systemisk vigtige banker (G-SIB'er) i eurolandene. Vurderingen medførte, at otte banker i Frankrig, Tyskland, Italien, Holland og Spanien blev klassificeret i gruppe 1 og 3 efter de internationalt aftalte G-SIB-grupper. Det indebærer en kapitalbuffer på henholdsvis 1,0 pct. og 2,0 pct.⁷⁰ De nye kapitalbuffersatser gælder fra 1. januar 2018 med en indfasningsperiode. Listerne med henholdsvis G-SIB'er og andre systemisk vigtige institutioner (O-SII'er) og deres stødpudesatser gennemgås en gang årligt.

De nationale myndigheder har også fastsat kapitalbuffer for de 110 O-SII'er. Disse buffersatser er i overensstemmelse med ECB's nye metodologi til vurdering af O-SII-bufferne.⁷¹ For alle de identificerede O-SII'er gælder der en positiv kapitalbuffersats fra 2019.

Makroprudentiel stresstest

Som led i sin makroprudentielle funktion og i tillæg til aktiv deltagelse i den tilsynsmæssige stresstest i hele EU i 2016 udførte ECB en makroprudentiel udvidelse af stresstestøvelsen.⁷² Mens den tilsynsmæssige stresstest fokuserer på at estimere den direkte indvirkning på den enkelte banks solvens, sigtede den makroprudentielle udvidelse mod at sætte tal på eventuelle makroøkonomiske anden runde-effekter af stresssituationen. Undersøgelsen var baseret på en begrebsramme, som er udviklet af ECB's stab, og som skal bidrage til kalibreringen af foranstaltninger som led i den makroprudentielle politik.⁷³

Det første skridt var at estimere virkningen på bankernes solvens af ændringer i den samlede beholdning af banklån. Det fjernede således en del af den inkonsistens, der var en følge af den statiske balanceantagelse i metodologien for stresstesten i hele EU. Det næste skridt var at estimere anden runde-effekterne på makroøkonomiske variable. De handler om bankernes potentielle tilpasninger, når deres kapitalprocent falder under et forud fastlagt kapitalmål i et negativt scenarie. Deres størrelse afhænger af den vedtagne tilpasningsstrategi – jo større andelen af udstedelse af egenkapital er i tilpasningen, jo mindre er den makroøkonomiske anden runde-effekt.

⁷⁰ De G-SIB'er, der er identificeret (med fuldt indfasede stødpudekrav pr. 2019 i parentes) er BNP Paribas (2,0 pct.), BPCE Group (1,0 pct.), Crédit Agricole Group (1,0 pct.), Deutsche Bank (2,0 pct.), ING Bank (1,0 pct.), Banco Santander (1,0 pct.), Société Générale (1,0 pct.) og UniCredit Group (1,0 pct.). Kravene er fastlagt i overensstemmelse med Baselkomiteens metodologi fra juli 2013.

⁷¹ ECB's O-SII-metodologi klassificerer bankerne i de fire O-SII-grupper alt efter deres score på systemisk relevans. Scoren beregnes i overensstemmelse med Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds retningslinjer (EBA/GL/2014/10) vedrørende vurdering af O-SII'er, som fastlægger de relevante indikatorer for måling af de enkelte institutters systemiske vigtighed. Se også [bilaget](#) til pressemeddelelsen af 15. december 2016.

⁷² Se også [Macroprudential Bulletin](#), nr. 2, ECB, 2016.

⁷³ Se J. Henry og C. Kok (red.), "A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector", *Occasional Paper Series*, nr. 152, ECB, oktober 2013, og V. Constâncio, "The role of stress testing in supervision and macroprudential policy", tale ved London School of Economics' konference om stresstest og makroprudentiel regulering, 29. oktober 2015. Det er en modulopbygget, "top-down"-analysetilgang, der består af enkeltstående modeller og værktøjer, som kan kombineres med henblik på en bred analyse af virkningerne af makrofinansiel stress.

Ud over banksektorens endogene reaktion på stress omfattede den makroprudentielle udvidelse også undersøgelse af to andre kanaler, hvorigennem anden runde-effekter af stress kan reducere bankernes solvens yderligere, nemlig bankernes indbyrdes forbundethed og afsmitning på tværs af sektorer via aktiebeholdninger. Konklusionen på øvelsen var, at den direkte afsmitning via interbankpengemarkederne burde være begrænset, mens afsmitningen på tværs af sektorer mest ville påvirke finansielle institutioner, som ikke er banker, navnlig investeringsforeninger og pensionskasser.

Samarbejde med ESRB

ECB ydede fortsat analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte til ESRB's sekretariat, der har ansvaret for at koordinere ESRB's daglige arbejde. ECB's Udvalg for finansiell stabilitet har sammen med ESRB's rådgivende videnskabelige udvalg og rådgivende tekniske udvalg udarbejdet en rapport om de forhold vedrørende makroprudentiel politik, der er affødt af de lave renter og strukturelle ændringer i EU's finansielle system.⁷⁴ I rapporten undersøges potentielle risici i et lavrentemiljø på tværs af finansielle sektorer, og det fremhæves, hvordan risiciene potentielt kan imødegås ved den makroprudentielle politik. Rapporten omfatter ikke kun banker, men også andre typer finansielle institutioner, finansielle markeder og markedsinfrastrukturer, generelle spørgsmål i det finansielle system og samspillet med den bredere økonomi.

ECB støtter også ESRB's udstedelse af otte landespecifikke advarsler om sårbarheder på beboelsesejendomsområdet den 28. november 2016 ved at analysere indikatorer for ubalancer og udvikle overvurderingsmodeller. De sårbarheder, der fremstod, vedrørte husholdningernes stigende gældsætning og deres evne til at tilbagebetale realkreditlån samt vurderingen af eller prisudviklingen for boligejendomme. Uanset denne analyse skal datahuller på ejendomsområdet lukkes yderligere, som afspejlet i en [ESRB-henstilling](#), som indeholder de harmoniserede definitioner, der er nødvendige for at kunne indsamle data vedrørende både beboelsesejendomme og erhvervsjendomme.

3.3 ECB's mikroprudentielle funktion

2016 var det andet hele år med ECB Banktilsyn i funktion. Hele året bidrog aktiviteter på dette område fortsat til en stabil banksektor i EU og lige vilkår for alle banker i euroområdet.

ECB finpudsede tilsyns- og evalueringsprocessen (SREP) for de bankkoncerner, som ECB fører direkte tilsyn med, og offentliggjorde forventninger på højt niveau om bankernes interne vurderingsprocesser vedrørende solvens og tilstrækkelig likviditet samt en [henstilling](#) om bankernes politikker vedrørende udlodning. Desuden tog

⁷⁴ Se ESRB's [pressemeldelse](#) af 28. november 2016.

ECB højde for afklaringer fra Europa-Kommissionen og Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA). Tilsynsmæssige kapitaltillæg består nu af to komponenter: et krav, som bankerne altid skal opfylde og fastholde, og en retningslinje, hvis overtrædelse ikke automatisk medfører et tilsynsmæssigt tiltag, men udløser en vurdering af den enkelte sag og eventuelt bankspecifikke tiltag. I SREP for 2016 afspejlede retningslinjen resultaterne af EBA's stresstest. Den samlede efterspørgsel efter kapital var stort set stabil og blev ikke påvirket af metodeændringerne.

De mindre signifikante banker er underlagt de nationale kompetente myndigheders tilsyn, overvåget af ECB. ECB har en forholdsmæssig og risikobaseret tilgang til tilsyn med mindre signifikante banker, suppleret med sektorovervågning for at fange den indbyrdes forbundethed mellem de mindre signifikante banker. ECB og de nationale kompetente myndigheder fortsatte arbejdet med at udarbejde fælles standarder for tilsynet med mindre signifikante banker, fx indførelse af fælles overvågning af institutsikringsordninger⁷⁵, som omfatter både signifikante og mindre signifikante banker.

Det europæiske banktilsyn har yderligere harmoniseret reglerne for udøvelse af valgmuligheder og skøn i EU's tilsynslovgivning. Det er et vigtigt skridt hen imod en ensartet tilsynsvirksomhed og lige vilkår for signifikante og mindre signifikante banker. De lovgivningsmæssige rammer i euroområdet er dog stadig fragmenterede i nogle tilfælde. I lyset af målet om at oprette en europæisk bankunion kræves der yderligere harmonisering.

På baggrund af den europæiske banksektors lave rentabilitet undersøgte ECB bankernes forretningsmodeller og rentabilitetsfremmende faktorer og udarbejdede en tematisk gennemgang. ECB udarbejdede også retningslinjer for bankerne med hensyn til misligholdte lån, som stadig spiller en stor rolle i dele af euroområdet. I juni offentliggjorde ECB en [tilsynserklæring om bankernes ledelse og risikovillighed](#), som skitserede de tilsynsmæssige forventninger. Endvidere iværksatte ECB en målrettet gennemgang af bankernes interne modeller, gjorde status over it-risici og udarbejdede retningslinjer om gearede transaktioner.

ECB Banktilsyn øgede også sin deltagelse i globale fora ved at blive medlem af Financial Stability Board's plenarforsamling.

Yderligere oplysninger om ECB Banktilsyn findes i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2016](#).

3.4 ECB's bidrag til lovgivningsmæssige tiltag

ECB bidrog til udvikling af de retlige rammer på internationalt og europæisk plan i 2016. ECB's primære mål var at sikre, at de retlige rammer i passende omfang tager højde for både makro- og mikroprudentielle forhold, og at der skabes rammer, der

⁷⁵ En kontraktmæssig eller lovfæstet ansvarsordning, som beskytter medlemmerne og især sikrer, at de har tilstrækkelig likviditet og solvens til at undgå konkurs, hvor det er nødvendigt.

ikke blot understøtter de enkelte institutters stabilitet, men også det samlede finansielle system. De vigtigste lovgivningsmæssige spørgsmål for ECB i 2016 var bl.a. at: i) færdiggøre de internationale kapital- og likviditetsstandarder for banker (Basel III), ii) revidere de mikro- og makroprudentielle retlige rammer i Den Europæiske Union (kapitalkravsforordningen og -direktivet – CRR/CRD IV), iii) løse problemet med banker, som er for store til at blive nødlidende ("too big to fail") samt iv) etablere en kapitalmarkedsunion for Den Europæiske Union og styrke de retlige rammer på områder, som rækker ud over banksektoren. Desuden bidrog ECB i 2016 til de fortsatte drøftelser om etableringen af den tredje søjle i bankunionen, nemlig en europæisk indskudsgarantiordning.

3.4.1 Færdiggørelsen af de internationale kapital- og likviditetsstandarder for banker

I 2016 bidrog ECB til en række initiativer, der skulle afslutte den lovgivningsmæssige respons på den finansielle krise, som bl.a. har indebåret en omfattende gennemgang af tilsynsrammerne for banker i regi af Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) i de sidste otte år. Basel III er et centralt element i reformerne siden krisen og har til formål at sikre tilstrækkelige, internationalt sammenlignelige standarder og give bankerne en grad af lovgivningsmæssig sikkerhed, så de kan tilpasse deres forretningsmodeller til den aktuelle situation. I den forbindelse bidrog ECB til den omfattende gennemgang af brugen af interne modeller i Basel-kapitalkravene med henblik på at mindske den betydelige variation i de risikovægtede aktiver, som danner grundlag for kapitalkravene. Desuden støttede ECB både Baselkomiteen og Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) i deres arbejde med at færdigudvikle gearingsgraden som bagstopper for de risikobaserede kapitalkrav, navnlig hvad angik kalibreringen af et passende minimumsniveau samt et ekstra krav til globalt systemisk vigtige banker (G-SIB'er) baseret på en internationalt harmoniseret definition. I januar 2017 anerkendte Baselkomiteens tilsynsorgan, Gruppen af Centralbankchefer og Finanstilsynschefer (GHOS) de fremskridt, der er opnået i det lovgivningsmæssige reformarbejde efter krisen. GHOS bemærkede dog, at der var brug for længere tid til at færdiggøre reformforslagene, inden GHOS kunne gennemgå dem. Dette arbejde forventes at være afsluttet inden for den nærmeste fremtid.

3.4.2 Revision af de mikro- og makroprudentielle retlige rammer i Den Europæiske Union

Gennemførelsen af de aftalte internationale standarder i EU-retten, især via revision af CRR/CRD IV, var en af de fremherskende udfordringer i lovgivningsarbejdet i 2016 og vil fortsat være det i de kommende år. I den forbindelse vil gearingsgraden blive indført i EU-rammerne, ved revision af CRR/CRC IV, som et yderligere kapitalbaseret mål, der skal supplere de risikobaserede kapitalkravsregler, sammen med net stable funding ratio, som er en langsigtet likviditetskvote, der supplerer de eksisterende kortsigtede krav i likviditetsdækningsgraden. Ved at give bankerne og

deres ansatte de rigtige incitamenter er de nye rammer også med til at sikre en mere stabil levering af finansielle tjenester til realøkonomien. Denne gennemgang, som forventes afsluttet i 2017, er et vigtigt led i de lovgivningsmæssige reformer, der finder sted i EU.

Et andet vigtigt lovgivningsmæssigt initiativ, som ECB har bidraget væsentligt til, er den gennemgang af EU's makroprudentielle rammer, der begyndte i 2016. ECB støtter en omfattende gennemgang af de makroprudentielle rammer med henblik på at øge effektiviteten heraf, og i 2016 blev et bidrag fra ECB til Europa-Kommissionens høring om emnet offentliggjort.⁷⁶ I den forbindelse er det vigtigt at sikre, at det nye institutionelle landskab – og navnlig etableringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) – afspejles i de makroprudentielle rammer, og at gennemgå og tydeliggøre de specifikke beføjelser, som de mikro- og makroprudentielle myndigheder har, strømline koordinationen mellem myndighederne, udvikle en bredere vifte af makroprudentielle værktøjer og forenkle aktiveringsmekanismerne, så myndighederne har mulighed for at gribe rettidigt og effektivt ind over for systemiske risici. Det vil kræve en grundig revision af den nuværende lovgivning, da de makroprudentielle rammer i CRR/CRD IV samt i ESRB-forordningen⁷⁷ stammer fra tiden før etableringen af bankunionen og navnlig af Den Fælles Tilsynsmekanisme.

3.4.3 Løsning af problemet med banker, som er for store til at blive nødlidende ("too big to fail")

Revision af rammerne for genopretning og afvikling var endnu et af de vigtige lovgivningsmæssige initiativer, som ECB bidrog til i 2016. Formålet med revisionen er at sikre, at bankerne har tilstrækkelig og troværdig tabsabsorberende kapacitet, og at afviklingsomkostningerne afholdes af bankernes aktionærer og kreditorer, ikke af skatteyderne. Et nyt koncept, den samlede tabsabsorberende kapacitet (total loss absorbing capacity, TLAC), er allerede aftalt for G-SIB'er på internationalt plan. Samtidig er der i EU's rammer indført et minimumskrav til egenkapital og passiver godkendt til bail-in (minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL), som gælder for alle kreditinstitutter i EU uanset størrelse. Både TLAC og MREL gør det lettere at afvikle banker og er således med til at sikre den finansielle stabilitet og at forhindre både moralsk risiko og overbelastning af de offentlige finanser. De to begreber afviger dog fra hinanden, hvad angår visse nøglefaktorer, og det kan føre til inkonsekvens i de lovgivningsmæssige rammer og forvride konkurrencen. I forbindelse med den igangværende revision af EU-direktivet om genopretning og afvikling af banker og anden, beslægtet EU-lovgivning er det derfor oplagt også at gennemføre TLAC i Europa, i hvert tilfælde for G-SIB'er, og at harmonisere anvendelsen af MREL i EU-landene yderligere, så det sikres, at

⁷⁶ Se "[ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework](#)", ECB, december 2016.

⁷⁷ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 af 24. november 2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici.

institutter med globale aktiviteter skal følge ensartede regler i de forskellige jurisdiktioner.

3.4.4 Finansiell regulering, der rækker ud over banksektoren

Det er vigtigt også at have passende lovgivningsmæssige rammer på plads for finansielle institutioner uden for banksektoren. I den forbindelse bidrog ECB til drøftelsen om færdiggørelsen af det indre marked for finansielle tjenester og kapital, som betyder yderligere ensretning af reglerne for banker og andre institutioner og reelle fremskridt i forhold til handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen. Øget finansiell risikodeling, diversificering og øget konkurrence mellem banker og andre institutioner og på tværs af grænser giver økonomiske fordele. Kapitalmarkederne kan være et vigtigt supplement til bankerne, hvad angår finansiering af økonomien. Samtidig vil denne udvikling uvægerligt påvirke den finansielle stabilitet, og den vil kunne medføre nye risici.

ECB fortsatte i 2016 med at støtte tiltagene til fremskyndelse af kapitalmarkedsunionen. En fuldt udbygget kapitalmarkedsunion skal tage fat på nogle af de forskelle i national og europæisk lovgivning, der står i vejen for grænseoverskridende aktiviteter, herunder konkursregler og beskatning. Det er også vigtigt at etablere et juridisk grundlag for makroprudentielle værktøjer, der også kan bruges uden for banksektoren.

3.4.5 En europæisk indskudsgarantiordning

ECB bidrog i 2016 til de fortsatte drøftelser om etablering af en europæisk indskudsgarantiordning og støtter køreplanen for færdiggørelse af bankunionen, herunder risikodeling (der omfatter ordningen selv plus en bagstopper til Den Fælles Afviklingsfond) og tilhørende risikobegrænsende tiltag.

Efter ECB's mening er det vigtigt, at en sådan ordning etableres så hurtigt som muligt, og at der løbende bliver gjort fremskridt med hensyn til risikobegrænsning. En europæisk indskudsgarantiordning er den tredje og sidste søjle i bankunionen, og etableringen deraf vil yderligere styrke og sikre den finansielle stabilitet. Indskudsgaranti er både et tillidsskabende ex ante-værktøj, der forhindrer stormløb mod bankerne, og et ex post-værktøj, der beskytter mod de negative konsekvenser af enkeltbankers konkurser. Samtidig bør processen med at gennemføre de udestående reformer fortsætte, da det vil være med til at mindske risiciene i banksystemet.

Boks 8

Misligholdte lån i euroområdet

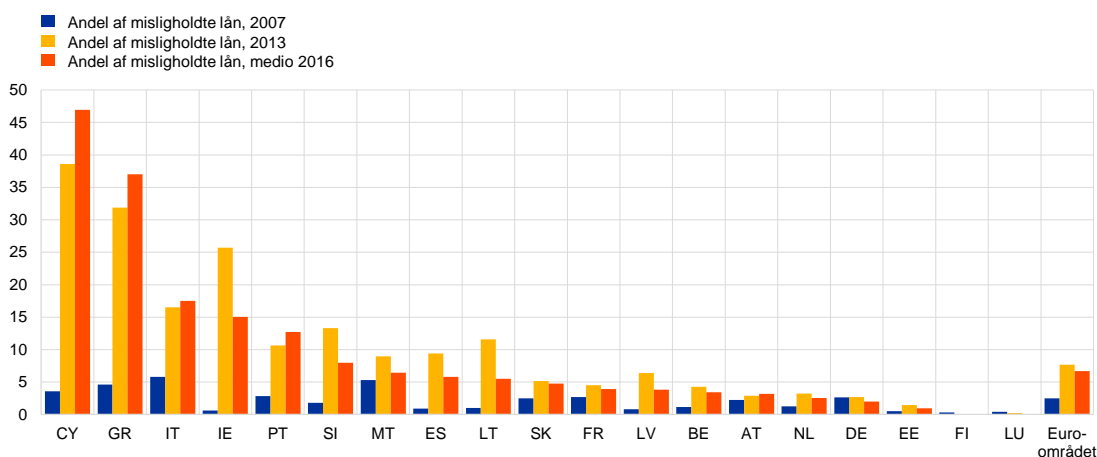
Eurolandene oplevede en væsentlig forringelse af kvaliteten af bankernes aktiver, da den finansielle krise satte ind. En af indikatorerne for kvaliteten af aktiver er andelen af lån, som er misligholdt eller tæt på at være det, i bankens samlede udlånsportefølje. Efter at have været nede på 2,5 pct. ultimo

2007 toppede andelen af misligholdte lån i euroområdet som helhed på 7,7 pct. ultimo 2013 for derefter at falde til 6,7 pct. medio 2016 som følge af en samlet indsats i en række lande (især Irland, Slovenien og Spanien) samt en vis forbedring af de makroøkonomiske forhold (se figur A). Andelen af misligholdte lån vedbliver dog at være høj i nogle lande, herunder Cypren (47,0 pct.), Grækenland (37,0 pct.), Italien (17,5 pct.) og Portugal (12,7 pct.). Forringelsen af bankaktivernes kvalitet i euroområdet kunne først og fremmest henføres til erhvervssektoren, navnlig de små og mellemstore virksomheder (SMV'er) og erhvervsejendomssektoren.

Figur A

Udvikling i andel af misligholdte lån i euroområdet

(I pct.)



Kilde: IMF (Financial Soundness Indicators).

Anm.: Data for medio 2016 for Tyskland og Italien vedrører ultimo 2015. I stedet for ECB-data anvendes der IMF-data, da de giver mulighed for en historisk sammenligning af niveauer for misligholdte lån.

I årene før den finansielle krise oplevede en række lande en høj vækst i kreditgivning og den private sektors gæld, der i mange tilfælde gik hånd i hånd med stigende ejendomspriser, hvilket forstærkede effekterne af krisen. Foruden disse konjunkturforskeligheder er en vedvarende høj andel af misligholdte lån udtryk for forskellige strukturelle forhold i de enkelte lande. Høj gældsætning hos virksomhederne, lav produktivitet og svag ekstern konkurrence er med til at hæmme virksomhedernes investeringer og forhindre dem i at ekspandere, mens svage offentlige finanser øger landets risikopræmie. Samtidig er langsomme reformer af arbejdsmarkedet (der skal afhjælpe problemer med segmentering og lav fleksibilitet) og afdæmpede ejendomsmarkeder (sikkerhedsstillelse) i nogle lande medvirkende til, at andelen af misligholdte lån ikke falder i privatkundesegmentet. Endelig spænder mangler i de juridiske rammer, først og fremmest ineffektive regler for tvangsauktioner og konkurs samt begrænsninger i dataudvekslingen mellem kreditorer og den skattemæssige behandling af afskrivninger, ben for fremskridt på området.

En stor andel af misligholdte lån presser bankernes indtjening, da det medfører lavere renteindtægter og højere omkostninger til hensættelser. Derudover øger det bankernes kapitalbehov og tærer på deres administrative ressourcer. Misligholdte lån påvirker også bankernes finansieringsomkostninger, da usikkerhed om aktivernes kvalitet forringer en banks risikoprofil og fører til højere finansieringsomkostninger. Det kan skabe en negativ spiral, fordi bankerne ikke kan håndtere de misligholdte lån, hvis de ikke kan skaffe tilstrækkelig kapital. Den lave rentabilitet og svage kapitalisering hos banker med en stor andel af misligholdte lån begrænser deres muligheder, idet de skal bruge yderligere kapital for at kunne yde nye lån. Eftersom nogle banker i euroområdet opererer uden for euroområdet og i nogle tilfælde spiller en betydelig rolle i udenlandske

banksektorer, kan de problemer, de står over for i deres eget land, også have en negativ indvirkning på andre landes banksektorer og omvendt.

Svagheder på bankernes balancer kan påvirke økonomien som helhed, når banker med en stor andel af misligholdte lån har lavere lånvækst og højere udlånsrenter, så hvis omfanget af misligholdte lån i euroområdet kunne nedbringes, ville det forbedre den økonomiske vækst.⁷⁸ Eftersom den økonomiske genopretning i euroområdet forventes at være beskeden i 2017 og 2018⁷⁹, og gælds niveauet stadig er højt i både den private og den offentlige sektor, er det usandsynligt, at andelen af misligholdte lån falder væsentligt på mellemlangt sigt, medmindre der gøres en ekstra indsats for at afhjælpe problemet. Nedbringelse af andelen af misligholdte lån kræver en overordnet strategi med fokus på de bagvedliggende strukturelle forhold.⁸⁰ Historiske data viser, at lande, som rettidigt indførte politiske tiltag, der omfattede både balanceførte og ikke-balanceførte poster, og valgte tiltag, der specifikt var rettet mod de porteføljesegmenter, som blev anset for de primære årsager til misligholdte lån, oplevede en markant nedgang i andelen af misligholdte lån (det gælder fx Irland, Slovenien og Spanien, hvor andelen faldt med henholdsvis 16,7, 5,3 og 3,3 procentpoint fra 2013 til medio 2016).

ECB Banktilsyn gør en stor indsats for at afhjælpe problemet med misligholdte lån. Fra og med den omfattende vurdering i 2014 har ECB kontinuerligt støttet aktiviteter på området gennem en løbende tilsynsdialog med de pågældende banker. Med henblik på at gøre noget effektivt ved situationen valgte ECB Banktilsyn at i) foretage en gennemgang af tilsynsmæssig, juridisk og retslig og udenretslig praksis i en række eurolande og ii) udarbejde et udkast til retningslinjer vedrørende misligholdte lån⁸¹, som blev offentliggjort og sendt i høring i september 2016. De endelige retningslinjer forventes at blive offentliggjort i løbet af foråret 2017. Fælles tilsynsteams er begyndt at arbejde aktivt sammen med de banker, der føres tilsyn med, vedrørende gennemførelse af retningslinjerne, som indebærer en forventning om, at banker med en stor andel af misligholdte lån fastsætter udfordrende og ambitiøse mål for nedbringelse heraf. Retningslinjerne lægger også op til mere konsekvens med hensyn til henstand, identifikation af misligholdte lån samt hensættelsespraksis og oplysning med henblik på at øge markedets tillid og sikre lige vilkår. Tilsynsmyndigheden og bankerne kan dog ikke løse problemet alene. Der er brug for hurtige politiske tiltag, der kan gøre noget ved de strukturelle hindringer for, at bankerne kan afvikle de misligholdte lån og sanere den misligholdte gæld. Sådanne tiltag vil kunne forbedre effektiviteten af retssystemerne, øge adgangen til sikkerhed, skabe hurtigere udenretlige processer og fjerne skattemæssige incitamenter til at lade stå til. Desuden er det nødvendigt at skabe markeder for nødlidende aktiver og at fremme salget af nødlidende lån til andre institutioner end banker. I den forbindelse skal der også gøres en indsats for at skabe en branche for overtagelse af misligholdte lån, at forbedre datakvalitet og -adgang og at fjerne skatte- og lovgivningsmæssige hindringer for gældssanering.

⁷⁸ En kvantifikation foretaget af M. Balgova, M. Nies og A. Plekhanov i "[The economic impact of reducing non-performing loans](#)", Working Paper nr. 193, Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling, oktober 2016, tyder på, at den potentielle gavnlige effekt af at reducere andelen af misligholdte lån kunne være en årlig BNP-vækst på hele to procentpoint. Dette vedrører en global stikprøve bestående af 100 lande. Lignende resultater for euroområdet findes imidlertid i [Global Financial Stability Report](#), Den Internationale Valutafond, oktober 2016; [Euro area policies: selected issues – Country Report No 15/205](#), Den Internationale Valutafond, juli 2015, og [Unlocking lending in Europe](#), Den Europæiske Investeringsbank, oktober 2014, boks 5.

⁷⁹ See [September 2016 ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet](#), ECB, 2016.

⁸⁰ Se J. Fell, M. Grodzicki, R. Martin og E. O'Brien, "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Special Feature B, indeholder en nærmere beskrivelse af de strukturelle forhold, der fører til misligholdte lån.

⁸¹ Se [Draft guidance to banks on non-performing loans](#), ECB Banktilsyn, september 2016.

Andre opgaver og aktiviteter

1 Betalingsinfrastruktur og betalinger

Den finansielle sektor, herunder dens underliggende betalingsinfrastruktur, skal tilpasse sig den hurtige teknologiske udvikling og innovation, der i dag har indflydelse på alle aspekter af vores liv. Selv om digitalisering, globalisering og bedre sammenkoblingsmuligheder har givet privatpersoner og virksomheder nye muligheder for at finde oplysninger, drive forretning og kommunikere, har det stigende antal brugere og den øgede mængde data på de digitale platforme, i cloud computing og på tværs af netværk samtidig skabt flere potentielle muligheder for cyberangreb. Cyberkriminalitet udgør ikke kun en trussel mod de enkelte markedsdeltagere, men også mod de operationelle netværk i det hele taget, og modstandskraft over for cyberangreb var derfor et vigtigt fokuspunkt for ECB og Eurosystemet i 2016 i forbindelse med betalingsinfrastruktur og betalinger.

Eurosystemet har også set på den fremtidige strategiske udvikling af sin betalingsinfrastruktur. Det undersøges, hvordan likviditetsstyringen inden for betalinger, værdipapirafvikling og Eurosystemets forvaltning af sikkerhedsstillelse kan gøres mere effektiv. I tæt samarbejde med markedsdeltagere undersøges det, hvordan brugernes nye behov kan imødekommes, og hvordan teknologiske fremskridt kan udnyttes til at være på forkant med nye risici i form af fx cyberangreb.

I forhold til at forme fremtiden for Eurosystemets betalingsinfrastruktur har sikkerhed og effektivitet fortsat højeste prioritet. En velfungerende betalingsinfrastruktur er afgørende for at bevare tilliden til euroen og understøtte de pengepolitiske operationer. Den spiller også en vigtig rolle i forhold til at sikre stabiliteten af det europæiske finansielle system og sætte skub i den økonomiske aktivitet.

1.1 Konsolidering af Target2 og T2S

Target 2, Eurosystemets bruttoafviklingssystem for betalinger i euro, behandlede i gennemsnit transaktioner for 1,7 billioner euro om dagen i 2016. For at give en idé om størrelsen af dette beløb kan det sammenlignes med, at Target2 på seks behandler transaktioner svarende til euroområdet's årlige BNP.

Target2-Securities (T2S) blev sat i drift i juni 2015 for at opnå større integration i betalingsinfrastrukturen for europæisk værdipapirafvikling, som i høj grad var præget af fragmentering. Platformen er en af hjørnestenene i Europa-Kommissionens projekt om at oprette en kapitalmarkedsunion og har resulteret i en omfattende [dagsorden for harmonisering af efterhandelstjenester og -standarder](#).

Med to vellykkede migreringsbølger i marts og september 2016 steg antallet af værdipapircentraler på T2S-plattformen fra 5 til 12⁸², og den behandlede transaktionsvolumen blev øget til omkring 50 pct. af den forventede samlede volumen, når de resterende ni deltagende værdipapircentraler forbindes til platformen. Det anslås, at T2S i gennemsnit vil behandle over 550.000 transaktioner om dagen, når migrationsprocessen er helt afsluttet i 2017.

Det funktionelle omdrejningspunkt for [Target2](#) og [T2S](#) er en effektiv likviditetsstyring inden for betalingsoverførsler, værdipapirafvikling og forvaltning af sikkerhedsstillelse. Men fordi de to systemer blev udviklet på forskellige tidspunkter, opererer de på separate platforme og er baseret på forskellige tekniske løsninger og miljøer. Det vil derfor være logisk at finde frem til synergier mellem de to systemer. En modernisering af Target2, en bedre udnyttelse af de muligheder, der allerede findes i T2S, og en konsolidering af de tekniske og funktionelle dele af tjenesterne i Target2 og T2S er de primære mål. Samtidig giver en konsolidering mulighed for at forbedre modstandskraften over for cyberangreb, forbedre de tjenester, der udbydes til brugerne, og etablere en fælles adgangskanal. Undersøgelsesarbejdet på dette område vil fortsætte i resten af 2017.

1.2 [Afviklingstjenester, der kan understøtte straksbetalinger](#)

For Eurosystemet er den største udfordring ved digitalisering i betalingssektoren at sikre, at der med indførelsen af de innovative betalingsprodukter og -tjenester, markedet udvikler, ikke skabes fornyet fragmentering på det europæiske marked.

I 2016 var straksbetalinger, dvs. betalinger, der giver modtageren rådighed over midlerne med det samme, nok det mest omdiskuterede emne i detailbetalingssektoren. Straksbetalingsordningen, der blev indført i november 2016, baner vejen for straksbetalingsløsninger til slutbrugerne. Den europæiske betalingsinfrastruktur stiler mod at blive klar til at behandle straksbetalinger på fælleseuropæisk plan i november 2017.

Eurosystemet vil understøtte afvikling mellem detailbetalingsinfrastrukturer, der tilbyder clearingtjenester for fælleseuropæiske straksbetalinger i euro, ved at levere forbedret Target2-funktionalitet til automatiserede clearingcentraler og fremme dialog og interoperabilitet mellem dem.

I forlængelse af sin undersøgelse af den fremtidige betalingsinfrastruktur foretager Eurosystemet også en analyse af muligheden for at udvikle en [Target-afviklingstjeneste for straksbetalinger](#) i realtid, der giver mulighed for afvikling i centralbankpenge på alle tidspunkter hele året.

⁸² I juni 2015 blev fire værdipapircentraler fra Grækenland, Malta, Rumænien og Schweiz forbundet til platformen. Den italienske værdipapircentral blev forbundet i august 2015. I marts og september 2016 blev yderligere syv værdipapircentraler fra Portugal, Belgien (to værdipapircentraler), Frankrig, Holland, Luxembourg og Danmark forbundet.

1.3 Eurosystemets fremtidige markedsinfrastruktur og distributed ledger-teknologi

I lyset af sine strategiske overvejelser om fremtiden for Eurosystemets betalingsinfrastruktur har ECB haft en række modeller baseret på [distributed ledger-teknologi](#) i støbeskeen. Yderligere oplysninger om denne teknologis mulige indvirkning på betalingsinfrastrukturen findes i [særafsnittet](#) på ECB's websted.

1.4 En sikker betalingsinfrastruktur

Som led i sin overvågningsfunktion fremmer Eurosystemet sikkerheden og effektiviteten af betalingsinfrastrukturen og iværksætter om nødvendigt ændringer. ECB offentliggjorde i juli 2016 en revideret udgave af [Eurosystemets overvågningsramme](#) for at afspejle lovgivningsmæssige ændringer og andre udviklingstendenser i de seneste år, der har haft betydning for Eurosystemets overvågningsfunktion. ECB er den øverste tilsynsmyndighed for tre systemisk vigtige betalingssystemer – Target2, Euro1 og Step2. I 2016 foretog ECB i samarbejde med de nationale centralbanker i euroområdet en omfattende vurdering af disse tre betalingssystemer i forhold til kravene i forordningen om overvågningskrav for systemisk vigtige betalingssystemer⁸³. ECB udvidede desuden sine overvågningsaktiviteter relateret til T2S i lyset af det øgede antal værdipapircentraler, der migrerede til den fælles afviklingsplatform i løbet af 2016.

Desuden udgav ECB en [rapport](#) om en krisekommunikationsøvelse for de betalingsinfrastrukturer, der opererer i euroområdet, som blev afholdt af Eurosystemets overvågere. Øvelsen omfattede alle markedets parter og havde til formål at bedømme, hvorvidt Eurosystemets beredskab effektivt kunne udføre sine operationelle og overvågningsmæssige opgaver i krisesituationer, samt at sikre, at de forskellige involverede parter kriseberedskabsprocedurer var tilstrækkeligt effektive i tilfælde af begivenheder med grænseoverskridende virkning. Generelt samarbejder ECB med andre centralbanker, lovgivere og myndigheder om at styrke den finansielle sektors modstandskraft over for [cyberangreb](#) og bidrog med international rådgivning om modstandskraft mod cyberangreb i sin vejledning⁸⁴, som blev udgivet i 2016.

Hvad angår centrale modparter, har ECB bidraget til det internationale arbejde med at fuldføre reformen af de globale markeder for derivater under ledelse af de [relevante standardudstedende G20-organer](#).

ECB var fortsat involveret i samarbejdsordninger på globalt og EU-plan for visse betalingsinfrastrukturer i sin rolle som udstedende centralbank. I den forbindelse bidrog ECB til det igangværende arbejde i kollegierne af myndigheder, der fører tilsyn med centrale modparter, i henhold til forordningen om europæisk

⁸³ Den Europæiske Centralbanks forordning (EU) Nr. 795/2014 af 3. juli 2014 om overvågningskrav for systemisk vigtige betalingssystemer (ECB/2014/28).

⁸⁴ [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Committee on Payments and Market Infrastructures – International Organization of Securities Commissions, juni 2016.

markedsinfrastruktur (EMIR). Desuden foretog ECB i samarbejde med de nationale centralbanker i euroområdet det indledende arbejde med en fremtidig tilladelse til værdipapircentraler (CSD'er) i henhold til CSD-forordningen.

2 Finansielle ydelser til andre institutioner

2.1 Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner

ECB er ansvarlig for forvaltningen af EU's lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under [mekanismen for mellemfristet finansiel støtte](#) (MTFA)⁸⁵ og [den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme](#) (EFSM)⁸⁶. ECB behandlede i 2016 rentebetalinger i forbindelse med lånene inden for MTFA. Det samlede udestående beløb under faciliteten pr. 31. december 2016 udgjorde 4,2 mia. euro. I 2016 behandlede ECB desuden diverse rentebetalinger i forbindelse med lånene inden for EFSM. Det samlede udestående beløb under denne mekanisme pr. 31. december udgjorde 46,8 mia. euro.

Tilsvarende har ECB ansvaret for at behandle betalinger i forbindelse med transaktioner under [den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet](#) (EFSF)⁸⁷ og [den europæiske stabilitetsmekanisme](#) (ESM)⁸⁸. ECB behandlede i 2016 diverse rente- og gebyrbetalinger med relation til lån inden for EFSF. ECB behandlede 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 låneaftalen for Grækenland.⁸⁹ Det samlede udestående beløb inden for denne aftale pr. 31. december 2016 udgjorde 52,9 mia. euro.

⁸⁵ I overensstemmelse med artikel 141, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, artikel 17, 21.2, 43.1 og 46.1 i ESCB-statutten og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002.

⁸⁶ 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 (EF) nr. 407/2010 af 11. maj 2010.

⁸⁷ I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk. 5, i rammeaftalen for EFSF).

⁸⁸ 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).

⁸⁹ I forbindelse med låneaftalen mellem medlemslande, der har indført euroen som valuta (bortset fra Grækenland og Tyskland) og Kreditanstalt für Wiederaufbau (der handler i offentlighedens interesse efter instruks og under garanti fra Forbundsrepublikken Tyskland) som långivere og Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntageren og ifølge artikel 17 og 21.2 i ESCB-statutten og artikel 2 i [ECB's afgørelse ECB/2010/4](#) af 10. maj 2010.

2.2 Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutaeserver

En række finansielle tjenesteydelser blev fortsat udbudt i 2016 inden for rammerne af Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutaeserver (ERMS), der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af kundernes valutaeserver i euro. De enkelte nationale centralbanker i Eurosystemet ("leverandører af Eurosystemets tjenesteydelser") tilbyder – i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder for centralbanker – samtlige tjenesteydelser på harmoniserede vilkår til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet og til internationale organisationer. ECB har en overordnet koordinerende rolle, som skal understøtte, at rammen fungerer gnidningsløst, og skal rapportere til Styrelsesrådet.

I 2016 havde 286 kunder en ERMS-forretningsaftale med Eurosystemet i forhold til 285 i 2015. Med hensyn til tjenesteydelserne steg de samlede aggregerede beholdninger (som omfatter kontante aktiver og værdipapirbeholdninger), der forvaltes inden for ERMS, med ca. 8 pct. i løbet af 2016 i forhold til ultimo 2015.

3 Sedler og mønter

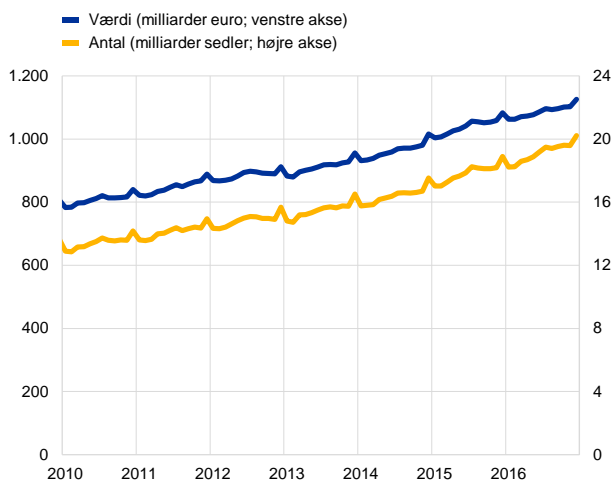
ECB og de nationale centralbanker i euroområdet er ansvarlige for udstedelsen af eurosedler i euroområdet og for at opretholde tilliden til valutaen.

3.1 Cirkulation af sedler og mønter

I 2016 steg antallet og værdien af [eurosedler i cirkulation](#) med henholdsvis ca. 7,0 pct. og 3,9 pct. Ultimo året var der 20,2 mia. eurosedler i cirkulation med en samlet værdi på 1.126 mia. euro (se figur 32 og 33). 100- og 200-eurosedlerne udviste den højeste årsvækst med henholdsvis 13,4 pct. og 12,9 pct. i 2016. Væksten i 50-eurosedlen var fortsat dynamisk med 9,9 pct., men var dog en smule lavere end i det foregåede år.

Figur 32

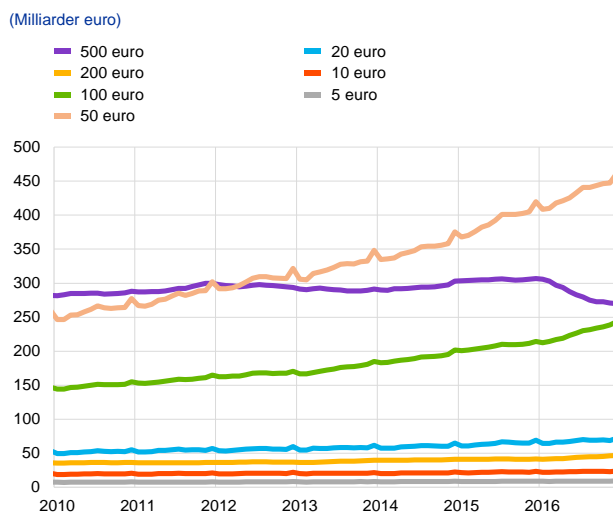
Antal og værdi af eurosedler i cirkulation



Kilde: ECB.

Figur 33

Antal eurosedler i cirkulation efter seddelværdi



Kilde: ECB.

Efter en gennemgang af seddelværdiernes struktur i den anden serie eurosedler, også kaldet Europa-serien, besluttede Styrelsesrådet at indstille produktionen af 500-eurosedlen og tage den ud af Europa-serien, bl.a. som følge af bekymring om, at denne seddel kunne indgå i ulovlige aktiviteter. Udstedelsen af 500-eurosedlen indstilles ultimo 2018, tæt på den planlagte indførelse af 100- og 200-eurosedlerne i Europa-serien. De øvrige seddelværdier – fra 5 til 200 euro – vil fortsat være i brug. Produktionen af eurosedlerne er fordelt mellem euroområdet nationale centralbanker, der samlet set fik tildelt produktionen af 6,22 mia. eurosedler i 2016.

I lyset af euroens internationale betydning og den udbredte tillid til eurosedlerne, vil 500-eurosedlen fortsat være lovligt betalingsmiddel og vil derfor også fremover kunne anvendes til betaling og værdilagring. 500-eurosedlen vil som de øvrige euroseddelværdier altid bevare sin værdi og kan veksles hos euroområdet nationale centralbanker i en ubegrænset tidsperiode.

Efter beslutningen om at indstille produktionen af 500-eurosedlerne faldt cirkulationen af disse sedler i 2016. Faldet blev delvist opvejet af en højere efterspørgsel efter 200-, 100- og 50-eurosedler.

Håndtering af 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.

I 2016 steg det samlede antal euromønter i cirkulation med 4,2 pct. til 121,0 mia. i slutningen af 2016. Ultimo 2016 var værdien af de cirkulerende mønter 26,9 mia. euro, hvilket var 3,6 pct. højere end ultimo 2015.

I 2016 kontrollerede euroområdet nationale centralbanker ca. 32,3 mia. eurosedlers ægthed og egnethed og tog ca. 5,4 mia. af dem ud af cirkulation.

Eurosystemet bistod fortsat fabrikanten af udstyr til håndtering af pengesedler for at sikre, at deres maskiner opfylder ECB's standarder for kontrol af eurosedlers ægthed og egnethed inden recirkulation. I 2016 kontrollerede kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder omkring 33 mia. eurosedlers ægthed og egnethed ved hjælp af sådanne maskiner.

3.2 En ny 50-euroseddel

En ny 50-euroseddel



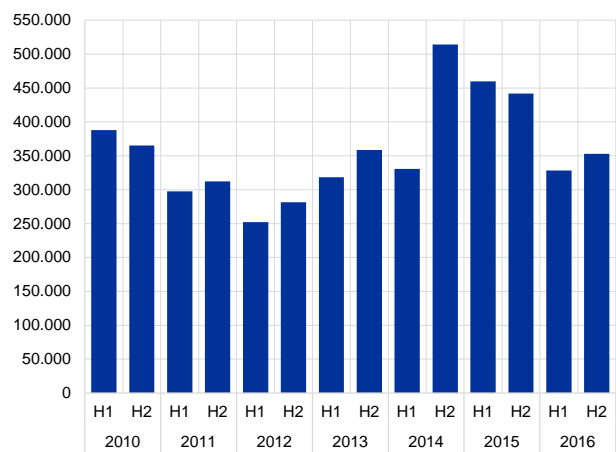
Den 5. juli 2016 blev den nye 50-euroseddel, der vil blive sat i omløb den 4. april 2017, afsløret. Indførelsen af den nye seddel er det seneste tiltag mod at gøre eurosedlerne endnu sikrere. Som efterfølger til 5-, 10- og 20-eurosedlen bliver den nye 50-euroseddel den fjerde seddelværdi i Europa-serien. 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.

Som led i forberedelserne til indførelsen af den nye 50-euroseddel gennemførte ECB og de nationale centralbanker i euroområdet en informationskampagne om den nye seddel og dens sikkerhedselementer, som var rettet mod både offentligheden og kontanthåndterende virksomheder. De traf også flere foranstaltninger til at bistå seddelhåndteringsbranchen med at forberede sig på indførelsen af den nye euroseddel.

3.3 Falske eurosedler

Figur 34

Antal falske eurosedler fundet i cirkulation



Kilde: ECB.

Det samlede antal falske eurosedler faldt i 2016, hvor omkring 685.000 falske sedler blev taget ud af cirkulation. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger fortsat meget lavt. Figur 34 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 2016 omkring 80 pct. af det samlede antal falske sedler. Andelen af falske 20-eurosedler faldt i 2016.

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.

4 Statistik

Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, der er vigtige, når det drejer sig om at understøtte pengepolitikken i euroområdet, ECB's tilsynsfunktioner, forskellige andre ESCB-opgaver og ESRB-opgaver (European Systemic Risk Board). Statistikkerne bruges også af offentlige myndigheder, finansielle markedsdeltagere, medierne og offentligheden.

ESCB udsendte også i 2016 regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser statistik for euroområdet. Desuden gjorde ESCB en stor indsats for at opfylde nye krav om meget punktlig og mere granulære statistikker af høj kvalitet på lande-, sektor- og instrumentniveau. Disse krav har resulteret i et behov for at "sætte sig ud over aggregaterne" ("move beyond the aggregates") – hvilket også var temaet for ECB's 8. statistikkonference i juli 2016.⁹⁰

4.1 Nye og forbedrede statistikker for euroområdet

I juli 2016 begyndte ECB den daglige indsamling af data på transaktionsniveau for euroområdets pengemarked fra områdets største banker, der omfatter de vigtigste pengemarkedssegmenter (dvs. segmentet for sikrede og usikrede transaktioner,

⁹⁰ Yderligere oplysninger findes på [ECB's websted](#).

valutaswaps og OIS (overnight index swaps)), med omkring 45.000 registrerede transaktioner om dagen. Disse oplysninger kan understøtte flere forskellige pengepolitiske funktioner og vil give mulighed for at udgive nye statistikker.

Der er udarbejdet nye, forbedrede statistikker om forsikrings-selskaber i overensstemmelse med forordning ECB/2014/50 (og Solvens II-direktivet) for 1. og 2. kvartal 2016. Disse data er resultatet af et flerårigt samarbejde mellem ECB og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og mellem de nationale centralbanker og de kompetente nationale myndigheder for at minimere branchens rapporteringsbyrde. Dataene bliver i øjeblikket gennemgået og aggregeret forud for den planlagte offentliggørelse i 2017.

I april 2016 omfattede euroområdet nettokapitalbalance over for udlandet for første gang også en komplet stock-flow-afstemning, og euroområdet kvartalsregnskab omfattede foruden indskud og udlån også oplysninger om finansielle positioner og transaktioner fordelt på sektorer for værdipapirer ("who-to-whom"-opgørelse).

I september 2016 begyndte ECB at udgive den månedlige Template on international reserves and foreign currency liquidity for ECB og Eurosystemet med en tidsforsinkelse på 15 dage, idet publikationen blev fremskyndet med 15 kalenderdage.

I november 2016 begyndte ECB at udgive yderligere og mere detaljerede kvartalsvise tal for den finansielle sundhed af signifikante banker, der overvåges direkte af ECB, hvoraf nogle statistikker er opdelt på land og kategori. Dette vil give øget gennemsigtighed i kvaliteten af bankernes aktiver og fremme markedsdisciplinen.

I december 2016 offentliggjorde ECB resultaterne af den anden omgang af undersøgelsen af husholdningerne økonomi og forbrug, der omfattede over 84.000 husholdninger i euroområdet (undtagen Litauen) og i Ungarn og Polen (se også kapitel 2, afsnit 5). Analysen af undersøgelsesresultaterne vil give en bedre forståelse af, hvordan mikroøkonomisk heterogenitet påvirker makroøkonomiske resultater.

4.2 Øvrig statistisk udvikling

ESCB udarbejdede fortsat nye eller væsentligt forbedrede mikrodataplatforme som den primære kilde til sine statistikker. Selv om granulære oplysninger indebærer en større arbejdsbyrde for ESCB's statistikfunktion i forhold til databehandling og kvalitetssikring, har de potentielt den fordel, at de letter byrden for rapporteringsenhederne. Samtidig giver de fleksibilitet og smidighed til hurtigere at kunne tilpasse sig brugernes behov og forbedrer kvaliteten af og den interne konsistens i de indsamlede data.

Resultaterne fra den centrale værdipapirdatabase (Centralised Securities Database) blev udvidet for blandt andet at understøtte forvaltningen af sikkerhedsstillelse.

I maj 2016 vedtog ECB en ny statistikforordning (ECB/2016/13) med det formål at oprette en granulær database med harmoniserede data om kreditter og kreditrisici for Eurosystemet. Datasættet AnaCredit vil fra slutningen af 2018 give månedlige oplysninger på lånniveau om kredit ydet af euroområdet banker og deres udenlandske filialer til virksomheder og andre juridiske enheder som defineret i forordningen (fysiske personer medtages ikke). Samtidig vil kapaciteten af ESCB's RIAD-database (Register of Institutions and Affiliates Database) blive udvidet til også at omfatte de nødvendige oplysninger om ikke-finansielle selskaber.

I august 2016 ændrede ECB forordningen og retningslinjen vedrørende statistik over værdipapirbeholdninger for at indsamle yderligere oplysninger om regnskabsforhold og kreditrisici fra bankkoncerner. Derudover udvides listen over rapporterende bankkoncerner til også at omfatte alle signifikante koncerner, der overvåges direkte af ECB. Desuden oprettes der med den ændrede retningslinje en ramme for datakvalitetssikring med det formål at vurdere og sikre kvaliteten af outputdata.

ESCB lægger stor vægt på kvaliteten af sine statistikker, men prøver samtidig at begrænse rapporteringsbyrden til et minimum. I den forbindelse er integrationen af statistiske og tilsynsmæssige krav afgørende for generelt at kunne strømline bankernes procedure for rapportering til nationale og europæiske myndigheder. Der fokuseres især på tre primære arbejdsområder: i) udarbejdelse af en fælles, integreret rapporteringsordbog (Banks' Integrated Reporting Dictionary) i samarbejde med branchen, som fastlægger et fælles regelsæt for bankernes rapportering til myndighederne⁹¹, ii) udarbejdelse af en fælles dataordbog (Single Data Dictionary) for Eurosystemet og SSM og iii) etableringen af en fælles, harmoniseret europæisk rapporteringsramme for banker (European Reporting Framework).

I oktober 2016 vedtog ECB at skabe øget gennemsigtighed i vurderingen af effekten af nye ECB-forordninger på de europæiske statistikker ved om nødvendigt at afholde en offentlig høring i tillæg til proceduren til afvejning af fordele og omkostninger, der har været en standardprocedure siden 2000.

I november 2016 underskrev Europa-Kommissionen og ECB et aftalememorandum mellem Eurostat og ECB's Generaldirektorat for Statistik om kvalitetssikringen af statistikker, der danner grundlag for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

I 2016 fortsatte ECB også sit arbejde med at gøre statistikkerne mere tilgængelige og brugervenlige, fx i form af nye søgefunktioner i Statistical Data Warehouse, dynamiske grafer, en opdateret version af ECBstatsApp og nye forklarende tekster på ECB's websted "Our statistics".

⁹¹ For yderligere oplysninger, se <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>.

5 Økonomisk forskning

Produktionen af videnskabelig forskning af høj kvalitet bidrager til at skabe et solidt og fast grundlag for ECB's politiske analyser og spiller derved en vigtig rolle for, at ECB kan nå sine målsætninger. Den økonomiske forskning hos ECB i 2016 gav ny indsigt i mange udfordrende og skiftende analytiske emner. Derudover bidrog tre forskningsnetværks arbejde til at fremme det tætte samarbejde mellem forskere i hele ESCB.⁹²

5.1 ECB's forskningsprioriteter og -klynger

Den økonomiske forskning hos ECB foregår i syv forskningsgrupper, der favner over en bred vifte af økonomiske og finansielle emner (se diagram 1). Disse teams hjælper med at koordinere bankens forskningsdagsorden på tværs af forretningsområder. For bedst muligt at kunne udnytte de mange forskellige forskningseksperter i ECB samarbejder grupperne på tværs om emner af fælles interesse. I 2016 havde forskningsteamene fokus på fire vigtige forskningsprioriteter (se diagram 2) for at opnå større viden om den pengepolitiske transmission, faktorerne bag lav inflation og nye institutionelle ordningers funktion i ØMU'en. Foruden disse vigtige områder havde forskningen også fokus på den beskeden vækst i euroområdet, det globale økonomiske miljø, bankvirksomhed og mikroprudentiel politik samt udvikling og videreudvikling af modeller. For sidstnævnte har fokus været på at udvikle mere tidssvarende modeller for enkeltlande og for hele euroområdet for at få større indsigt i samspillet mellem den finansielle sektor og realøkonomien.

Diagram 1
ECB's forskningsgrupper



⁹² Yderligere oplysninger om ECB's forskningsaktiviteter, herunder oplysninger om forskningsarrangementer, -publikationer og -netværk, findes på [ECB's websted](#).

Diagram 2

Forskningsprioriteter i 2016

1. Ekstraordinær pengepolitik Opkøb af værdipapirer og markedsoperationer Effektiv nedre grænse for renter Vedvarende inflationsændring	2. Inflation under forhold i forandring Risiko for ikke-forankrede inflationsforventninger Indenlandske og globale drivkræfter for lav inflation
3. Den nye makroprudentielle ramme Alternative politikkers effektivitet Regulering på kapital- og likviditetsområdet	4. Dybere ØMU og konvergens ØMU-ledelse og finanspolitik Konkurrenceevne og ledelse

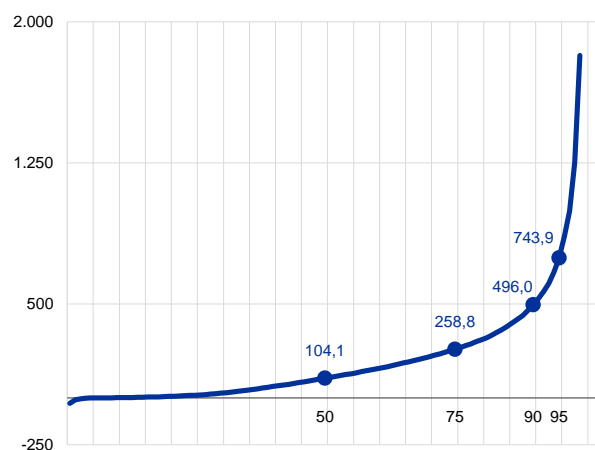
5.2 Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk

Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk gjorde i 2016 betydelige fremskridt i alle tre netværk og høstede vigtig viden om EU's og euroområdet økonomi.

Netværket om løndynamik færdiggjorde tredje omgang af sin undersøgelse, der havde til formål at finde ud af, hvordan virksomheder i EU har reageret på de forskellige stød og strukturreformer, der er sket i perioden 2010-13. Undersøgelsen omfatter over 25.000 virksomheder fra 25 EU-lande og giver et fuldt harmoniseret datasæt, der kan udnyttes til grundige analyser på tværs af lande. I løbet af året udgav netværket rapporter med vigtige forskningsresultater på landeniveau samt en artikel i ECB's Economic Bulletin, der omhandler vigtig ny indsigt i løntilpasningsmekanismer. Et af de vigtige resultater i dette arbejde er, at hyppigheden af lønjusteringer i EU-landene var lavere i perioden 2010-13 end i tiden før krisen (2002-2007). Dette synes i hvert fald delvis at kunne tilskrives virksomhedernes modvilje mod at sænke grundlønnen, selv om den var lavere i lande, som deltog i et makroøkonomisk tilpasningsprogram.

Figur 35
Formuefordelingen blandt euroområdets husholdninger

(y-aksen: tusinder euro; x-aksen: fraktiler af nettoformue)



Kilde: Eurosystemets undersøgelse af husholdningernes økonomi og forbrug.

Netværket om husholdningernes økonomi og forbrug koordinerer udarbejdelsen af undersøgelsen af husholdningernes økonomi og forbrug og analyserer de indsamlede data med det overordnede mål at blive klogere på, hvordan forskelle mellem forbrugere kan være med til at forklare den samlede økonomiske udvikling. I 2016 udgav netværket en rapport med resultaterne af den anden omgang af undersøgelsen, der omfattede over 84.000 husholdninger i 20 lande. Et vigtigt fokusområde for undersøgelsen er husholdningernes formue og dennes fordeling blandt husholdningerne (se figur 35). Medianhusholdningen har en nettoformue på 104.100 euro, 75-pct.-fraktilen af fordelingen er 258.800 euro, 90-pct.-fraktilen er 496.000 euro, og 95-pct.-fraktilen er 743.900 euro. Netværkets forskning omfattede flere forskellige brede områder, herunder: årsager til forbrug, en undersøgelse

af husholdningernes finansielle sårbarhed i forbindelse med en vurdering af makroprudentielle værktøjer, fordelings effekter af aktivpriser og pengepolitik⁹³, en måling af formuefordelingen blandt husholdninger og effekten af skattepolitik på deres forbrug.

I løbet af 2016 fungerede netværket om forskning i konkurrenceevne fortsat som samlingspunkt for ESCB's forskere i forbindelse med analyser af konkurrenceevne og produktivitet. Forskningsresultaterne var især udbytterige inden for international handel, den internationale transmission af økonomiske stød og effektiviteten af ressourceallokering i EU. En vigtig del af netværkets arbejde i 2016 var indsamlingen og udgivelsen af femte årgang af netværkets datasæt på virksomhedsniveau. Datasættet består af et omfattende sæt af indikatorer for produktivitet og er unikt både i forhold til sammenlignelighed på tværs af lande og i forhold til sin store dækning. Forskning med disse nye data gav indsigt i sammenhængen mellem øget produktivitet og jobskabelse i euroområdet.

5.3 Konferencer og publikationer

Banebrydende forskning og dialog med økonomer inden for den akademiske verden har fået stadig større betydning i de seneste år, efterhånden som antallet og kompleksiteten af de spørgsmål, som er relevante for ECB, er steget. Det var baggrunden for, at ECB i 2016 afholdt flere forskningsarrangementer på højt niveau, der havde fokus på nogle af de mest presserende spørgsmål, centralbankerne står over for. To af årets vigtige arrangementer var ECB's centralbankforum i Sintra og ECB's første årlige forskningskonference. Af andre vigtige konferencer kan nævnes International Monetary Policy Research Forum, ECB's 9. Workshop on Forecasting Techniques og den 12. Competitiveness Research Network Conference.

Mange af ECB's forskningsaktiviteter udmøntede sig også i udgivelsen af publikationer. Der blev således i alt udgivet 115 Working Papers i ECB's Working Paper-serie i 2016. Herudover blev der offentliggjort 73 artikler, som ECB var forfatter eller medforfatter til, i internationale akademiske tidsskrifter. Disse forskningspublikationer af høj kvalitet dannede også grundlag for en mere effektiv formidling af forskningsresultater til et bredere og mere generelt publikum, fx via ECB's Research Bulletin.

6 Juridiske aktiviteter og forpligtelser

I 2016 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

⁹³ Se også boks 5 i kapitel 1, afsnit 2.1.

privilegeret adgang overholdes. Endelig vedtog ECB en række retsakter og retlige instrumenter med relation til sine tilsynsopgaver.

6.1 ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau

I september 2016 traf EU-Domstolen afgørelse i to appelsager, der var indbragt af nogle indskydere i de cypriotiske banker, der var blevet underlagt afviklingsforanstaltninger i 2013. Sagsøgerne hævdede, at de pågældende afviklingsforanstaltninger var pålagt af ECB og Europa-Kommissionen på baggrund af deres deltagelse i Eurogruppens møder og deres rolle i forhandlingerne om og vedtagelsen af det cypriotiske aftalememorandum.

I den første gruppe af sager⁹⁴ nedlagde sagsøgerne påstand om at få annulleret Eurogruppens udtalelse af 25. marts 2013 vedrørende Cyperns finansielle støtteprogram og navnlig omstruktureringen af landets banksektor. EU-Domstolen stadfæstede Rettens afgørelse om, at den pågældende udtalelse fra Eurogruppen ikke kunne betragtes som Kommissionens og ECB's fælles beslutning. EU-Domstolen bemærkede desuden, at de cypriotiske myndigheders vedtagelse af de nødvendige retlige rammer for omstruktureringen af bankerne ikke kunne anses for at være blevet pålagt ved en påstået fælles beslutning fra Kommissionen og ECB, der konkret kom til udtryk i Eurogruppens udtalelse. Sagerne blev derfor afvist som uantagelige.

I den anden gruppe af sager⁹⁵ krævede sagsøgerne erstatning for de tab, de påstod at have lidt som følge af, at det cypriotiske aftalememorandum indeholdt paragraffer vedrørende afviklingen af de to cypriotiske banker og/eller ophævelsen af de pågældende paragraffer. EU-Domstolen ophævede Rettens afgørelser om at afvise sagerne med den begrundelse, at EU-institutionernes påståede ulovlige handlinger selv inden for rammerne af traktaten om oprettelse af den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) teoretisk set kan medføre et ansvar for Den Europæiske Union i henhold til artikel 340, stk. 2 og 3, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde. Denne afgørelse var baseret på Europa-Kommissionens forpligtelse til at fremme Unionens almene interesser og føre tilsyn med gennemførelsen af EU-retten i henhold til artikel 17, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Union samt forpligtelsen til at sikre, at ethvert aftalememorandum, der indgås af ESM, er i overensstemmelse med EU-lovgivningen i henhold til artikel 13, stk. 3 og 4, i traktaten om oprettelse af ESM. EU-Domstolen fastslog i hovedtræk, at set i lyset af, at Den Europæiske Union tjente et mål af almen interesse, dvs. målet om at sikre finansiell stabilitet i banksystemet i euroområdet, udgjorde afviklingsforanstaltningerne i det cypriotiske aftalememorandum ikke et urimeligt og uforholdsmæssigt indgreb i sagsøgernes ejendomsret. Derfor kunne Europa-Kommissionen ikke anses for at have medvirket til en krænkelse af sagsøgernes ejendomsret ved have tilladt, at den omstridte paragraf i det cypriotiske

⁹⁴ Forenede sager C-105/15 P til C-109/15 P.

⁹⁵ Forenede sager C-8/15 P til C-10/15 P.

aftalememorandum blev vedtaget. EU-Domstolen afviste derfor erstatningskravene, idet sagerne var uden retligt grundlag.

I juli 2016 gav Retten ECB medhold i en sag om annullation af og erstatning for visse beslutninger truffet af ECB's styrelsesråd om Bank of Greeces ydelse af ekstraordinær likviditetsstøtte til de græske banker. I sag T-368/15 hævdede sagsøgeren, at de omstridte beslutninger om ekstraordinær likviditetsstøtte var i strid med loven og "uundgåeligt resulterede i" den midlertidige lukning af bankerne og kapitalkontrol, som de græske myndigheder indførte i sommeren 2015, og som medførte, at sagsøgeren led et "alvorligt og uopretteligt tab". Hvad angår spørgsmålet om annullation, konstaterede Retten, at kravet om, at de omstridte beslutninger om ekstraordinær likviditetsstøtte skal berøre sagsøgeren direkte, tydeligvis ikke var opfyldt, og afviste derfor sagen som uantagelig. Retten fastslog således, at de omstridte beslutninger ved en opretholdelse af lovet for ekstraordinær likviditetsstøtte ikke på nogen måde pålagde de pågældende foranstaltninger (dvs. kapitalkontrollen), med det resultat, at de græske myndigheder frit kunne vælge at træffe andre foranstaltninger end disse. Retten afviste også erstatningssagen som uantagelig.

I maj 2016 traf Retten afgørelse i appelsagen indbragt af 150 af ECB's medarbejdere (sag T-129/14P) mod Personalerettens dom i sag F-15/10 vedrørende ECB's pensionsreform. I maj 2009 fastfros ECB efter en reformproces på omkring to år den eksisterende pensionsordning, som var en hybridordning, og vedtog en ny pensionsordning bestående af en ydelsesbaseret ordning som første søjle og en bidragsbaseret ordning som anden søjle. I ECB's nye pensionsordning optjener alle medarbejdere pensionsrettigheder for ansættelsesperioden fra og med 1. juni 2009, herunder de medarbejdere, der allerede var ansat inden eller på reformens ikrafttrædelsesdato – dog med undtagelse af de medarbejdere, der var mellem 60 og 65 år den 31. maj 2009. Denne gruppe af medarbejdere var fortsat omfattet af den gamle pensionsordning for deres ansættelse før og efter pensionsreformen. Den appel, som de 150 medarbejdere havde indbragt, kritiserede i otte anbringender en række punkter af den dom, der var afsagt i første instans. I sin appelafgørelse afviste Retten alle otte anbringender i deres helhed og stadfæstede dermed Personalerettens dom. Retten bekræftede dermed, at ECB's pensionsreform var fuldt lovlig. Hvad angår den procedure, der blev fulgt for at gennemføre reformen, fandt Retten, at ECB ikke havde brudt principperne om lovlighed og retssikkerhed. Retten bekræftede, at ændringerne i pensionsreglerne var sket i overensstemmelse med kompetence- og procedurereglerne. I forbindelse med de materielle spørgsmål gav denne afgørelse anledning til en grundig analyse af begrebet pensionsrettigheder som helhed. Retten mente ikke, at pensionsrettigheder indgår i udtrykket "løn" i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i direktiv 91/533⁹⁶. Derfor udgør de ikke et immaterielt element af ansættelseskontrakten, og ECB er berettiget til at foretage reformer af pensionsordningen uden sine medarbejders samtykke. I forhold til sagsøgernes påståede erhvervede rettigheder til at gå på pension i en alder af 60 år uden en reduktion af pensionsydelsen mindede Retten om, at det er

⁹⁶ Rådets direktiv af 14. oktober 1991 om arbejdsgiverens pligt til at underrette arbejdstageren om vilkårene for arbejdskontrakten eller ansættelsesforholdet (91/533/EØF).

fast retspraksis, at en embedsmand ikke kan påberåbe sig en erhvervet rettighed, medmindre omstændighederne, som udløser denne rettighed, var til stede før ændringen af bestemmelserne. Desuden mente Retten, at de erhvervede rettigheder, som medarbejdere, der var fyldt 60 år på tidspunktet for reformens ikrafttræden, havde, ikke var berørt af reformen takket være den overgangsordning, ECB havde indført som en del af reformpakken.

6.2 ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse

Ifølge traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde ("traktaten"), 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.⁹⁷ 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 2016 vedtog ECB otte udtalelser om forslag til EU-lovgivning og 53 udtalelser om national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.

På EU-plan omhandlede de vigtigste udtalelser⁹⁸, som ECB vedtog, et europæisk regelsæt for enkel, gennemsigtig og standardiseret securitisering samt ændringer til kapitalkravsforordningen ([CON/2016/11](#)), en samlet repræsentation for euroområdet i Den Internationale Valutafond ([CON/2016/22](#)) og oprettelsen af en europæisk indskudsgarantiordning ([CON/2016/26](#)).

En række høringer iværksat af nationale myndigheder omhandlede lovgivning vedrørende pengesedler og mønter⁹⁹, overvågning af betalingsordninger¹⁰⁰, systemet for dematerialiserede værdipapirer¹⁰¹, obligatoriske krav til kreditoverførsler og direkte debiteringer¹⁰² og forebyggelse af hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme¹⁰³.

ECB vedtog en række udtalelser om nationale centralbanker, herunder de gældende krav til revision af en national centralbank¹⁰⁴, en national centralbanks

⁹⁷ 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.

⁹⁸ De øvrige udtalelser er: [CON/2016/10](#) om et forslag til en forordning om ændring af kapitalkravsforordningen for så vidt angår undtagelser for råvarehandlere, [CON/2016/15](#) om et forslag til en forordning om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, [CON/2016/27](#) om et forslag til en forordning om ændring af forordningen om markeder for finansielle instrumenter, forordningen om markedsmissbrug og forordningen om værdipapircentraler og et forslag til et direktiv om ændring af direktivet om markeder for finansielle instrumenter, [CON/2016/44](#) om et forslag til en forordning om ændring af forordning (EU) nr. 345/2013 om europæiske venturekapitalfonde og forordning (EU) nr. 346/2013 om europæiske sociale iværksætterfonde samt [CON/2016/49](#) om et forslag til et direktiv om ændring af direktiv (EU) 2015/849 om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge eller finansiering af terrorisme og om ændring af direktiv 2009/101/EF.

⁹⁹ Se [CON/2016/2](#), [CON/2016/4](#), [CON/2016/25](#), [CON/2016/36](#) og [CON/2016/58](#).

¹⁰⁰ Se [CON/2016/38](#) og [CON/2016/61](#).

¹⁰¹ Se [CON/2016/46](#).

¹⁰² Se [CON/2016/13](#).

¹⁰³ Se [CON/2016/23](#).

¹⁰⁴ Se [CON/2016/24](#), [CON/2016/30](#), [CON/2016/33](#) og [CON/2016/52](#).

indberetningspligt over for det nationale parlament¹⁰⁵, funktionsmåden for en national centralbanks besluttende organ¹⁰⁶, en nedsættelse af godtgørelsen af en national centralbanks ledende medarbejdere¹⁰⁷, en national centralbanks erhvervelse af ejendomsretten til en enhed, der udfører pengepolitiske operationer i sine yderregioner og oversøiske territorier¹⁰⁸, en national centralbanks likviditetsstøttende operationer¹⁰⁹, en national centralbanks afviklingsopgaver¹¹⁰, en national centralbanks rolle i forhold til en indskudsgarantifond¹¹¹, de nationale centralbankers tilsyn med ydelse af betalingstjenester¹¹², institutioner, der varetager overdragelsen af fast ejendom¹¹³, og aftaler om forbrugercredit¹¹⁴, de nationale centralbankers drift af centrale kreditregistre og registre over bankkonti¹¹⁵, en national centralbanks indsamling af finansielle statistiske oplysninger¹¹⁶, en national centralbanks rolle i vurderingen af konkurrencen på markedet for realkreditlån¹¹⁷, en national centralbanks bidrag til en trust administreret af IMF¹¹⁸, en national centralbanks rolle i indberetningen af opkrævede forsikringspræmier¹¹⁹, de nationale centralbanker uden for euroområdet pengepolitiske instrumenter¹²⁰, udelukkelsen af modregningsret med hensyn til gældsfordringer mobiliseret som sikkerhed i en centralbank i ESCB¹²¹ samt en national centralbanks udstedelse af erindrings sedler¹²².

ECB vedtog desuden en række udtalelser om forskellige aspekter af finansielle institutioners aktiviteter¹²³, herunder om kreditorhierarkiet i kreditinstitutter ved konkurs¹²⁴, fastsættelsen af lofter på variable renter på realkreditlån¹²⁵, vederlaget for opsparingsindskudskonti¹²⁶, amortiseringskrav for boliglån¹²⁷, tilbagebetalingen af visse merrenter opkrævet på lån koblet til en udenlandsk valuta¹²⁸, omlægning af lån i fremmed valuta¹²⁹, reformen af kooperative banker¹³⁰, begrænsninger på

¹⁰⁵ Se [CON/2016/33](#), [CON/2016/35](#) og [CON/2016/52](#).

¹⁰⁶ Se [CON/2016/9](#), [CON/2016/33](#), [CON/2016/47](#) og [CON/2016/52](#).

¹⁰⁷ Se [CON/2016/32](#).

¹⁰⁸ Se [CON/2016/14](#).

¹⁰⁹ Se [CON/2016/55](#).

¹¹⁰ Se [CON/2016/5](#) og [CON/2016/28](#).

¹¹¹ Se [CON/2016/3](#) og [CON/2016/6](#).

¹¹² Se [CON/2016/19](#).

¹¹³ Se [CON/2016/16](#).

¹¹⁴ Se [CON/2016/31](#) og [CON/2016/34](#).

¹¹⁵ Se [CON/2016/42](#) og [CON/2016/57](#).

¹¹⁶ Se [CON/2016/29](#).

¹¹⁷ Se [CON/2016/54](#).

¹¹⁸ Se [CON/2016/21](#).

¹¹⁹ Se [CON/2016/45](#).

¹²⁰ Se [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) og [CON/2016/56](#).

¹²¹ Se [CON/2016/37](#).

¹²² Se [CON/2016/60](#).

¹²³ Se [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) og [CON/2016/55](#).

¹²⁴ Se [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) og [CON/2016/53](#).

¹²⁵ Se [CON/2016/54](#).

¹²⁶ Se [CON/2016/51](#).

¹²⁷ Se [CON/2016/18](#).

¹²⁸ Se [CON/2016/50](#).

¹²⁹ Se [CON/2016/39](#).

kreditinstitutters køb af fast ejendom eller aktiekapital¹³¹, udnævnelsen af medlemmerne af en banks bestyrelse¹³², boligudgifternes andel af indkomsten og belåningsprocenter¹³³, en garantiordning for securitisering af misligholdte lån¹³⁴, indførelsen af en skat på visse finansielle institutioner¹³⁵, centrale kreditregistres funktionsmåde¹³⁶ og nationale indskudsgarantiordningers funktionsmåde¹³⁷.

ECB vedtog desuden en udtalelse om repræsentanten for de nationale finanstillsyns rolle i ECB's tilsynsråd¹³⁸.

Der blev registreret otte tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB om forslag til national lovgivning, hvoraf nogle blev anset for at være åbenbare og væsentlige¹³⁹.

ECB blev ikke hørt af det italienske økonomi- og finansministerium om lovdekretet om hasteforanstaltninger til beskyttelse af opsparing i banksektoren, som havde til hensigt at etablere en retlig ramme for tildeling af ekstraordinær offentlig finansiel støtte til italienske banker. ECB blev ikke hørt af det græske finansministerium om loven om elektroniske betalinger.

Endelig blev ECB ikke hørt af det ungarske økonomiministerium om loven om nationale byggesparekasser¹⁴⁰, hvilket gav anledning til bekymring om en eventuel misligholdelse af princippet om centralbankers uafhængighed.

Den manglende høring fra Grækenlands, Ungarns og Italiens side blev vurderet at være åbenbar og vigtig og også gentagen.

6.3 Den lovgivningsmæssige udvikling i forhold til Den Fælles Tilsynsmekanisme

I 2016 vedtog ECB en række retlige instrumenter vedrørende sine tilsynsopgaver, som blev offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende og på ECB's websted. En liste over de retlige instrumenter vedrørende banktilsyn, der blev vedtaget i 2016, findes i ECB's årsberetning om tilsynsaktiviteter i 2016, [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2016](#).

¹³⁰ Se [CON/2016/17](#) og [CON/2016/41](#).

¹³¹ Se [CON/2016/48](#).

¹³² Se [CON/2016/28](#).

¹³³ Se [CON/2016/8](#).

¹³⁴ Se [CON/2016/17](#).

¹³⁵ Se [CON/2016/1](#).

¹³⁶ Se [CON/2016/42](#).

¹³⁷ Se [CON/2016/3](#) og [CON/2016/6](#).

¹³⁸ Se [CON/2016/43](#).

¹³⁹ 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.

¹⁴⁰ Lov om nationale byggesparekasser, offentliggjort i Magyar Kozlony (Ungarns statstidende), nr. 49, 11. april 2016.

6.4 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 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 må køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 123. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

Overvågningen i 2016 bekræftede, at bestemmelserne i traktatens artikel 123 og 124 med tilhørende rådsforordninger generelt blev respekteret.

Overvågningen afslørede, at det ikke var alle nationale centralbanker i EU, der i 2016 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.

ECB vurderede, at Magyar Nemzeti Banks etablering og finansiering af porteføljeforvaltningsselskabet MARK Zrt. var en overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering, der bør korrigeres.

I maj 2016 ydede Magyar Nemzeti Bank en 3-måneders likviditetsfacilitet til den ungarske investorgarantiordning Karrendezesi Alap. ECB vurderede, at denne operation potentielt er i strid med forbuddet mod monetær finansiering, da der fandtes alternative muligheder for at skaffe kortsigtet finansiering til investorgarantiordningen, som ikke ville have krævet finansiell involvering af Magyar Nemzeti Bank. Dette tilfælde bør ikke danne præcedens.

Som opfølgning på de bekymringer, der fremgik af ECB's Årsberetning 2014 og 2015, 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 for ejendomsinvesteringer iværksat af Magyar Nemzeti Bank, et program med det formål at øge kendskabet til finansielle forhold via et netværk af seks fonde og disse fondes investeringsstrategi, et program for overførsel af personale fra det ungarske finanstillsyn til centralbanken, et opkøbsprogram for ungarske kunstværker og kulturejendomme samt et program med det formål at tilskynde bankerne til at opkøbe godkendte værdipapirer, navnlig statsobligationer. Set i lyset af disse operationers store antal, omfang og størrelse vil ECB fortsat overvåge dem nøje for at sikre, at de ikke er i modstrid med forbuddet om monetær finansiering og privilegeret adgang. Magyar Nemzeti Bank bør også sikre, at de centralbankmidler, den har tildelt sit netværk af fonde, hverken direkte eller indirekte bruges til statslig finansiering. 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 2016, navnlig via salg af langfristede gældsbeviser med variabel rente, er et skridt på vejen mod den nødvendige afhændelse af alle disse aktiver. En mere ambitiøs plan for afhændelsen ville dog yderligere mindske de vedvarende alvorlige bekymringer om monetær finansiering.

7 Internationale og europæiske relationer

7.1 Europæiske relationer

I 2016 opretholdt ECB sin tætte dialog med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Ecofin-Rådet, Eurogruppen og Europa-Kommissionen. Der blev i årets løb taget yderligere skridt mod at fuldføre bankunionen og fortsætte arbejdet med at forbedre den finansielle sektors tilstand i euroområdet. Samtidig satte den økonomiske situation i euroområdet og det makroøkonomiske tilpasningsprogram for Grækenland dagsordenen for møderne i Eurogruppen og Ecofin-Rådet, hvor ECB's formand og andre medlemmer af Direktionen deltog. Behovet for en sammenhængende strategi for penge-, finans- og strukturpolitikken, der kan være med til at styrke den økonomiske genopretning i Europa, var et af de emner, der blev drøftet på de møder i Det Europæiske Råd, som ECB's formand deltog i.

7.1.1 Fuldførelse af Europas økonomiske og monetære union

Arbejdet med at fuldføre den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) skred frem efter den køreplan, der blev fastlagt i 2015 i de fem formænds rapport med titlen "Completing Europe's Economic and Monetary Union".

Der blev gjort fremskridt med bankunionen med gennemførelsen af direktivet om genopretning og afvikling af banker og direktivet om indskudsgarantiordningen. ECB

var også i 2016 fortaler for målrettede skridt for at fuldføre bankunionen, navnlig i tekniske drøftelser rettet mod oprettelsen af en pålidelig fælles bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond og indførelsen af en europæisk indskudsgarantiordning. Foruden bankunionen kan en europæisk kapitalmarkedsunion potentielt gøre det finansielle system mere robust ved at forbedre risikodeling på tværs af grænser og fremme en bredere og lettere adgang til finansiering.

Hvad angår rammerne for økonomisk styring, begyndte det europæiske finanspolitiske råd sit virke. Fremadrettet bør det europæiske finanspolitiske råds beføjelser og institutionelle uafhængighed styrkes for at sikre, at det kan yde et vigtigt bidrag til at skabe øget gennemsigtighed og sikre en bedre overholdelse af de finanspolitiske regler.¹⁴¹ Den 20. september 2016 udstedte Rådet en henstilling, der opfordrede landene i euroområdet til at oprette nationale produktivetsråd. Produktivetsrådene forventes at kunne sætte skub i gennemførelsen af strukturreformer i eurolandene. Men hvis de skal kunne arbejde effektivt, kræver det både det høje tekniske ekspertiseniveau, der forventes i rådene, men også at deres fulde uafhængighed sikres. Produktivetsrådenes arbejde skal sikre, at der tages tilstrækkeligt hensyn til den europæiske dimension ved at udveksle bedste praksis mellem medlemslandene og ved at understrege euroområdet dimension, når udfordringer vedrørende produktivitet vurderes og behandles i de enkelte medlemslande.

Derudover har ECB jævnligt understreget behovet for en konsekvent og fuldstændig anvendelse af bestemmelserne i de nuværende rammer for økonomisk styring, hvor der endnu ikke er gjort tilfredsstillende fremskridt. Det er eksempelvis tilfældet med den begrænsede gennemførelse af Europa-Kommissionens landespecifikke henstillinger (se også kapitel 1, afsnit 1.6) og den manglende overholdelse af kravene i stabilitets- og vækstpacten.

Fuld implementering af budgetreglerne og en mere effektiv koordinering af de økonomiske politikker vil være forudsætningen for at opnå den nødvendige tillid blandt medlemslandene til at komme videre med udbygningen af ØMU'en. ECB har understreget vigtigheden af større delt suverænitet på mellemlangt til langt sigt, fx i kraft af forbedret styring ved at gå fra et system af regler til institutioner¹⁴².

Samtidig står Europa også over for udfordringer på andre områder end det økonomiske, navnlig med hensyn til migration og sikkerhed. Det vil kræve en stærk økonomi at tage fat på disse udfordringer på en holdbar måde. At fuldføre ØMU'en er derfor en vigtig opgave som led i at gøre Europa stærkere. Eurosystemet står klar til at støtte dette arbejde.

¹⁴¹ Yderligere oplysninger findes i boksen "[The creation of a European Fiscal Board](#)", *Economic Bulletin*, 7/2015, ECB.

¹⁴² Se også artiklen "[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)", *Economic Bulletin*, 5/2016, ECB.

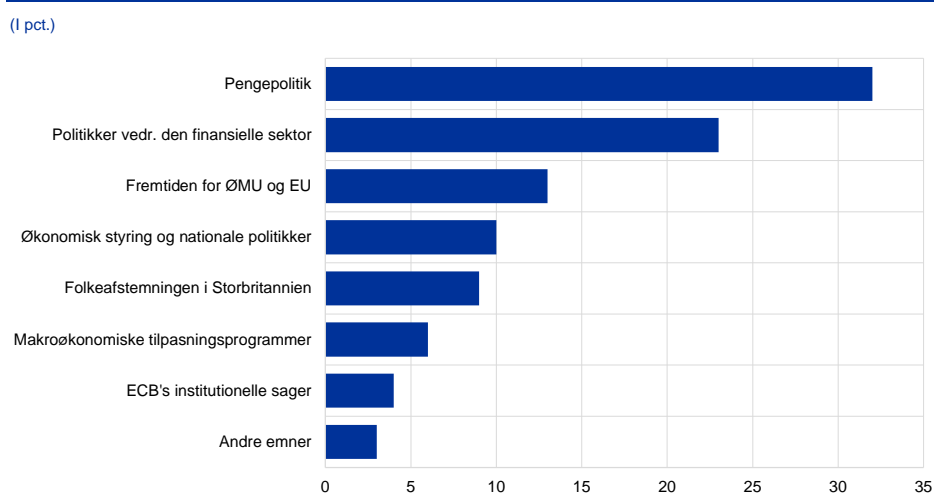
7.1.2 Udøvelse af demokratisk ansvarlighed

ECB er en uafhængig institution, der frit kan anvende sine værktøjer efter behov inden for sit mandat. Ansvarlighed er den nødvendige modvægt til denne uafhængighed, og 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 EU's borgere.

I 2016 deltog ECB's formand i fire regelmæssige høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg.¹⁴³ Ved disse høringer havde medlemmerne af Europa-Parlamentet især fokus på ECB's pengepolitik, politiske tiltag i den finansielle sektor, makroøkonomiske tilpasningsprogrammer og reformen af styring i euroområdet (se figur 36).

Figur 36

Emner for de spørgsmål, der stilles under de regelmæssige høringer i Økonomi- og Valutaudvalget



Kilde: ECB.

I 2016 besluttede ECB at begynde at udgive sin feedback til Europa-Parlamentets input som en del af sin beslutning vedrørende sidste års årsberetning. Dette skete på baggrund af et forslag i Europa-Parlamentets beslutning som et skridt til at skabe øget gennemsigtighed.¹⁴⁴ Indtil da havde medlemmerne af Europa-Parlamentet kun fået denne feedback sammen med årsberetningen.

¹⁴³ De indledende bemærkninger findes på [ECB's websted](#).

¹⁴⁴ Se punkt 23 i Europa-Parlamentets beslutning om ECB's årsberetning for 2014, der findes på [Europa-Parlamentets websted](#).

Tabel 3

Oversigt over høringer i Europa-Parlamentet i 2016

Høring	Direktionsmedlem	Dato	Emner til debat
Regelmæssige høringer i Økonomi- og Valutaudvalget	Formand	15. februar	Se figur 36
		21. juni	
		26. september	
		28. november	
Høringer vedrørende ECB's årsberetning	Formand	1. februar	Debat i plenarforsamlingen om ECB's årsberetning for 2014
	Næstformand	7. april	Fremlægelse af ECB's årsberetning for 2015 (møde i Økonomi- og Valutaudvalget)
	Formand	21. november	Debat i plenarforsamlingen om ECB's årsberetning for 2015
Andre høringer	Sabine Lautenschläger	25. januar	Indsamling af kreditdata (møde i Økonomi- og Valutaudvalget)
	Benoît Cœuré	2. marts	Euroområdet's finanspolitiske kapacitet (fælles møde mellem Økonomi- og Valutaudvalget og Budgetudvalget)
		12. oktober	Grækenlands tredje makroøkonomiske tilpasningsprogram (møde i Financial Assistance Working Group)

Kilde: ECB.

ECB opfylder også sin ansvarlighedsforpligtelse gennem regelmæssig rapportering til og besvarelse af skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet. I 2016 modtog ECB's formand også breve med sådanne spørgsmål, og svarene på dem er offentliggjort på ECB's websted.¹⁴⁵ De fleste af spørgsmålene handlede om gennemførelsen af ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag, de økonomiske udsigter og makroøkonomiske tilpasningsprogrammer.

Som tidligere kom ECB med input til drøftelserne i Europa-Parlamentet og Det Europæiske Råd om lovforslag inden for ECB's kompetenceområder. Ud over ansvarlighedsforpligtelserne deltog også andre repræsentanter fra ECB i offentlige møder i Økonomi- og Valutaudvalget for at drøfte tekniske spørgsmål inden for ECB's ekspertiseområder og opgaver.

ECB stilles også til ansvar for sine banktilsynsmæssige aktiviteter af både Europa-Parlamentet og Rådet.¹⁴⁶ Yderligere oplysninger findes i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2016](#).

7.2 Internationale relationer

På baggrund af et udfordrende internationalt klima deltog ECB i drøftelser i internationale fora, indsamlede oplysninger og informerede om sin egen politik og styrkede på den måde relationerne med vigtige internationale modparter. Dette var særlig vigtigt i et år, hvor monetære myndigheder over hele verden fortsat støttede den spirende økonomiske genopretning.

¹⁴⁵ Alle svar fra ECB's formand på spørgsmål fra Europa-Parlamentets medlemmer er offentliggjort i et særskilt afsnit af [ECB's websted](#).

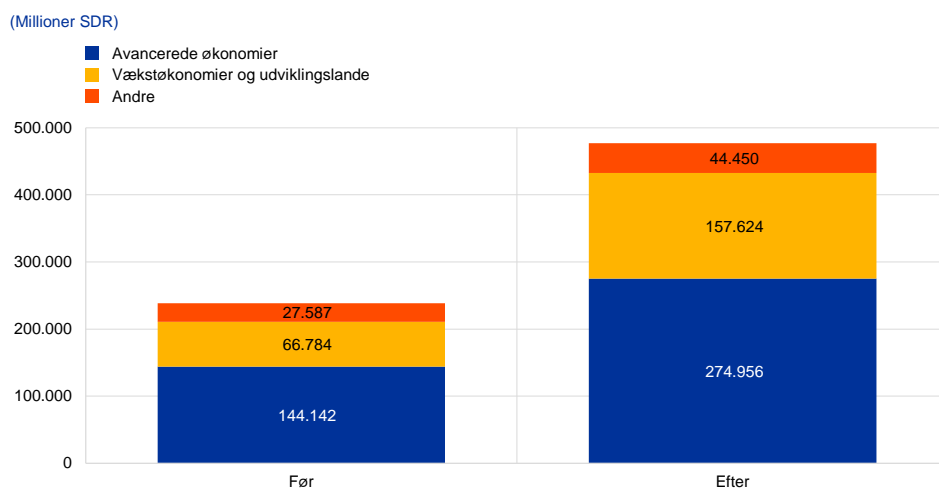
¹⁴⁶ Skriftlige svar fra formanden for ECB's tilsynsråd på spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet offentliggøres på ECB Banktilsyns websted.

7.2.1 G20

I lyset af den fortsat afdæmpede økonomiske genopretning havde Kinas G20-formandskab fokus på at fremme global vækst og understregede vigtigheden af strukturreformer som led i gennemførelsen af finans- og pengepolitikken, hvis dette mål skal nås. G20-formandskabet udvidede samtidig drøftelserne om vækstfaktorer til også at omfatte innovation og digitalisering. G20 indførte desuden yderligere foranstaltninger med henblik på en bedre peer review-evaluering af strukturreformer under sin "forbedrede dagsorden for strukturreformer". På baggrund af en voksende globaliseringsmodstand havde G20 større fokus på ulighed og rummelighed og opfordrede til at arbejde mod mere retfærdige skatteforhold på verdensplan med ny fokus på egentligt ejerskab, og hvordan manglende samarbejdsvilje blandt skattemyndigheder kan imødegås. G20-landenes finansministre og centralbankchefer, hvis møder ECB's formand deltager i, forpligtede sig til at være i tæt samråd om valutamarkedene og undgå enhver form for protektionisme i deres handels- og investeringspolitikker. Bestræbelserne på at bekæmpe finansiering af terror er også blevet intensiveret på baggrund af de seneste terrorangreb. Færdiggørelsen af de vigtigste elementer af de finansielle lovrammer blev støttet, og der blev lagt vægt på en rettidig, fuldstændig og konsekvent gennemførelse af den vedtagne reformdagsorden for den finansielle sektor. På topmødet i Hangzhou opfordrede G20-lederne også til, at der blev gjort fremskridt med at fremme grøn finansiering og, i lyset af drøftelserne om den internationale finansielle arkitektur, med at undersøge en bredere anvendelse af de særlige trækingsrettigheder (SDR), udvide medlemskabet af Paris-klubben og styrke de nye og eksisterende multilaterale udviklingsbankers rolle.

7.2.2 Politikspørgsmål vedrørende IMF og den internationale finansielle arkitektur

ECB var fortsat fortaler for en fælles europæisk stemme i drøftelserne i Den Internationale Valutafond (IMF) om fondens politikker og den internationale finansielle arkitektur som helhed. Hvad angår IMF's styring, trådte den vidtrækkende kvote- og styrelsesreform fra 2010 i kraft i starten af 2016 efter at være blevet ratificeret af det nødvendige flertal af IMF-medlemmer. Dette medførte et skift på over 6 pct. i kvoteandelene til dynamiske vækst- og udviklingslande og afspejlede dermed bedre deres voksende betydning i den globale økonomi. Som led i denne reformpakke forpligtede de avancerede europæiske lande sig til at reducere deres samlede repræsentation i bestyrelsen med to poster.

Figur 37**Fordeling af IMF-kvoter før og efter 2010-reformen**

Kilder: IMF og ECB's beregninger.

ECB støtter et stærkt, kvotebaseret IMF med tilstrækkelige ressourcer som omdrejningspunkt for det internationale monetære system, hvor IMF kan yde et vigtigt bidrag til global økonomisk og finansiell stabilitet. Med opbakning fra EU-landene fordoblede de samlede IMF-kvotemidler til 477 mia. SDR i 2016. Nogle IMF-medlemmer, inklusive en række EU-lande, bevilgede desuden omkring 260 mia. SDR til at sikre, at fonden fortsat har adgang til bilateral långivning under styrkede rammer for styring. Tidsplanen for drøftelser om den femtende kvotegennemgang blev ændret med henblik på at afslutte gennemgangen senest på tidspunktet for de årlige møder i 2019.

Da det er af afgørende betydning, at IMF's långivningspolitik fortsat er relevant i forhold til medlemmernes behov, gennemgik IMF tilstrækkeligheden af det globale finansielle sikkerhedsnet, herunder dets dækning, dets tilgængelighed og omkostninger forbundet med at tilbyde kriseforebyggelses- og kriseløsningsværktøjer.

I kølvandet på kriser i visse lande i euroområdet og deraf følgende EU-IMF-låne- og tilpasningsprogrammer for disse lande udgav [IMF's uafhængige evalueringskontor \(IEO\)](#) en omfattende rapport om fondens rolle under disse kriser og dens deltagelse i de finansielle støtteprogrammer for Grækenland, Irland og Portugal. Rapporten fokuserede primært på IMF's beslutningsprocesser, men indeholdt også betragtninger om økonomiske forhold, fx årsagerne til krisen samt karakteren af de politiske betingelser, og hvorvidt de er passende.

7.2.3 Teknisk samarbejde

ECB udvidede sit tekniske samarbejde med centralbanker uden for EU for at fremme en sund centralbankpraksis og dermed bidrage til global monetær og finansiell stabilitet. Samarbejdet afspejler ECB's rolle som en vigtig centralbank i den globale

økonomi. ECB fortsatte desuden sit samarbejde med centralbankerne i G20-vækstøkonomierne (fx Indien og Tyrkiet) med henblik på at udveksle teknisk ekspertise og bedste praksis. I 2016 underskrev ECB et nyt aftalememorandum med Banco Central do Brasil som grundlag for et udbygget samarbejde med fokus på nogle af de vigtigste centralbankemner, herunder pengepolitik, finansiell stabilitet og banktilsyn. Et styrket samarbejde med internationale og regionale organisationer bidrog til ECB's opsøgende arbejde i Latinamerika, Asien og Afrika.

ECB's samarbejde med centralbanker i lande, der på et tidspunkt kan blive medlem af EU, fortsatte – først og fremmest gennem en række regionale workshops. Specifikke arrangementer havde fokus på institutionelle udfordringer i forbindelse med EU-tiltrædelse, makroprudentiel og mikroprudentiel overvågning og centralbankernes uafhængighed som en vigtig del af god økonomisk styring. Det tekniske samarbejde med centralbankerne i EU-kandidatlande og potentielle kandidatlande sker i tæt samarbejde med de nationale centralbanker i EU og er et supplement til ECB's regelmæssige overvågning og analyse af den økonomiske og finansielle udvikling i de pågældende lande og den policy-orienterede dialog med deres centralbanker.

Boks 9

Brexit – konsekvenser og udsigter

Den 23. juni 2016 afholdt Storbritannien en folkeafstemning om sit EU-medlemskab. Et flertal på 51,9 pct. stemte for Storbritanniens udtræden af den Europæiske Union. Når Storbritannien formelt underretter Det Europæiske Råd om sin hensigt om at træde ud af Den Europæiske Union, udløser det i overensstemmelse med artikel 50 i traktaten om Den Europæiske Union en procedure for at forhandle en aftale på plads mellem Den Europæiske Union og Storbritannien. Der hersker i dag stor usikkerhed om Storbritanniens fremtidige økonomiske relationer til EU.¹⁴⁷

Tiden lige efter folkeafstemningen var præget af øget usikkerhed, en kortvarig episode med volatilitet og en kraftig depreciering af det britiske pund. Euroområdet stod imod den stærkt øgede usikkerhed og volatilitet med en opmuntrende modstandskraft takket være centralbankernes og tilsynsmyndighedernes forberedelser (herunder centralbanklikviditetsbagstoppere samt tilsynsmyndighedernes samarbejde med bankerne i forhold til likviditet, finansiering og operationelle risici) samt de forbedrede regulatoriske rammer.¹⁴⁸ Selv om den store overskudslikviditet gjorde det usandsynligt, at ECB ville være nødt til at ty til nødforanstaltninger, blev det – som nævnt i ECB's [pressemeldelse](#) af 24. juni 2016 – sikret, at der om nødvendigt kunne tilvejebringes yderligere likviditet, blandt andet via [stående swap-aftaler](#) med Bank of England. Desuden havde ECB's banktilsyn været i tæt kontakt med de mest udsatte banker inden folkeafstemningen for at sikre, at de overvågede risiciene nøje og forberedte sig på de mulige udfald af folkeafstemningen.

Fremadrettet er det svært at forudsige præcis, hvad de økonomiske konsekvenser af folkeafstemningen vil være. Det vil først og fremmest afhænge af timingen, forløbet og det endelige resultat af de kommende forhandlinger mellem EU og Storbritannien. Effekten af folkeafstemningens resultat på de økonomiske udsigter for euroområdet blev analyseret i [ECB's](#)

¹⁴⁷ Se også kapitel 1, afsnit 1.1.

¹⁴⁸ En grundigere analyse findes i kapitel 1, afsnit 1.2.

egne makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2016 og en boks i ECB's Economic Bulletin, der kun konstaterede en begrænset indvirkning på den økonomiske aktivitet i euroområdet på kort sigt. Derudover omhandlede ECB's Financial Stability Review for november 2016 forskellige aspekter vedrørende finansiel stabilitet i forbindelse med folkeafstemningens resultat. Konklusionen var, at de fleste markedssegmenter, der blev berørt af turbulensen i kølvandet på Storbritanniens folkeafstemning, hurtigt genvandt størstedelen af deres tab.

ECB's formand redegjorde også ved flere lejligheder for ECB's vurdering af de mulige følger af Brexit over for Europa-Parlamentet, fx den 26. september 2016 og den 28. november 2016. Ved disse lejligheder understregede ECB fordelene ved det indre marked for både euroområdet og Storbritannien. Uanset hvilken form forholdet mellem EU og Storbritannien vil få, er det af afgørende betydning, at det indre markeds integritet og homogeniteten af regler og deres håndhævelse bevares. På et uformelt møde i Bratislava i september drøftede stats- og regeringscheferne for de resterende 27 EU-lande for første gang deres fælles fremtid efter Storbritanniens forventede udtræden af EU. Som svar på borgernes aktuelle bekymring vedtog de en køreplan for, hvordan de fælles udfordringer i forbindelse med migration, terrorisme samt økonomisk og social usikkerhed skal tackles. ECB understregede ved flere lejligheder, at hvis Europa skal styrke sin kapacitet inden for disse områder, kræver det, at det europæiske projekt har et stærkere økonomisk grundlag.

8 Ekstern kommunikation

Forklaring af ECB's politik for Europas borgere

En åben og gennemsigtig kommunikation er med til at gøre en centralbanks politik mere effektiv. Den gør det muligt for centralbanken at holde den brede offentlighed og finansmarkederne underrettet om mål og opgaver, forklare baggrunden for sine handlinger og dermed påvirke forventningerne. ECB, der har en lang tradition for åben kommunikation, fortsatte i 2016 med at forbedre kommunikationen ved bl.a. at videreudvikle outreach-aktiviteterne og den digitale kommunikation.

Outreach-aktiviteter

I 2016 videreudviklede ECB sine initiativer til at nå ud til den brede offentlighed og forbedre forståelsen af ECB's politik og beslutninger for på denne måde at opbygge større tillid hos borgerne i euroområdet.

ECB modtog 522 besøgsgrupper i Frankfurt og var i den forbindelse vært for mere end 15.000 besøgende fra 35 lande. Disse blev tilbudt både foredrag med et generelt informationsindhold og skræddersyede foredrag med mulighed for en dialog med ECB's eksperter. På guidede ture fik de besøgende også mulighed for at gå på opdagelse i ECB's nye bygning, kunstudstillingen og Euroudstillingen. I juli 2016

åbnede ECB også for første gang sine døre for den lokale befolkning den første lørdag i hver måned. Det resulterede i over 3.000 besøgende i 2. halvår 2016.

ECB afholdt for 6. gang konkurrencen "Generation Euro Students' Award". Konkurrencen har til formål at forklare ECB's opgaver for de yngre borgere i euroområdet. Den er centralbankens vigtigste tilgang til at opnå en dialog med elever i alderen 16 til 19 år og deres lærere. Formålet er at lære dem mere om pengepolitik og ECB. Eleverne deltager i et rollespil, hvor de træffer pengepolitiske beslutninger, efter at have undersøgt de økonomiske og monetære forhold i euroområdet.

ECB har også sat fokus på yngre aldersgrupper. Den 3. oktober 2016 besøgte 230 børn mellem 8 og 10 år ECB sammen med deres familie. Det var anden gang, ECB åbnede dørene for det populære tyske børneprogram "Die Sendung mit der Maus". Besøget omfattede en rundvisning i bygningen, præsentationer, workshops om ECB's rolle og funktion og om eurosedler og -mønter, spil til undervisningsbrug og flere udstillinger.

Aktiviteterne på outreach-området foregik også uden for Frankfurt. Eksempelvis var ECB i 2016 – sammen med den irske centralbank – til stede under de nationale mesterskaber i pløjning i Irland, der er den største udendørs udstilling og landbrugsmesse i Europa.

Øget digitalisering

ECB har også yderligere forøget de digitale kommunikationsbestræbelser for at tilpasse sig de nye forbrugsmønstre på nyhedsområdet.

Indholdsmæssigt har ECB øget bestræbelserne på at blive mere tilgængelig for den brede offentlighed og gøre det lettere at forstå ECB's beslutninger ved at bruge et enkelt sprog og digitale kommunikationskanaler til at forklare begreber, som ellers er ret tekniske. Et eksempel herpå er afsnittet på ECB's websted, hvor en række begreber forklares nærmere på mange EU-sprog. En øget brug af infografikker indgår også som en del af dette digitale fokus.

Teknisk set har ECB yderligere moderniseret sine websteder. Både ECB's websted og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's websted er nu fuldstændig responsive. Det sikrer, at websider og vigtige publikationer bliver vist bedst muligt uafhængig af, hvilket udstyr læseren anvender. ECB har desuden efterkommet den øgede efterspørgsel efter streaming af arrangementer i høj kvalitet på nettet.

Tilstedeværelsen på de sociale medier er blevet større. ECB's [Twitter-konto](#) har nu mere end 360.000 følgere. Den bruges til at skabe opmærksomhed om publikationer og nøglebudskaber i taler. I december 2016 afholdt ECB den første direkte debat på Twitter. Ved denne lejlighed besvarede Benoît Cœuré spørgsmål stillet af den brede offentlighed til #askECB, som gjorde det muligt at have en direkte dialog i realtid. Desuden bruger ECB sin YouTube-kanal til at offentliggøre videomateriale og Flickr til fotografier. ECB har også en LinkedIn-konto, som ca. 43.000 borgere abonnerer på.

Bilag

1 Institutionelle rammer

ECB's besluttende organer og corporate governance

Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) styres af ECB's besluttende organer, dvs. [Styrelsesrådet](#) og [Direktionen](#). [Det Generelle Råd](#) er konstitueret som ECB's tredje besluttende organ, så længe der er EU-medlemslande, som ikke har indført euroen. De besluttende organer er underlagt traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.¹⁴⁹ I Eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt, til at nå Eurosystemets fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i overensstemmelse med ESCB-statutten.

Inden for rammerne af ECB's opgaver på banktilsynsområdet vedtager Styrelsesrådet retsakter, som udgør de overordnede rammer for at træffe tilsynsafgørelser, og godkender – i overensstemmelse med ikke-indsigelsesproceduren – forslag til tilsynsafgørelser udarbejdet af [Tilsynsrådet](#).¹⁵⁰ Yderligere oplysninger om ECB Banktilsyn findes i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2016](#).

Styrelsesrådet

[Styrelsesrådet](#) er ECB's vigtigste besluttende organ. Det består af medlemmerne af ECB's direktion og direktørerne for de nationale centralbanker i eurolandene. Stemmerettighederne roterer blandt Styrelsesrådets medlemmer i henhold til en rotationsordning, som findes på [ECB's websted](#).

Styrelsesrådet holder normalt møde [hver anden uge](#) i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. I 2016 blev der afholdt i alt 23 møder. Pengepolitiske møder (rentemøderne) afholdes hver sjette uge. Der offentliggøres også et [sammendrag](#) af drøftelserne på de pengepolitiske møder, normalt fire uger efter det respektive

¹⁴⁹ Vedrørende ECB's forretningsorden, se: afgørelse (EU) 2016/1717 af 21. september 2016 om ændring af afgørelse ECB/2004/2 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 258, 24.9.2016, s. 17 og afgørelse ECB/2015/8, 2014/1 og ECB/2009/5, afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80, 18.3.2004, s. 33, afgørelse ECB/2004/12 af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230, 30.6.2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks direktion, EFT L 314, 8.12.1999, s. 34. Disse regler findes på [ECB's websted](#).

¹⁵⁰ Yderligere oplysninger om beslutningsprocessen i Den Fælles Tilsynsmekanisme findes på [ECB Banktilsyns websted](#).

møde. Styrelsesrådet vil på møderne mellem rentemøderne primært drøfte emner med tilknytning til ECB's og Eurosystemets øvrige opgaver og ansvarsområder. For at sikre adskillelsen af ECB's pengepolitik og øvrige opgaver fra de tilsynsmæssige opgaver afholder Styrelsesrådet særskilte møder, hvor tilsynsspørgsmål drøftes.

Styrelsesrådet kan også træffe afgørelser ved skriftlig procedure. I 2016 gennemførtes mere end 1.400 skriftlige procedurer, hvoraf mere end 1.000 var ikke-indsigelsesprocedurer.

Styrelsesrådet

Mario Draghi Formand for ECB

Vítor Constâncio Næstformand for ECB

Josef Bonnici Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (indtil 30. juni 2016)

Benoît Cœuré Medlem af ECB's direktion

Carlos Costa Direktør for Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Direktør for Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Direktør for Eesti Pank

Boštjan Jazbec Direktør for Banka Slovenije

Klaas Knot Direktør for De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Direktør for Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

Sabine Lautenschläger Medlem af ECB's direktion

Erkki Liikanen Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Direktør for Banco de España

Jozef Makúch Direktør for Národná banka Slovenska

Yves Mersch Medlem af ECB's direktion

Ewald Nowotny Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Peter Praet Medlem af ECB's direktion

Gaston Reinesch Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Direktør for Latvijas Banka

Jan Smets Direktør for Nationale Bank van België/□Banque Nationale de Belgique

Yannis Stournaras Direktør for Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Direktør for Lietuvos bankas

Mario Vella Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (fra 1. juli 2016)

François Villeroy de Galhau Direktør for Banque de France

Ignazio Visco Direktør for Banca d'Italia

Jens Weidmann Direktør for Deutsche Bundesbank



Forreste række (fra venstre mod højre): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschläger, Benoît Cœuré, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane, Yves Mersch

Midterste række (fra venstre mod højre): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

Bagerste række (fra venstre mod højre): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Peter Praet, Vitas Vasiliauskas

Anm.: Luis M. Linde og Mario Vella var ikke til stede, da billedet blev taget.

Direktionen

Direktionen består af formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes af Det Europæiske Råd med kvalificeret flertal og efter høring af Europa-Parlamentet og ECB. Direktionen er ansvarlig for at forberede møderne i Styrelsesrådet, gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og afgørelser, som vedtages af Styrelsesrådet, og at forestå ECB's daglige drift.

Direktionen

Mario Draghi Formand for ECB

Vítor Constâncio Næstformand for ECB

Benoît Cœuré Medlem af ECB's direktion

Sabine Lautenschläger Medlem af ECB's direktion

Yves Mersch Medlem af ECB's direktion

Peter Praet Medlem af ECB's direktion



Forreste række (fra venstre mod højre): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi, Vítor Constâncio

Bagerste række (fra venstre mod højre): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

Det Generelle Råd

[Det Generelle Råd](#) består af ECB's formand og næstformand og de nationale centralbankdirektører i alle 28 EU-lande. Det Generelle Råd bidrager bl.a. til ECB's rådgivende opgaver, indsamling af statistik, fastsættelsen af de nødvendige regler for en standardisering af bogføringen og indberetningen af de transaktioner, der er foretaget af de nationale centralbanker, vedtagelsen af foranstaltninger til den del af fastsættelsen af fordelingsnøglen for kapitalindsuddet, der ikke allerede er fastsat i traktaten, og fastsættelse af ansættelsesvilkårene for ECB's ansatte.

Det Generelle Råd

Mario Draghi Formand for ECB

Vitor Constâncio Næstformand for ECB

Marek Belka Formand for Narodowy Bank Polski (indtil 20. juni 2016)

Josef Bonnici Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (indtil 30. juni 2016)

Mark Carney Direktør for Bank of England

Carlos Costa Direktør for Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Direktør for Central Bank of Cyprus

Adam Glapiński Formand for Narodowy Bank Polski (fra 21. juni 2016)

Ardo Hansson Direktør for Eesti Pank

Stefan Ingves Direktør for Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu Direktør for Banca Națională a României

Boštjan Jazbec Direktør for Banka Slovenije

Klaas Knot Direktør for De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Direktør for Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

Erkki Liikanen Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Direktør for Banco de España

Jozef Makúch Direktør for Národná banka Slovenska

György Matolcsy Direktør for Magyar Nemzeti Bank

Ewald Nowotny Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Dimitar Radev Direktør for Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)

Gaston Reinesch Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Direktør for Latvijas Banka

Lars Rohde Direktør for Danmarks Nationalbank

Jiří Rusnok Direktør for Česká národní banka (fra 1. juli 2016)

Miroslav Singer Direktør for Česká národní banka (indtil 30. juni 2016)

Jan Smets Direktør for Nationale Bank van België/□Banque Nationale de Belgique

Yannis Stournaras Direktør for Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Direktør for Lietuvos bankas

Mario Vella Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (fra 1. juli 2016)

François Villeroy de Galhau Direktør for Banque de France

Ignazio Visco Direktør for Banca d'Italia

Boris Vujčić Direktør for Hrvatska narodna banka

Jens Weidmann Direktør for Deutsche Bundesbank

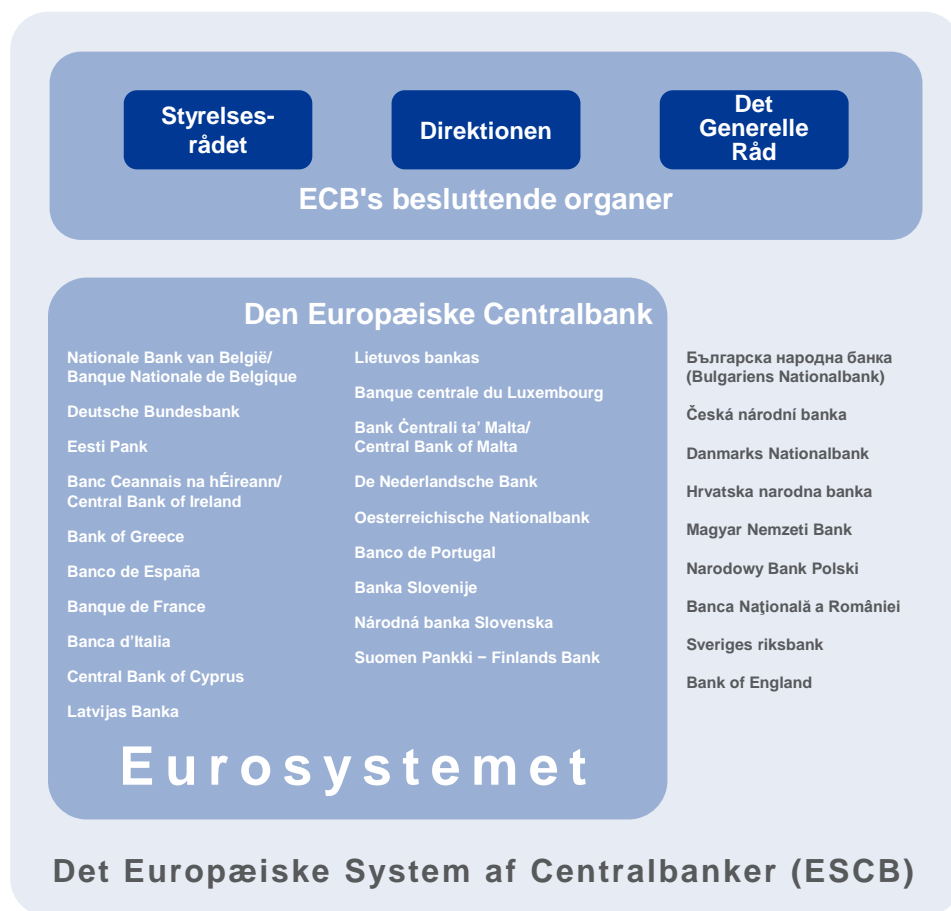


Forreste række (fra venstre mod højre): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane

Midterste række (fra venstre mod højre): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco

Bagerste række (fra venstre mod højre): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Anm.: Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić og Mario Vella var ikke til stede, da billedet blev taget.



Corporate governance

Ud over de besluttende organer omfatter ECB's corporate governance-struktur to udvalg på højt niveau – ECB's revisionsudvalg og ECB's etiske komite – samt en række andre eksterne og interne kontrolinstanser. Den suppleres af etiske rammer, ECB's afgørelse¹⁵¹ om de nærmere vilkår for undersøgelser af bekæmpelse af svig og bestemmelserne vedrørende offentlighedens adgang til ECB's dokumenter. Efter at Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) er etableret, har corporate governance-spørgsmål fået endnu større betydning for ECB.

Revisionsudvalget

ECB's revisionsudvalg bistår Styrelsesrådet med rådgivning og/eller udtalelser, for så vidt angår i) de finansielle oplysningers integritet, ii) overvågningen af interne kontrolprocedurer, iii) overholdelse af gældende love, forordninger og

¹⁵¹ Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 4. marts 2016 om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser (ECB/2016/3), EUT L 79, 30.3.2016, s. 34.

adfærdskodekser og iv) udførelsen af revisionsfunktioner. Komiteens [mandat](#) findes på ECB's websted. Errki Liikanen er formand for Revisionsudvalget, og de øvrige fire medlemmer i 2016 var: Vítor Constâncio, Josef Bonnici¹⁵², Patrick Honohan og Ewald Nowotny.

Den Ethiske Komite

Komiteen skal rådgive og vejlede medlemmerne af Styrelsesrådet, Direktionen og Tilsynsrådet i etiske spørgsmål med henblik på at sikre en tilstrækkelig og ensartet gennemførelse af de forskellige adfærdskodekser for organer involveret i ECB's beslutningsprocesser. Komiteens [mandat](#) findes på ECB's websted. Jean-Claude Trichet er formand for Den Ethiske Komite, der har yderligere to eksterne medlemmer: Patrick Honohan¹⁵³ og Klaus Liebscher.

Eksterne og interne kontrolinstanser

Eksterne kontrolinstanser

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to eksterne kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som udnævnes på rotationsbasis for en periode på fem år til at revidere ECB's årsregnskab, og Den Europæiske Revisionsret, der efterprøver effektiviteten af ECB's forvaltning.

Interne kontrolinstanser

ECB har etableret et system, hvor den interne kontrol sker i tre trin. Det første er forvaltningskontrol, det andet er forskellige funktioner til overvågning af risiko og compliance og det tredje uafhængig revision.

ECB's interne kontrolsystem er funktionsopdelt, således at hver enkelt enhed i organisationen (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) har det primære ansvar for egen risikostyring samt for at sikre en effektiv drift.

Overvågningsfunktioner omfatter overvågningsmekanismer og effektive procedurer til at opnå tilstrækkelig kontrol med finansielle og operationelle risici samt omdømme- og adfærdsrisici. Disse kontrolfunktioner befinder sig på andet niveau og udføres af interne ECB-kontrolfunktioner (fx budget- og kontrolfunktioner, de operationelle og finansielle risikostyringsfunktioner, kvalitetssikringsfunktionen for banktilsyn eller compliance-funktionen) og/eller – i givet fald – af Eurosystem-/ESCB-komiteerne (fx Komiteen for Organisatorisk Udvikling, Risikostyringskomiteen eller Budgetkomiteen).

Hertil kommer revisioner foretaget uafhængigt af ECB's interne kontrolsystem og risikoovervågning af ECB's interne revisionsafdeling under Direktionens direkte

¹⁵² Erstattede Hans Tietmeyer 1. december 2016.

¹⁵³ Erstattede Hans Tietmeyer 1. august 2016.

ansvar i henhold til ECB's revisionscharter. ECB's interne revision er i overensstemmelse med de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer. Ydermere bistår Komiteen for Interne Revisorer, der består af eksperter i intern revision fra ECB, de nationale centralbanker og de kompetente nationale myndigheder, Eurosystemet/ESCB og SSM med at nå deres mål.

ECB's etiske rammer

ECB's etiske rammer består af adfærdskodeksen for medlemmer af Styrelsesrådet, den supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen, adfærdskodeksen for medlemmerne af Tilsynsrådet og ECB's personaleregler. De etiske rammer opstiller etiske regler og retningslinjer, som skal sikre den højeste grad af integritet, kompetence, effektivitet og gennemsigtighed i udførelsen af ECB's opgaver. De indeholder bl.a. detaljerede bestemmelser til at undgå og styre potentielle interessekonflikter, restriktioner, indberetningskrav og et system til at overvåge private finansielle transaktioner, afkølingsregler i forbindelse med efterfølgende erhvervsmæssig beskæftigelse samt detaljerede regler for eksterne aktiviteter og for kontakt til tredjeparter.

Foranstaltninger til bekæmpelse af svig og hvidvask af penge

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning¹⁵⁴, som bl.a. gjorde det muligt for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF) at foretage interne undersøgelser ved mistanke om svig i Den Europæiske Unions institutioner, organer, kontorer og agenturer. Den retlige ramme vedrørende de nærmere vilkår for OLAF's undersøgelser af ECB i forbindelse med forebyggelse af svig, korruption og anden ulovlig aktivitet blev godkendt af Styrelsesrådet i 2004 og revideret i 2016.¹⁵⁵ I 2007 indførte ECB endvidere interne ordninger til bekæmpelse af hvidvask af penge og terrorfinansiering. Et internt indberetningssystem supplerer ECB's rammer på området, således at der sikres en systematisk indsamling af al relevant information og en behørig videreformidling til Direktionen.

Adgang til ECB's dokumenter

ECB's afgørelse om aktindsigt i ECB's dokumenter¹⁵⁶ er i overensstemmelse med opstillede målsætninger og anvendte standarder for aktindsigt i andre EU-institutioner og -organer. Afgørelsen fremmer gennemsigtigheden, alt imens den

¹⁵⁴ Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr.1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136, 31.5.1999, s. 1.

¹⁵⁵ Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 4. marts 2016 om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser (ECB/2016/3), EUT L 79, 30.3.2016, s. 34.

¹⁵⁶ Afgørelse ECB/2004/3 af 4. marts 2004 om aktindsigt i ECB's dokumenter, EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

tager højde for både ECB's og de nationale centralbankers uafhængighed samt sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECB's opgaver. Som følge af ECB's nye ansvarsområder på banktilsynsområdet er antallet og kompleksiteten af borgernes og de nationale myndigheders anmodninger om aktindsigt steget betydeligt.

I februar 2016 begyndte ECB som en del af sin forpligtelse til at sikre gennemsigtighed og ansvarlighed at offentliggøre direktionsmedlemmernes og formanden for Tilsynsrådets mødekalendere tre måneder efter mødernes afholdelse.

Kontoret for Compliance og Governance

Kontoret for Compliance og Governance (CGO) rapporterer direkte til ECB's formand og støtter Direktion i bestræbelserne på at beskytte ECB's integritet og omdømme, fremme etiske adfærdsstandarder og styrke ECB's ansvarlighed og gennemsigtighed. For at styrke den samlede sammenhæng og effektivitet i rammerne for ECB's corporate governance er CGO også sekretariat for ECB's revisionsudvalg og etiske komite. Endelig er CGO forbindelsesled til Den Europæiske Ombudsmand og OLAF.

2 Eurosystem-/ESCB-komiteer

Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECB's besluttende organer udfører. På Styrelsesrådets og Direktionens anmodning har komiteerne bidraget med ekspertise inden for deres kompetenceområder og fremmet beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i Eurosystemets centralbanker. De nationale centralbanker i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager dog i komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Derudover mødes nogle af komiteerne i en SSM-sammensætning (dvs. et medlem fra centralbanken og et medlem fra den kompetente nationale myndighed i hvert af de deltagende medlemslande), når de bistår ECB i det politiske arbejde i tilknytning til tilsynet med kreditinstitutter. Repræsentanter fra andre kompetente organer kan også blive inviteret med til komitemøder, når det er hensigtsmæssigt.

Eurosystem-/ESCB-komiteer, Budgetkomiteen, HR-konferencen og deres formænd (pr. 1. januar 2017)

Regnskabskomiteen (AMICO) Roberto Schiavi	Markedsoperationkomiteen (MOC) Ulrich Bindseil
Seddelkomiteen (BANCO) Ton Roos	Den Pengepolitiske Komite (MPC) Wolfgang Schill
Komiteen for Controlling (COMCO) Nathalie Aufaivre	Komiteen for Organisatorisk Udvikling (ODC) Steven Keuning
Komiteen for Eurosystem-/ESCB-Kommunikation (ECCO) Christine Graeff	Komiteen for Markedsinfrastruktur og Betalinger (MIPO) Marc Bayle
Komiteen for Finansiell Stabilitet (FSC) Vitor Constâncio	Risikostyringskomiteen (RMC) Carlos Bernadell
IT-Komiteen (ITC) Koenraad de Geest	Statistikkomiteen (STC) Aurel Schubert
Komiteen for Interne Revisorer (IAC) Klaus Gressenbauer	Budgetkomiteen (BUCOM) Sharon Donnery
Komiteen for Internationale Relationer (IRC) Frank Moss	HR-konferencen (HRC) Anne-Sylvie Catherin
Den Juridiske Komite (LEGCO) Chiara Zilioli	

Herudover er der yderligere to komiteer. Budgetkomiteen bistår Styrelsesrådet i spørgsmål vedrørende ECB's budget. HR-konferencen er et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information på personaleforvaltningsområdet blandt centralbankerne i Eurosystemet/ESCB.

ECB's organisationsplan (pr. 1. januar 2017)



1) Rapporterer til Direktionen via formanden.

2) Rapporterer til ECB's formand i hans egenskab af formand for Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB).

3) Herunder databeskyttelse.

4) Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

5) Rapporterer til Direktionen via formanden i compliance spørgsmål.

ECB's personaleforvaltning

I januar 2016 udnævntes en CSO (Chief Services Officer). Den nye rolle, som CSO skal spille, er blevet indført for at styrke den operationelle og analytiske kapacitet samt for at forbedre den organisatoriske effektivitet og opnå et bedre samarbejde med og indretning af støttefunktionerne, så de lever op til ECB's behov samlet set. CSO, hvis ansvarsområder også omfatter administration og IT-systemer, har prioriteret udviklingen af en mere holistisk strategisk planlægningsproces, som skal skabe øget samarbejde mellem CSO's forretningsområder og alle andre forretningsområder.

I april 2016 blev et nyt forretningsområde oprettet med ansvar for alle finansrelaterede områder. Dette gjorde det muligt for den omstrukturerede HR-funktion udelukkende at fokusere på at levere HR-tjenester af høj kvalitet, således at medarbejderne i ECB kan udvikle deres potentiale i en moderne og smidig organisationsstruktur. At tiltrække og beholde højt kvalificerede medarbejdere samt resultatstyring er en prioritet. Hertil kommer, at ECB's HR-tjenester lægger særlig vægt på at sikre sundhed og trivsel for ECB's medarbejdere.

I løbet af 2016 blev grunden lagt til at forbedre den strategiske forretningspartnerfunktion for at styrke ECB's forvaltning af personalespørgsmål samt for at tilpasse HR-politikken til de forretningsmæssige behov.

Højt på ECB's HR-dagsorden i 2016 var også en styrkelse af kapaciteten inden for talentstyring, udvikling af lederskab samt skabelse af en "topklassekultur" med hensyn til faglig etik og langsigtet organisatorisk holdbarhed. Der blev sat særligt fokus på udviklingen af et Leadership Growth Programme, som gradvist vil blive indført i løbet af 2017 og 2018, indførelsen af et "sund ledelse"-program og støtte til ECB's nyligt oprettede Kontor for Compliance og Governance til at udvikle et obligatorisk etikkursus.

Desuden blev der gennemført en række HR-initiativer, der havde til formål at styrke det europæiske banktilsyn. Disse omfattede den strategiske videreudvikling af en undervisningsplan for hele Den Fælles Tilsynsmekanisme (med mere end 1.900 deltagere), afholdelsen af 28 teambuildingarrangementer, der havde til formål at styrke samarbejdet på tværs af landegrænserne i de fælles tilsynsteam, og den vellykkede integrering af den første årgang af nyuddannede, i alt 33, der var udvalgt til det europæiske banktilsyns program for praktikanter, og som har afsluttet deres introduktion, uddannelseskursus og udstationering hos de kompetente nationale myndigheder med et godt resultat.

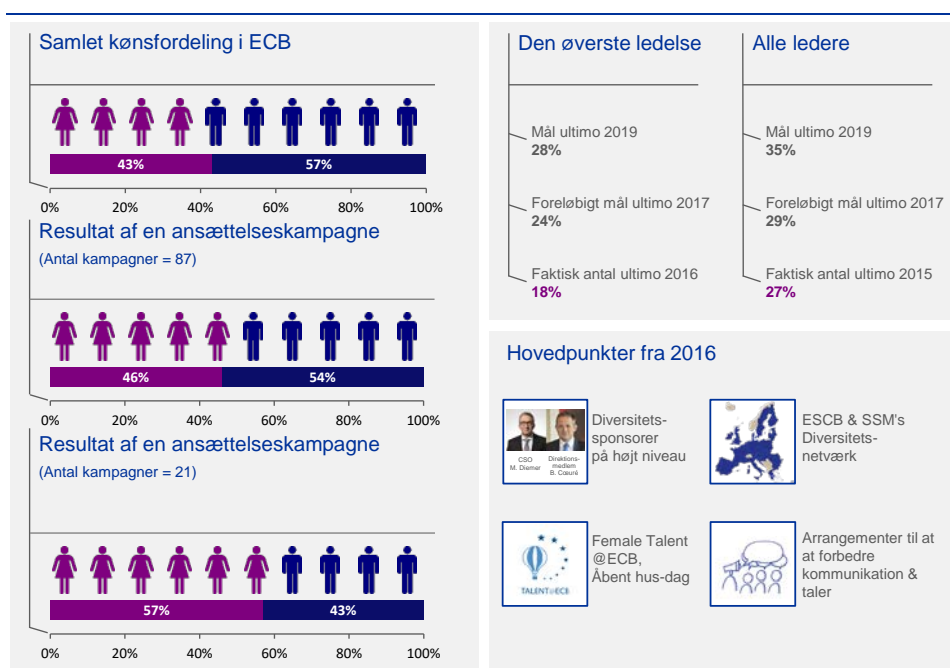
I 2016 fortsatte ECB sine bestræbelser på at forbedre kønsfordelingen, navnlig i ledelsen. Ved udgangen af 2016 udgjorde andelen af kvinder i ledende stillinger 27 pct., og andelen af kvinder i den øverste ledelse var 18 pct. ECB stræber nu efter at nå sine foreløbige og endelige mål for henholdsvis 2017 og 2019 (se diagram 3). Siden indførelsen af målene for kønsfordeling i juni 2013 har emnet kønsfordeling – sammen med en særlig handlingsplan – stået højt på ECB's dagsorden, idet det er organisationens hensigt at identificere, tiltrække og udvikle kvinder med lederevner. ECB har også gennemført en række yderligere foranstaltninger til fremme af

diversiteten i 2016, herunder sponsorering på højt plan fra direktionsmedlem Benoît Cœuré og CSO, en åbent hus-dag for kvinder med lederevner tiltænkt universitetsstuderende og etablering af et diversitetsnetværk inden for ESCB og SSM.

Ud over kønsdiversitet har ECB forpligtet sig til at støtte alle sider af diversitet for at skabe en inklusiv arbejdskultur, der bygger på et fælles ansvar mellem sponsorerne, ECB's diversitetsambassadører, Generaldirektoratet for Human Resources, ledelsen i bredere forstand og de eksisterende diversitetsnetværk, fx Female Network, Rainbow Network og ECB's Ethnic and Cultural Group.

Diagram 3

Mål for kønsfordeling og niveauer i ECB (data pr. 31. december 2016)



Kilde: ECB.

Pr. 31. december 2016 var antallet af stillinger i ECB omregnet til fuldtidsstillinger 2.898,5 mod 2.650 ved udgangen af 2015. Det faktiske antal medarbejdere med en ansættelseskontrakt i ECB omregnet til fuldtidsstillinger var 3.171 (mod 2.871 pr. 31. december 2015).¹⁵⁷ I 2016 fik i alt 208 medarbejdere en ny tidsbestemt kontrakt (midlertidige kontrakter eller kontrakter, som senere kan føre til fastansættelse). Herudover blev der givet 304 kortvarige kontrakter samt et antal kontraktforlængelser til dækning af fravær på under et år. I 2016 tilbød ECB fortsat kortvarige kontrakter af en varighed på op til 36 måneder til medarbejdere i nationale centralbanker og internationale organisationer. Den 31. december 2016 arbejdede 250 medarbejdere fra nationale centralbanker og internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver, hvilket er en stigning på 11 pct. i forhold til ultimo 2015 I

¹⁵⁷ 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.

september 2016 tog ECB imod 14 deltagere i den ellefte udgave af ECB's Graduate Programme, og pr. 31. december 2016 arbejdede 320 praktikanter i ECB (en stigning på 17 pct. i forhold til 2015). ECB gav også fem forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og seks forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship Programme.

Samtidig med at organisationen blev en anelse større, gik 56 medarbejdere med en tidsbegrænset eller en permanent kontrakt enten på pension eller opsagde deres kontrakt i 2016 (53 i 2015), og 317 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

Årsregnskab

2016

Ledelsens beretning for regnskabsåret 2016	A 2
ECB's regnskab	A 18
Balance pr. 31. december 2016	A 18
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2016 til 31. december 2016	A 20
Anvendt regnskabspraksis	A 21
Noter til balancen	A 30
Ikke-balanceførte poster	A 47
Noter til resultatopgørelsen	A 50
Revisionspåtegning	A 56
Note om fordeling af overskud/dækning af tab	A 60

Ledelsens beretning for regnskabsåret 2016

1 Formål med ECB's ledelses beretning

ECB er en del af Eurosystemet, der har som hovedmål at fastholde prisstabilitet. Som beskrevet i ESCB-statutten omfatter ECB's hovedopgaver bl.a. at gennemføre pengepolitikken i Den Europæiske Union, foretage transaktioner i udenlandsk valuta, forvalte medlemsstaternes 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.

Da ECB's aktiviteter og operationer bliver gennemført for at understøtte de politiske målsætninger, bør det regnskabsmæssige resultat ses i sammenhæng med de pengepolitiske tiltag. Ledelsens beretning er i denne sammenhæng en integreret del af ECB's årsregnskab, idet den giver læserne kontekstuelle oplysninger om ECB's virksomhed og hovedaktiviteternes indvirkning på ECB's risici og regnskab.¹

Denne beretning indeholder endvidere oplysninger om ECB's finansielle ressourcer samt de vigtigste processer i forbindelse med udarbejdelsen af ECB's regnskab.

2 De vigtigste processer og nøglefunktioner

ECB's interne processer sikrer kvaliteten og nøjagtigheden i oplysningerne i regnskabet. En række nøglefunktioner er endvidere med til at gennemføre de politiske beslutninger, som har en væsentlig indflydelse på de rapporterede tal.

2.1 Kontrolforanstaltninger i de organisatoriske enheder

ECB's interne kontrolstruktur indebærer, at hvert enkelt forretningsområde har ansvaret for at styre egne operationelle risici og gennemføre kontrolforanstaltninger med henblik på at sikre en effektiv drift samt sikre, at oplysningerne i ECB's regnskab er nøjagtige. Implementeringen af budgettet falder også primært under de enkelte forretningsområders ansvar og forpligtelser.

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

2.2 Budgetprocesser

Afdelingen for Budget og Kontrol i Generaldirektoratet for Finans udarbejder, forbereder og overvåger budgettet i overensstemmelse med Styrelsesrådets og Direktionens strategiske prioriteringer. Opgaverne udføres i samarbejde med forretningsområderne, samtidig med at princippet om uafhængighed efterleves.² Afdelingen for Budget og Kontrol står desuden for planlægning og kontrol af ressourcer samt cost-benefit- og investeringsanalyser i forbindelse med ECB-projekter og bidrager til disse processer i forbindelse med ESCB-projekter inden for de aftalte rammer. Udgifter, der følger vedtagne budgetter, overvåges med faste mellemrum af Direktionen. Der tages i denne sammenhæng højde for rådgivning fra Afdelingen for Budget og Kontrol, som vejledes af CSO (Chief Services Officer), og fra Styrelsesrådet med bistand fra Budgetkomiteen (BUCOM). I overensstemmelse med artikel 15 i ECB's forretningsorden støtter BUCOM Styrelsesrådet ved at evaluere ECB's årlige budgetforslag og Direktionens anmodninger om øgede budgetmidler, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse.

2.3 Porteføljestyling

ECB har beholdninger af eurodenominerede værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde, og som blev erhvervet i forbindelse med Securities Markets Programme (SMP), Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP) og de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP).³ Formålet med opkøbsprogrammerne⁴ er at opnå en yderligere lempelse af de monetære og finansielle forhold og derved bidrage til, at inflationen igen når et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Opkøb under disse programmer sker på grundlag af Styrelsesrådets afgørelser om Eurosystemets samlede månedlige opkøb og på forhånd fastlagte kriterier.

ECB har desuden en valutareserveportefølje, som består af amerikanske dollar, japanske yen, guld og særlige trækningsrettigheder samt en eurodenomineret egenportefølje.

Formålet med ECB's valutareserver er at finansiere potentielle interventioner på valutamarkedet. Dette formål bestemmer de overordnede målsætninger for porteføljestylingen, som – i prioriteret rækkefølge – er likviditet, sikkerhed og afkast. Investeringen af ECB's valutareserver forvaltes af en central risikostyringsfunktion, mens investeringsoperationerne gennemføres decentralt. For så vidt angår porteføljerne i amerikanske dollar og japanske yen, fastsætter Styrelsesrådet en

² Uafhængighedsprincippet fremgår af SSM-forordningen, hvori det bestemmes, at ECB skal udføre sine tilsynsopgaver uafhængigt, og uden at det berører dens pengepolitiske opgaver og andre opgaver.

³ ECB har ingen beholdninger af aktiver erhvervet under programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP), der startede 8. juni 2016. CSPP-opkøb foretages af seks nationale centralbanker på vegne af Eurosystemet.

⁴ For tiden opkøber ECB værdipapirer under det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP), Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) og opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP). Opkøbene under de to første CBPP'er og SMP er indstillet.

strategisk benchmarkportefølje på grundlag af et forslag fra ECB's risikostyringsfunktion. Efterfølgende finder forvalterne af ECB's porteføljer frem til de taktiske benchmarkporteføljer. Ud fra disse porteføljer gennemføres de faktiske positioner af porteføljeformidlere i de nationale centralbanker.

Formålet med ECB's eurodenominerede egenportefølje er at give et afkast, som kan bidrage til at finansiere de af ECB's driftsudgifter, som ikke har relation til tilsynsopgaverne.⁵ Målsætningen med forvaltningen af egenporteføljen er i denne forbindelse at maksimere afkastet. Dette skal dog ske inden for en række risikogrænser.

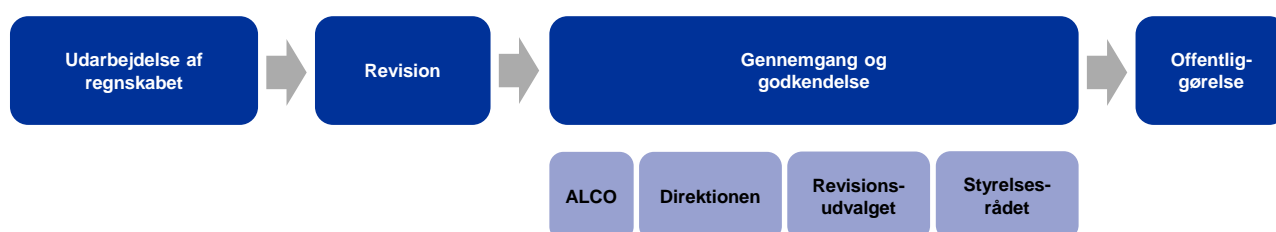
Hertil kommer midler i relation til ECB's pensionsordninger, som er investeret i en portefølje, der forvaltes eksternt.

2.4 Overvågningsfunktioner vedrørende finansiel risiko

ECB's Direktorat for Risikostyring stiller forslag om politikker og procedurer, som sikrer ECB en passende beskyttelse mod finansielle risici i forbindelse med de værdipapirporteføljer, som holdes af pengepolitiske grunde, valutareserveporteføljen og den eurodenominerede egenportefølje. Desuden bistår Risikostyringskomiteen (RMC), der består af eksperter fra Eurosystemets centralbanker, de besluttede organer med at sikre et passende beskyttelsesniveau for Eurosystemet, herunder ECB. Dette opnås ved at styre og kontrollere de finansielle risici, som stammer fra markedsoperationer. For så vidt angår disse aktiviteter, bidrager Risikostyringskomiteen bl.a. med at overvåge, måle og indberette finansielle risici på Eurosystemets, herunder ECB's, balance, samt med at definere og gennemgå de dermed forbundne metoder og rammer.

2.5 Udarbejdelse af ECB's regnskab

ECB's regnskab udarbejdes efter de principper, som Styrelsesrådet har fastlagt. Processen for udarbejdelse og godkendelse af ECB's regnskab indtil det offentliggøres, fremgår af figuren nedenfor.



Afdelingen for Finansiell Rapportering i Generaldirektoratet Finans er ansvarlig for at udarbejde regnskabet i samarbejde med andre forretningsområder. Afdelingen er

⁵ ECB's omkostninger i forbindelse med tilsynsopgaverne dækkes ind med årlige tilsynsgebyrer, der opkræves hos enhederne under tilsyn.

også ansvarlig for at sikre, at al dokumentation i tilknytning hertil stilles rettidigt til rådighed for revisorerne og de besluttende organer.

ECB's regnskab revideres af uafhængige eksterne revisorer, som efter indstilling af Styrelsesrådet er godkendt af Rådet for Den Europæiske Union.⁶ De eksterne revisorer skal udtrykke en konklusion om, hvorvidt regnskabet giver et retvisende billede af ECB's finansielle stilling og af resultatet af dens aktiviteter i overensstemmelse med den regnskabspraksis, som er fastlagt af Styrelsesrådet. De eksterne revisorer skal i denne forbindelse undersøge ECB's regnskab og konti, vurdere, om de anvendte interne kontrolforanstaltninger i forbindelse med udarbejdelsen og præsentationen af regnskabet har været tilstrækkelige, og bedømme, om den valgte regnskabspraksis har været passende.

Regnskabsrapporteringen og ECB's regnskab kan i denne sammenhæng blive underkastet intern revision. Alle revisionsrapporter fra Direktoratet for Intern Revision, som kan indeholde anbefalinger til de pågældende forretningsområder, forelægges Direktionen.

ECB's Assets and Liabilities Committee (ALCO), der består af repræsentanter for forskellige forretningsområder i ECB, overvåger og vurderer systematisk alle faktorer, der kan påvirke ECB's balance og resultatopgørelse. Udvalget gennemgår regnskabet og den underliggende dokumentation, inden det forelægges Direktionen til godkendelse.

Efter at Direktionen har frigivet regnskabet, forelægges det sammen med den eksterne revisors konklusion og al relevant dokumentation for Revisionskomiteen⁷, som gennemgår det, inden det godkendes af Styrelsesrådet. Revisionsudvalget bistår Styrelsesrådet på en række ansvarsområder, herunder integriteten af de finansielle oplysninger og overvågningen af interne kontrolforanstaltninger. I denne sammenhæng gennemgår Revisionskomiteen ECB's regnskab og tager stilling til, om det giver et retvisende billede og er udfærdiget i henhold til anerkendte regnskabsregler. Desuden gennemgår den alle spørgsmål vedrørende regnskab og regnskabsrapportering, som kunne få en væsentlig betydning for ECB's regnskab.

ECB's regnskab, ledelsens beretning og noten om fordeling af overskud/tab godkendes af Styrelsesrådet hvert år i februar og offentliggøres umiddelbart herefter sammen med revisionspåtegningen.

3 Risikostyring

Risikostyring er en meget vigtig del af ECB's aktiviteter og udføres i en løbende proces, hvor det er hensigten at identificere, vurdere, begrænse og overvåge risici.

⁶ For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECB's eksterne revisorer er uafhængige, anvendes en rotationsordning, hvor der hvert femte år udnævnes et nyt eksternt revisionsfirma.

⁷ Revisionsudvalget består af fem medlemmer: ECB's næstformand, to erfarne direktører for nationale centralbanker i euroområdet samt to eksterne medlemmer, der er udvalgt blandt højtplacerede tjenestemænd med erfaring inden for centralbankvirksomhed.

Nedenstående tabel viser de vigtigste risici, som ECB er eksponeret for, samt deres kilder, og de risikostyringsstrategier, som anvendes. De efterfølgende afsnit giver nærmere oplysninger.

Risici, som ECB er eksponeret for

Risiko	Komponent	Risikotype	Risikokilde	Rammer for risikostyring	
Finansielle risici	Kreditrisiko ¹	Kreditmisligholdelsesrisiko	<ul style="list-style-type: none"> • valutareserver • eurodenomineret investeringsportefølje • værdipapirporteføljer, der holdes af pengepolitiske grunde 	<ul style="list-style-type: none"> • belånbarhedskriterier • eksponeringsgrænser • spredning • sikkerhedsstillelse • overvågning af finansielle risici 	
		Kreditmigreringsrisiko	<ul style="list-style-type: none"> • valutareserver • eurodenomineret investeringsportefølje 		
	Markedsrisiko	Valutakurs- og råvarerisici ²	<ul style="list-style-type: none"> • valutareserver • guldbeholdning 	<ul style="list-style-type: none"> • spredning • revalueringsskonti • overvågning af finansielle risici 	
		Renterisiko ³	(i) fald i markedsværdi	<ul style="list-style-type: none"> • valutareserver • eurodenomineret investeringsportefølje 	<ul style="list-style-type: none"> • grænser for markedsrisiko • politikker for aktivfordeling • revalueringsskonti • overvågning af finansielle risici
			(ii) fald i nettorenteindtægten	<ul style="list-style-type: none"> • ECB's samlede balance 	
Likviditetsrisiko ⁴		<ul style="list-style-type: none"> • valutareserver 	<ul style="list-style-type: none"> • politikker for aktivfordeling • likviditetslimits • overvågning af finansielle risici 		
Operational risiko ⁵			<ul style="list-style-type: none"> • arbejdsstyrke-, personaleressource-, personalepolitik • interne ledelses- og forretningsprocesser • systemer • eksterne begivenheder 	<ul style="list-style-type: none"> • identificere, vurdere, reagere på, rapportere om og overvåge operationelle risici • rammer for den operationelle risikostyring, herunder risikotolerancepolitik • rammer for forretningsvidereførelse • rammer for krisestyring 	

1) **Kreditrisiko** er risikoen for finansielle tab på grund af en "misligholdelsesbegivenhed", som skyldes, at en låntager (modpart eller udsteder) ikke opfylder sine finansielle forpligtelser rettidigt, eller en revurdering af prisen på finansielle aktiver efter en forringelse af deres kreditkvalitet og rating.

2) **Valutakurs- og råvarerisiko** er en risiko for finansielle tab på a) positioner i udenlandsk valuta som følge af valutakursudsving og b) beholdninger af råvarer som følge af udsving i markedspriserne.

3) **Renterisiko** er risikoen for finansielle tab som følge af negative rentændringer, som fører til i) et fald i værdien af finansielle instrumenter i forbindelse med opgørelse til markedspris eller ii) på grund af en negativ effekt på nettorenteindtægten.

4) **Likviditetsrisiko** er risikoen for finansielle tab, fordi et aktiv ikke kan realiseres til gældende markedspris inden for en passende tidsramme.

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

3.1 Finansielle risici

Finansielle risici opstår i forbindelse med ECB's kerneaktiviteter og eksponeringer i tilknytning hertil. ECB tager i sine beslutninger om aktivfordeling og i gennemførelsen af hensigtsmæssige risikostyringsrammer højde for målene og formålene med de forskellige porteføljer og de finansielle eksponeringer samt ECB's besluttende organers risikopræferencer.

Finansielle risici kan kvantificeres ved hjælp af flere forskellige risikomål. ECB gør brug af risikoestimeringsteknikker, som er udviklet internt i ECB, og som 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 markedsstandarder og tilgængelige markedsdata.

For at få fuld indsigt i potentielle risikobegivenheder, som kan forekomme med forskellig hyppighed og være mere eller mindre alvorlige, og for at undgå at blive afhængig af et enkelt risikomål anvender ECB hovedsagelig to former for statistiske risikomål, Value at Risk (VaR) og Expected Shortfall (ES)⁸, som beregnes for forskellige konfidensniveauer over en etårig periode. Disse risikomål tager ikke højde for i) likviditetsrisikoen ved ECB's porteføljer, herunder især valutareservebeholdningerne, og ii) den langsigtede risiko ved faldene i ECB's nettorentindtægter. Af denne grund, og for bedre at forstå og supplere disse statistiske risikoestimer, gennemfører ECB også regelmæssigt følsomheds- og stressscenarieanalyser samt langfristede fremskrivninger af eksponeringer og indtægter.

Pr. 31. december 2016 var de finansielle risici for alle ECB's porteføljer tilsammen, målt som VaR ved et konfidensniveau på 95 pct. over en etårig periode, på 10,6 mia. euro, hvilket var 0,6 mia. euro højere end de estimerede risici pr. 31. december 2015. Stigningen skyldtes hovedsagelig værdistigningen på ECB's guldbeholdninger som følge af stigningen i prisen på guld i 2016. Den øgede risiko begrænses af en stigning i de respektive revalueringskonti.

3.1.1 Kreditrisiko

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

Kreditrisikoen i forbindelse med ECB's valutareserver er lav, fordi reserverne investeres i aktiver med en høj kreditværdighed.

⁸ VaR er defineret som det maksimale tab, der i henhold til en statistisk model, ikke vil blive overskredet med en given sandsynlighed (konfidensniveau). ES er defineret som et sandsynlighedsvægtet gennemsnitligt tab i de scenarier, som overskrider VaR-grænsen med et givet konfidensniveau.

Formålet med den eurodenominerede egenportefølje er at give ECB en indtægt, som kan bidrage til at finansiere de af ECB's driftsudgifter, som ikke har relation til udøvelsen af tilsynsopgaverne, samtidig med at kapitalindskuddet bevares. Derfor spiller afkasthensyn en forholdsvis større rolle i rammerne for aktivfordeling og risikokontrol for disse beholdninger, end de gør for ECB's valutareserveportefølje. Til trods for dette er kreditrisikoen, for så vidt angår disse beholdninger, holdt på et moderat niveau.

De værdipapirer, som købes til pengepolitiske formål, er værdiansat til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse. Derfor påvirker kreditmigreringsrisikoen i tilknytning til disse værdipapirer ikke ECB's regnskab direkte. Disse værdipapirer er dog stadig eksponeret for kreditmisligholdelsesrisiko, som holdes inden for ECB's risikotolerancerammer ved hjælp af de anvendte risikostyringsrammer.

3.1.2 Markedsrisiko

De vigtigste typer markedsrisiko, som ECB er eksponeret for i forbindelse med forvaltningen af sine beholdninger, er valutakurs- og råvare- (guldpris-)risici. ECB er også eksponeret for renterisiko.

Valutakurs- og råvarerisici

Valutakurs- og råvarerisici dominerer ECB's finansielle risikoprofil. Dette skyldes størrelsen af ECB's valutareserve (der primært består af amerikanske dollar) og guldbeholdninger samt de meget volatile valutakurser og guldpriser.

På baggrund af den politiske rolle, som guld og valutareserver spiller, forsøger ECB ikke at eliminere valutakurs- og råvarerisici. Disse risici begrænses effektivt af spredningen af beholdningerne på forskellige valutaer og guld.

I overensstemmelse med Eurosystemets regler kan revalueringskontiene for guld og amerikanske dollar, som pr. 31. december 2016 udgjorde henholdsvis 13,9 mia. euro (11,9 mia. euro i 2015) og 12,0 mia. euro (10,6 mia. euro i 2015), anvendes til at absorbere virkningen af en fremtidig ugunstig udvikling i guldprisen og kursen på amerikanske dollar, hvorved en eventuel indvirkning på ECB's resultatopgørelse bliver reduceret eller endog forhindret.

Renterisiko

ECB's valutareserver og eurodenominerede egenporteføljer investeres primært i fastforrentede værdipapirer. Disse revalueres til markedspriser og er derfor eksponeret for markedsrisiko, der skyldes bevægelser i renterne. Denne renterisiko i forbindelse med opgørelsen til markedspris styres med politikker for aktivfordeling og grænser for markedsrisiko.

Renterisikoen i forbindelse med ECB's valutareserver er lav, fordi de hovedsagelig investeres i aktiver med forholdsvis kort løbetid, således at markedsværdien af valutareserven, der holdes i tilfælde af en mulig intervention, til enhver tid er bevaret. Dette har ikke nogen større betydning for den eurodenominerede egenportefølje. Derfor har aktiverne i denne portefølje normalt længere løbetider, som indebærer en højere, men stadig begrænset renterisiko.

ECB er også eksponeret over for risikoen for et mismatch mellem renteindtægten på aktiverne og renteudgiften på passiverne, som har en effekt på ECB's nettorenteindtægt. Denne risiko er ikke direkte forbundet med en særlig portefølje, men snarere med sammensætningen af ECB's balance overordnet set og især eksistensen af løbetids- og afkastmismatches mellem aktiver og passiver. Politikken for aktivfordeling, herunder politikker og procedurer, der sikrer, at opkøbene sker til en korrekt pris, anvendes til at styre denne type risiko, idet der tages hensyn til pengepolitikken. Risikoen reduceres yderligere af ikke-rentebærende passiver i ECB's balance.

ECB overvåger risikoen ved at foretage en fremadrettet analyse af rentabiliteten. Denne analyse afslører, at ECB's samlede 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 som følge af de igangværende pengepolitiske opkøbsprogrammer.

3.1.3 Likviditetsrisiko

På grund af euroens rolle som en af de store reservevalutaer og ECB's rolle som centralbank og den overordnede aktiv- og passivstruktur på balancen stammer ECB's største eksponering for likviditetsrisiko fra valutareserverne. Årsagen hertil er, at store dele af disse beholdninger skal kunne realiseres inden for et kort tidsrum for at foretage valutainterventioner. For at styre denne risiko sikrer politikker og grænser for aktivfordeling, at en tilstrækkelig stor andel af ECB's beholdninger investeres i aktiver, som hurtigt kan realiseres med en ubetydelig indvirkning på prisen.

I 2016 var likviditetsrisikoen ved ECB's porteføljer fortsat lav.

3.2 Operationel risiko

ECB's ramme for den operationelle risikostyring skal primært a) bidrage til at sikre, at ECB lever op til sin målsætning og opfylder sine mål, og b) beskytte ECB's omdømme og andre 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 og kontrolforanstaltninger. Forretningsområder, som har en tværgående rolle, gennemfører specifikke kontrolprocedurer på ECB-niveau. I denne sammenhæng indeholder ECB's risikotolerancepolitik retningslinjer med hensyn til risikoforholdsregler og procedurer i forbindelse med risikoaccept. Den

er knyttet til en risikomatrix, som er baseret på ECB's gradueringskala for virkning og sandsynlighed (der anvender kvantitative og kvalitative kriterier).

Sektionen Operational Risk and Business Continuity Management (ORM/BCM) under CSO er ansvarlig for at vedligeholde rammerne for operationel risikostyring og forretningsvidereførelse samt for at yde metodologisk bistand på disse områder til risikoejere og kontrolansvarlige. Den udarbejder desuden årlige og ad hoc-rapporter om operationelle risici til Operational Risk Committee og Direktionen og støtter de besluttende organer i deres overvågningsrolle med hensyn til styringen af ECB's operationelle risici og kontrolforanstaltninger. Sektionen koordinerer programmet for forretningsvidereførelse og de regelmæssige test og gennemgangen af foranstaltningerne til forretningsvidereførelse i forbindelse med ECB's tidskriske operationer. Endelig støtter den krisestyringsteamet, herunder dets støttestrukturer samt forretningsområder, i (ekstraordinære) situationer, som potentielt kan udvikle sig til en operationel krise.

4 Finansielle ressourcer

ECB's 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. De finansielle ressourcer består af kapital, den generelle risikohensættelse, revalueringskonti og årets nettoindtægter.

Kapital

ECB's indbetalte kapital udgjorde 7.740 mio. euro pr. 31. december 2016. Nærmere oplysninger findes i note 15.1, "Kapital", i noterne til balancen.

Hensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici

På grund af ECB's betydelige eksponering for finansiell risiko (beskrevet i afsnit 3.1) foretager ECB hensættelser til at imødegå valutakurs- (valuta-), rente-, kredit- og guldpris- (råvare-)risici. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering, idet der tages højde for en række faktorer, herunder størrelsen af beholdningerne af risikobærende aktiver, de ventede resultater for det kommende år og en risikovurdering. Risikovurderingen er beskrevet i afsnit 3.1 og er anvendt konsekvent over tid. 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.

Pr. 31. december 2016 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici 7.620 mio. euro, hvilket svarer til værdien af den kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet havde indbetalt pr. denne dato.

Revalueringskonti

Urealiserede gevinster fra guld, valuta og værdipapirer, som underlægges en kursregulering, opføres ikke som indtægter i resultatopgørelsen, men anføres direkte i revalueringskonti, der fremgår af passivsiden af ECB's balance. Disse mellemværender kan anvendes til at absorbere virkningen af en eventuel fremtidig ugunstig udvikling i de relevante priser og/eller valutakurser og styrker derfor ECB's modstandskraft over for de underliggende risici.

Det samlede beløb på revalueringskonti for guld, valuta og værdipapirer var ultimo december 2016 28,8 mia. euro⁹ (25,0 mia. euro i 2015). For nærmere oplysninger henvises til noterne under ECB's regnskabspraksis og note 14 "Revalueringskonti" i noterne til balancen.

Nettoindtægter

Nettoindtægterne fra ECB's aktiver og passiver i et givet regnskabsår kan anvendes til at absorbere eventuelle tab samme år, hvis der opstår finansielle risici. Nettoindtægterne bidrager således til at beskytte ECB's nettoformue.

Udvikling i ECB's finansielle ressourcer

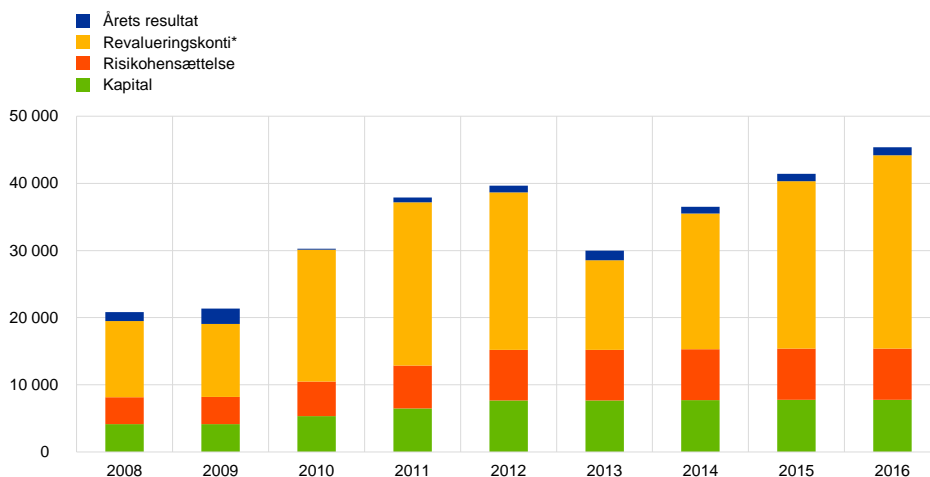
Figur 1 viser udviklingen i ECB's ovennævnte finansielle ressourcer, de vigtigste valutakurser og guldpriserne i perioden 2008-16. I denne periode a) blev ECB's indbetalte kapital næsten fordoblet, hvilket hovedsagelig skyldes Styrelsesrådets beslutning fra 2010 om at udvide den tegnede kapital, b) steg risikohensættelsen til et beløb, der svarer til den kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet, c) udviste revalueringskontiene en betydelig volatilitet, som primært skyldes udviklingen i valutakurserne og prisen på guld, og d) varierede nettoresultatet fra 0,2 mia. euro til 2,3 mia. euro og blev påvirket af en række faktorer, såsom overførsler til ECB's risikohensættelse, renteutviklingen og værdipapiropkøbene i relation til pengepolitikken.

⁹ Balanceposten "Revalueringskonti" omfatter genberegninger af ydelser efter fratræden.

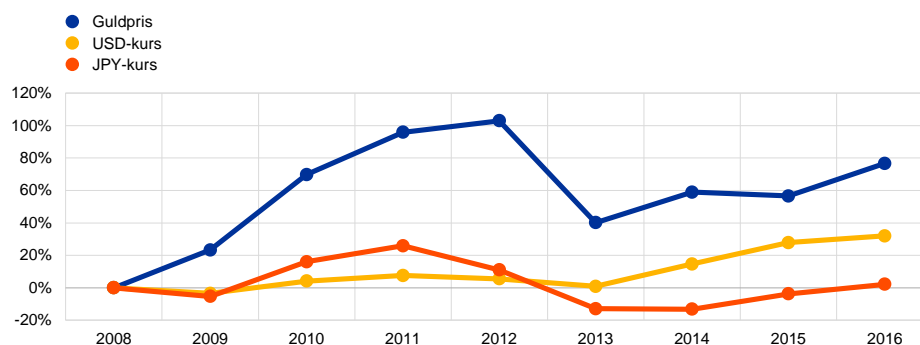
Figur 1

ECB's finansielle ressourcer, vigtigste valutakurser og guldpriser¹⁰
i perioden 2008-16.

(mio. euro)



(Ændring i pct. i forhold til 2008)



Kilde: ECB.

* Dette indbefatter den samlede revalueringsgevinst på guld, fremmed valuta og værdipapirer.

5 Vigtige aktiviteterets effekt på regnskabet

Tabellen 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. Det fuldstændige omfang af Eurosystemets pengepolitiske operationer er afspejlet i ECB's regnskab, sammen med regnskaberne for de nationale centralbanker i euroområdet, og afspejler princippet om en decentraliseret gennemførelse af pengepolitikken i Eurosystemet.

¹⁰ Udviklingen i de vigtigste valutakurser og prisen på guld vises som procentvis ændring i forhold til valutakurserne og prisen på guld ultimo 2008.

Operation/funktion	Effekt på ECB's regnskab
Pengepolitiske operationer	Pengepolitiske operationer gennemført med standardinstrumenter (dvs. markedsoperationer, stående faciliteter og reservekrav for kreditinstitutter) gennemføres decentralt af de nationale centralbanker i Eurosystemet. Disse operationer er derfor ikke afspejlet i ECB's balance.
Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde (under CBPP'er, SMP, ABSPP og PSPP) ¹¹	Værdipapirer opkøbt til pengepolitiske formål medtages på balancen under posten "Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde". Beholdninger i disse porteføljer medtages til amortiseret kostpris, idet der gennemføres en værdiforringelsestest mindst en gang om året. Kuponrente og amortiserede over- eller underkurser medtages i resultatopgørelsen. ¹²
Investeringsaktiviteter (forvaltning af valutaeserver og egenportefølje)	ECB's valutaeserver er opført i balancen ¹³ eller afspejlet i ikke-balanceførte konti indtil afviklingsdatoen. ECB's egenportefølje er opført i balancen, primært under posten "Andre finansielle aktiver". Nettorenteindtægten, herunder kuponrente og amortiserede over- eller underkurser er medtaget i resultatopgørelsen. ¹⁴ Urealiserede børskurs- og valutakurstab, som overstiger tidligere registrerede urealiserede gevinster på de samme poster, samt realiserede gevinster og tab i forbindelse med salg af værdipapirer er også medtaget i resultatopgørelsen. ¹⁵ Urealiserede gevinster er medtaget på balancen under posten "Revalueringskonti".
Likviditetstilførende operationer i fremmed valuta	ECB optræder som mellemlid mellem centralbanker uden for euroområdet og centralbanker i Eurosystemet ved hjælp af swaptransaktioner, som har til formål at stille kortfristet likviditet i fremmed valuta til rådighed for Eurosystemets modparter. Disse operationer er medtaget i balanceposterne "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet" og "Andre tilgodehavender/forpligtelser i Eurosystemet" og har ingen effekt på ECB's resultatopgørelse.
Betalingsystemer (Target2)	Eurosystem-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB som følge af Target2, er opført i ECB's balance som én nettoaktiv- eller nettopassivpost. Renterne på disse mellemværender indgår i resultatopgørelsen under posterne "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter".
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. Renterne medtages i resultatopgørelsen, hvor de indregnes i posten "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet". Udgifterne til transport på tværs af landegrænser i forbindelse med levering af eurosedler fra seddeltrykkerierne til de nationale centralbanker, levering af nye eurosedler og transport af eurosedler mellem nationale centralbanker med henholdsvis for små eller for store lagre af eurosedler, afholdes centralt af ECB. De er opført i resultatopgørelsen under posten "Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion".
Banktilsyn	ECB's årlige omkostninger i forbindelse med tilsynsopgaverne dækkes ind via de årlige tilsynsgebyrer, som opkræves fra enhederne under tilsyn. Tilsynsgebyrerne registreres i resultatopgørelsen under posten "Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner".

6 Resultat i 2016

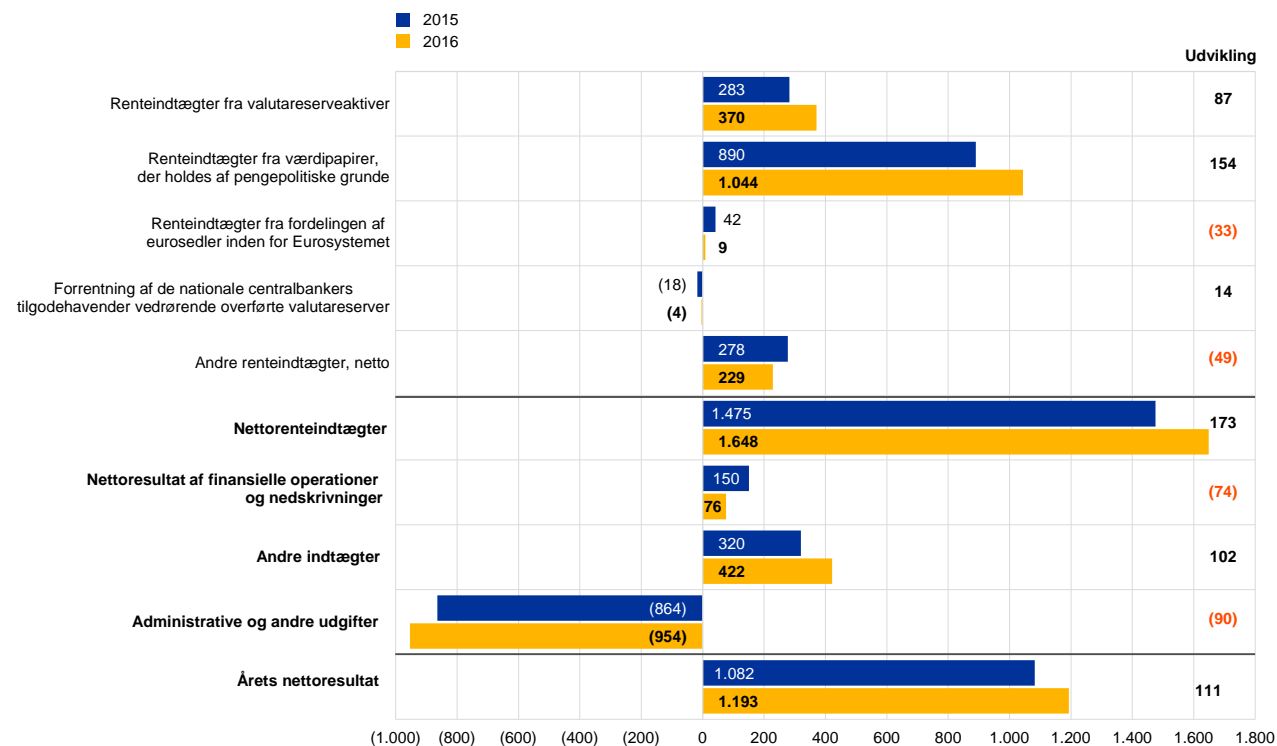
I 2016 var ECB's nettooverskud på 1.193 mio. euro (1.082 mio. euro i 2015).

Figur 2 viser komponenterne i ECB's resultatopgørelse for 2016 sammenlignet med 2015.

- ¹¹ ECB opkøber ikke værdipapirer under programmet til opkøb af virksomhedsobligationer.
- ¹² Medtaget på nettobasis under "Andre renteindtægter" eller "Andre renteudgifter" alt efter om nettobeløbet er positivt eller negativt.
- ¹³ Primært medtaget under "Guld og tilgodehavender i guld", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet" og "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet".
- ¹⁴ Indtægter i forbindelse med ECB's valutaeserve er opført under posten "Renteindtægter fra valutaeserveaktiver", mens renteindtægter og -udgifter fra egenporteføljen er afspejlet i "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter".
- ¹⁵ Medtaget under posterne "Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner" og "Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer".

Figur 2**De enkelte komponenter i ECB's resultatopgørelse for 2016 og 2015**

(mio. euro)



Kilde: ECB.

Vigtige punkter

- Renteindtægten fra valutareserveaktiver steg med 87 mio. euro som følge af højere renteindtægter på værdipapirer i amerikanske dollar.
- Renteindtægten fra værdipapirer, som er opkøbt af pengepolitiske grunde, steg fra 890 mio. euro i 2015 til 1.044 mio. euro i 2016. Den lavere indtægt, som skyldtes udløbet af opkøbte værdipapirer under SMP og det første og andet CBPP, blev mere end udlignet af indtægterne fra opkøbsprogrammet APP.¹⁶
- Renteindtægterne fra ECB's andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb og renteudgifterne til de nationale centralbanker i euroområdet vedrørende de valutareserveaktiver, som de har overført, faldt med henholdsvis 33 mio. euro og 14 mio. euro som følge af de lavere gennemsnitlige renter ved de primære markedsoperationer i 2016.

¹⁶ APP består af CBPP3, ABSPP, PSPP og programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP). ECB opkøber ikke værdipapirer under CSPP. Yderligere information om APP findes på [ECB's websted](#).

- Andre renteindtægter, netto, faldt. Dette skyldtes hovedsagelig den lavere renteindtægt på egenporteføljen, som var resultatet af de lave renter i euroområdet.
- Nettoresultatet af finansielle operationer og nedskrivninger af finansielle aktiver faldt med 74 mio. euro, hvilket hovedsagelig skyldtes de større nedskrivninger ultimo året på grund af det generelle fald i markedspriser på værdipapirer, som holdes i dollarporteføljen.
- ECB's samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 864 mio. euro i 2015 til 954 mio. euro i 2016. Stigningen skyldtes højere omkostninger i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM). SSM-relaterede udgifter dækkes fuldt ud af gebyrer, der opkræves hos enhederne under tilsyn. Som resultat heraf steg andre indtægter til 422 mio. euro (320 mio. euro i 2015).

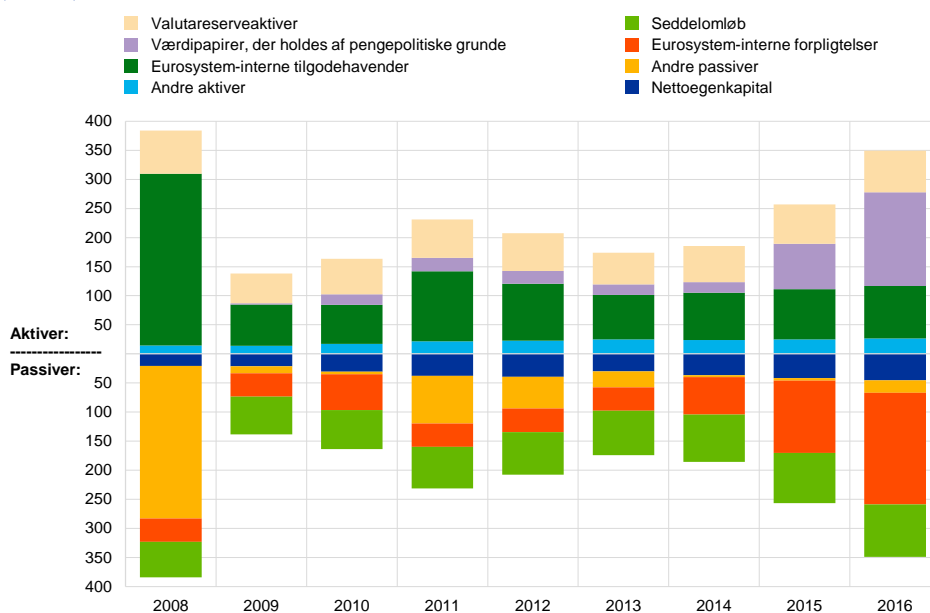
7 Den langsigtede udvikling i ECB's regnskab

Figur 3 og 4 viser udviklingen i ECB's balance og resultatopgørelse samt i de enkelte komponenter i perioden 2008-16.

Figur 3

Udviklingen i ECB's balance i perioden 2008-16¹⁷

(mia. euro)

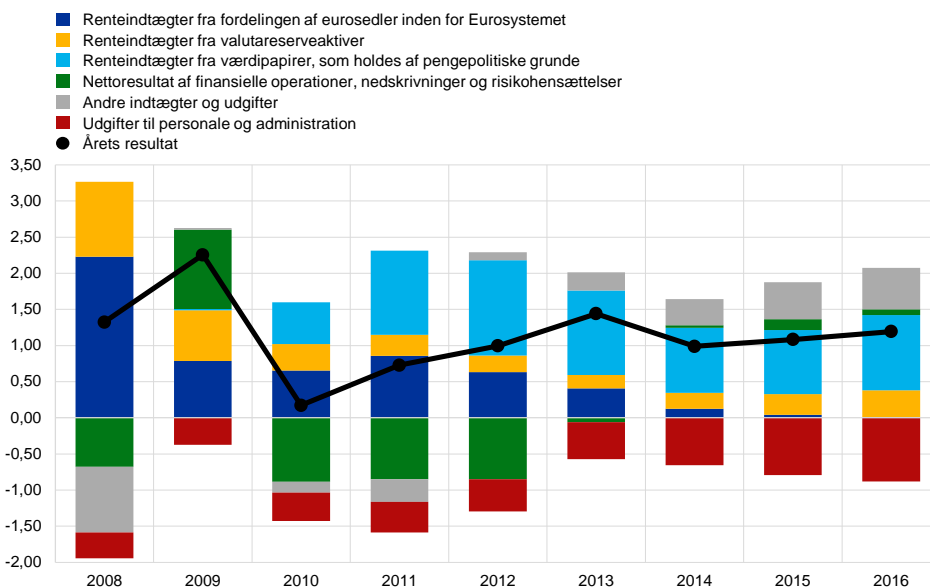


Kilde: ECB.

¹⁷ Figuren viser værdier ultimo året.

Figur 4**Udvikling i ECB's resultatopgørelse i perioden 2008-16**

(mia. euro)



Kilde: ECB.

Faldet i ECB's balance i perioden 2008-14 skyldtes primært de forbedrede vilkår for dollarfinansiering for Eurosystemets modparter og den heraf følgende gradvise reduktion af Eurosystemets likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar. Dette førte til et fald i ECB's Eurosystem-interne tilgodehavender og andre tilgodehavender. I 4. kvartal 2014 begyndte en udvidelse af ECB's balance, som blev udløst af opkøbet af særligt dækkede obligationer og asset-backed securities i forbindelse med det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3) og ABSPP. Denne balanceudvidelse fortsatte i 2015 og 2016 som følge af opkøbet af værdipapirer udstedt af statslige, regionale og lokale myndigheder i euroområdet samt godkendte agencies i forbindelse med PSPP. Værdipapirerne, som blev opkøbt under alle disse programmer, blev afviklet via Target2-konti, og resulterede derfor i en tilsvarende stigning i de Eurosystem-interne forpligtelser.

ECB's nettooverskud blev i samme periode påvirket af følgende faktorer:

- Renten ved de primære markedsoperationer faldt og medførte en betydelig nedgang i ECB's møntningsgevinst. Den gennemsnitlige rente i 2016 var 0,01 pct., sammenlignet med 4 pct. i 2008, og som følge heraf faldt renteindtægten fra pengesedler i omløb fra 2,2 mia. euro i 2008 til 0,01 mia. euro i 2016.
- Den generelle risikohensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici blev forøget, navnlig i perioden 2010-12. I denne periode blev et kumulativt beløb på 3,5 mia. euro overført til risikohensættelsen. Herved blev overskuddet mindsket med et tilsvarende beløb.

- Indtægter fra valutareserveaktiverne faldt gradvis fra 1,0 mia. euro i 2008 til 0,2 mia. euro i 2013, hvilket hovedsagelig skyldtes reduktionen i afkast i amerikanske dollar og det deraf følgende fald i renteindtægten på dollarporteføljen. Denne udvikling er dog blevet vendt i løbet af de seneste tre år, og indtægterne udgjorde 0,4 mia. euro i 2016.
- Værdipapirbeholdninger erhvervet inden for de pengepolitiske opkøbsprogrammer står i gennemsnit for 57 pct. af ECB's samlede nettorenteindtægter siden 2010.
- Etableringen af SSM i 2014 har bidraget til en betydelig stigning i udgifter til personale og administration. Imidlertid dækkes de SSM-relaterede udgifter ind på årsbasis af gebyrer, som opkræves fra enhederne under tilsyn

ECB's regnskab

Balance pr. 31. december 2016

AKTIVER	Note	2016 €	2015 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	17.820.761.460	15.794.976.324
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	716.225.836	714.825.534
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	50.420.927.403	49.030.207.257
		51.137.153.239	49.745.032.791
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	2.2	2.472.936.063	1.862.714.832
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	3	98.603.066	52.711.983
Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet	4		
Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde	4.1	160.815.274.667	77.808.651.858
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	5.1	90.097.085.330	86.674.472.505
Andre aktiver	6		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	6.1	1.239.325.587	1.263.646.830
Andre finansielle aktiver	6.2	20.618.929.223	20.423.917.583
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	6.3	839.030.321	518.960.866
Periodeafgrænsningsposter	6.4	2.045.522.937	1.320.068.350
Øvrige poster	6.5	1.799.777.235	1.180.224.603
		26.542.585.303	24.706.818.232
Aktiver i alt		348.984.399.128	256.645.378.525

PASSIVER	Note	2016 €	2015 €
Seddelomløb	7	90.097.085.330	86.674.472.505
Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	8	1.851.610.500	0
Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	9		
Andre forpligtelser	9.1	1.060.000.000	1.026.000.000
Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	10	16.730.644.177	2.330.804.192
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	151.201.250.612	83.083.520.309
		191.993.859.030	123.876.128.727
Andre forpligtelser	12		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	12.1	660.781.618	392.788.148
Periodeafgrænsningsposter	12.2	69.045.958	95.543.989
Øvrige poster	12.3	1.255.559.836	891.555.907
		1.985.387.412	1.379.888.044
Hensættelser	13	7.706.359.686	7.703.394.185
Revalueringskonti	14	28.626.267.808	24.832.823.174
Kapital og reserver	15		
Kapital	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Årets resultat		1.193.108.250	1.081.790.763
Passiver i alt		348.984.399.128	256.645.378.525

Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2016 til 31. december 2016

	Note	2016 €	2015 €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver	22.1	370.441.770	283.205.941
Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	22.2	8.920.896	41.991.105
Andre renteindtægter	22.4	1.604.648.023	1.732.919.191
Renteindtægter		1.984.010.689	2.058.116.237
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver	22.3	-3.611.845	-17.576.514
Andre renteudgifter	22.4	-332.020.205	-565.387.082
Renteudgifter		-335.632.050	-582.963.596
Nettorenteindtægter	22	1.648.378.639	1.475.152.641
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	23	224.541.742	214.433.730
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	24	-148.172.010	-64.053.217
Overførsler til/fra hensættelser til dækning af valutakurs-, rente, kredit- og guldprisisici		0	0
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		76.369.732	150.380.513
Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner	25	371.322.769	268.332.261
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	26	869.976	908.109
Andre indtægter	27	50.000.263	51.023.378
Nettoindtægter i alt		2.146.941.379	1.945.796.902
Personaleomkostninger	28	-466.540.231	-440.844.142
Administrationsomkostninger	29	-414.207.622	-351.014.617
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-64.769.605	-64.017.361
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	30	-8.315.671	-8.130.019
Årets resultat		1.193.108.250	1.081.790.763

Frankfurt am Main, 7. februar 2017

Den Europæiske Centralbank

Mario Draghi
Formand

Anvendt regnskabspraksis¹⁸

Regnskabet indhold og opstillingsform

ECB's regnskab er udarbejdet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper,¹⁹ som ECB's styrelsesråd anser for at give et retvisende billede af regnskabet samt afspejle en centralbanks virksomhed.

Regnskabsprincipper

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

Indregning af aktiver og passiver

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

Regnskabsgrundlag

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsværdi 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 afviklingsdagen tilbageføres de ikke-balanceførte poster, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på

¹⁸ 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.

¹⁹ Disse principper, som jævnligt gennemgås og opdateres, når der er behov for det, er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statuten, som kræver standardiserede regler for bogføring og regnskabsrapportering i Eurosystemet.

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 2016 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 30. december 2016.

SDR beregnes på grundlag af en valutakurv. I forbindelse med kursreguleringen af ECB's SDR-beholdning blev beholdningens værdi beregnet som den vægtede sum af kursen på fem vigtige valutaer (amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske renminbi), omregnet til euro pr. 30. december 2016.

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 2016 er anvendt middelkurser pr. 30. december 2016. 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.²⁰ Realiserede gevinster og tab på salg af fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

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

Urealiserede tab 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

²⁰ 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 clearret via en central modpart, er indregnet i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps, som ikke er clearret via en central modpart, foretages af ECB på grundlag af almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder baseret på markedspriser og -kurser samt diskonteringsfaktorer fra afviklingsdagen til værdiansættelsesdagen.

Begivenheder efter balancedagen

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

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

ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender

ESCB-interne mellemværender er hovedsagelig resultatet af grænseoverskridende betalinger i EU, som afvikles i centralbankpenge i euro. Størstedelen af disse transaktioner er indledt af private aktører (dvs. kreditinstitutter, virksomheder og enkeltpersoner). De afvikles i Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systemet – og medfører bilaterale mellemværender i EU-centralbankers Target2-konti. Disse bilaterale mellemværender nettes ud og fornyes dagligt over for ECB, således at den enkelte nationale centralbank kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECB's regnskab den enkelte nationale centralbanks nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB. De Eurosystem-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB som følge af Target2, samt andre Eurosystem-interne mellemværender i euro (fx den foreløbige overskudsfordeling til de nationale centralbanker) opføres i ECB's balance som en enkelt nettoaktiv- eller

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 Target2²¹, er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residerter 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" nedenfor).

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. 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.

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

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

²¹ Pr. 31. december 2016 deltog følgende centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski og Banca Națională a României.

ECB's pensionsordninger, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse

ECB's pensionsordninger for medarbejdere og medlemmer af Direktionen samt de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, er ydelsesbaserede.

Pensionsordningen for medarbejderne finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse. De obligatoriske bidrag, som indbetales af ECB og medarbejderne, udgør henholdsvis 20,7 pct. og 7,4 pct. af grundløn og afspejles i ordningens ydelsesbaserede søjle. Medarbejderne kan foretage yderligere, frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelse.²² Disse bestemmes af den beløbsmæssige størrelse af det frivillige bidrag med tillæg af investeringsafkastet fra disse bidrag.

Ydelse efter fratræden og andre langfristede personaleydelse for medlemmerne af Direktionen og de medlemmer af Styrelsesrådet, som er ansat af ECB, er uafdækkede. For medarbejdernes vedkommende er ydelse efter fratræden, bortset fra pensionsydelse og andre langsigtede personaleydelse, uafdækkede.

Ydelsesbaseret nettopensionsforpligtelse

I balancen opgøres de ydelsesbaserede pensionsforpligtelse under "Andre passiver" som nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse på balancedagen fratrukket dagsværdien af ordningernes aktiver, som skal anvendes til at finansiere forpligtelse.

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

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

Omkostninger vedrørende den ydelsesbaserede nettopensionsforpligtelse

Omkostningerne vedrørende den ydelsesbaserede nettopensionsforpligtelse er opdelt i forskellige komponenter, som er medtaget i resultatopgørelsen, og

²² 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.

genberegningen af ydelser efter fratræden er medtaget i balancen under "Revalueringskonti".

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a) løbende ydelsesbaserede pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b) nettorenteudgift på den ydelsesbaserede nettopensionsforpligtelse baseret på diskonteringsraten
- c) genberegning, for så vidt angår andre langsigtede personaleydelse (i deres helhed).

Nettobeløbet under "Revalueringskonti" omfatter:

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

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.²³ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.²⁴

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 rentebærende²⁵ 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).

²³ Afgørelse ECB/2010/29 af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 26, med senere ændringer.

²⁴ "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.

²⁵ 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 af 20.12.2016, s. 26.

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.²⁶ Det fordeles fuldt ud, medmindre det er højere end ECB's nettooverskud for året, og med forbehold for Styrelsesrådets eventuelle beslutninger om at foretage overførsler til hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. Styrelsesrådet kan også beslutte at reducere beløbet, som udgør den foreløbige overskudsfordeling, med et beløb svarende til ECB's udgifter i tilknytning til udstedelse og håndtering af eurosedler.

Reklassifikationer

Renteindtægter (fx kuponrente) og renteudgifter (fx amortisering af overkurser) fra værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde, blev tidligere indregnet til bruttoværdi i henholdsvis "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter". Med henblik på at harmonisere indregningen af renteindtægter og -udgifter fra de pengepolitiske operationer på Eurosystem-niveau, har ECB besluttet, at fra 2016 vil disse poster blive medtaget på nettobasis under enten "Andre renteindtægter" eller "Andre renteudgifter", alt efter om nettobeløbet er positivt eller negativt. De tilsvarende beløb for 2015 er blevet justeret som følger:

	Offentliggjort i 2015 €	Justering som følge af reklassifikation €	Korrigeret beløb €
Andre renteindtægter	2.168.804.955	-435.885.764	1.732.919.191
Andre renteudgifter	-1.001.272.846	435.885.764	-565.387.082

Denne reklassifikation påvirkede ikke nettooverskuddet i 2015.

²⁶ Afgørelse (EU) 2015/298 af 15. december 2014 om foreløbig fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter (omarbejdning), (ECB/2014/57), EUT L 53, 25.2.2015, s. 24, med senere ændringer.

Andre forhold

Under hensyntagen til ECB's rolle som centralbank ville offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke give regnskabsbrugerne yderligere relevante oplysninger.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (Bundesrepublikken 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 2016 havde ECB en beholdning på 16.229.522 ounces finguld.²⁷ Der var ingen transaktioner i guld i 2016. ECB's beholdninger forblev derfor uændrede i forhold til niveauet pr. 31. december 2015. Stigningen i beholdningernes værdi i euro skyldtes primært stigningen i prisen på guld i 2016 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis og note 14 "Revalueringskonti").

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

2.1 Tilgodehavender hos IMF

I denne post indregnes ECB's beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2016. 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).

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

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

Tilgodehavender hos residerter uden for euroområdet	2016 €	2015 €	Udvikling €
Anfordringskonti	6.844.526.120	4.398.616.340	2.445.909.780
Pengemarkedsindsud	2.005.810.644	1.666.345.182	339.465.462
Omvendte genkøbsforretninger	503.747.273	831.266.648	-327.519.375
Værdipapirer	41.066.843.366	42.133.979.087	-1.067.135.721
I alt	50.420.927.403	49.030.207.257	1.390.720.146

²⁷ Dette svarer til 504,8 t.

Tilgodehavender hos resider i euroområdet	2016 €	2015 €	Udvikling €
Anfordringskonti	1.211.369	953.098	258.271
Pengemarkedsindsud	1.964.182.715	1.861.761.734	102.420.981
Omvendte genkøbsforretninger	507.541.979	0	507.541.979
Værdipapirer	0	0	0
I alt	2.472.936.063	1.862.714.832	610.221.231

I 2016 skyldtes stigningen i disse poster primært, at både den amerikanske dollar og den japanske yen apprecierede over for euroen.

Den 31. december 2016 var ECB's nettobeholdninger af amerikanske dollar og japanske yen²⁸ følgende:

	2016 (mio. valutaenheder)	2015 (mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	46.759	46.382
Japanske yen	1.091.844	1.085.596

3 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet

Pr. 31. december 2016 bestod denne post af anfordringskonti hos resider i euroområdet.

4 Værdipapirer i euro udstedt af resider i euroområdet

4.1 Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Pr. 31. december 2016 bestod denne post af værdipapirer, som ECB havde erhvervet inden for rammerne af de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer, Securities Markets Programme (SMP), programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP) og opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor (PSPP).

Opkøbene under det første program til opkøb af særligt dækkede obligationer blev afsluttet 30. juni 2010, mens det andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer sluttede 31. oktober 2012. SMP ophørte 6. september 2012.

²⁸ Beholdningerne omfatter aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos resider uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos resider i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivside) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der tages højde for valutaterminforretninger og valutawaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

I 2016 blev Eurosystemets programmer, der udgør opkøbsprogrammet APP,²⁹ dvs. det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3), ABSPP og PSPP, suppleret med en fjerde komponent, nemlig programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP)³⁰. I 2016 traf Styrelsesrådet en række beslutninger, som direkte påvirkede omfanget af de månedlige opkøb og varigheden af APP.³¹ Disse beslutninger havde til formål i) at øge de nationale centralbankers og ECB's kombinerede månedlige nettoopkøb under APP fra gennemsnitlig 60 mia. euro til 80 mia. euro fra april 2016, og ii) at fortsætte de månedlige nettoopkøb på 60 mia. euro under APP efter marts 2017 og indtil udgangen af december 2017 – eller om nødvendigt endnu længere – og under alle omstændigheder, indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende justering i inflationsudviklingen, som er i overensstemmelse med dets inflationsmål.³² 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 markedsværdi³³ (som ikke er bogført i balancen eller i resultatopgørelsen, men alene anført til sammenligning), er som følger:

	2016 €		2015 €		Udvikling €	
	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi
Første program til opkøb af særligt dækkede obligationer	1.032.305.522	1.098.106.253	1.786.194.503	1.898.990.705	-753.888.981	-800.884.452
Andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer	690.875.649	743.629.978	933.230.549	1.013.540.352	-242.354.900	-269.910.374
Tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer	16.550.442.553	16.730.428.857	11.457.444.451	11.396.084.370	5.092.998.102	5.334.344.487
Securities Markets Programme	7.470.766.415	8.429.995.853	8.872.443.668	10.045.312.608	-1.401.677.253	-1.615.316.755
Programmet til opkøb af asset-backed securities	22.800.124.065	22.786.088.513	15.321.905.622	15.220.939.054	7.478.218.443	7.565.149.459
Opkøbsprogrammet inden for den offentlige sektor	112.270.760.463	112.958.545.591	39.437.433.065	39.372.318.024	72.833.327.398	73.586.227.567
I alt	160.815.274.667	162.746.795.045	77.808.651.858	78.947.185.113	83.006.622.809	83.799.609.932

Faldet i amortiseret kostpris for porteføljerne i forbindelse med det første og det andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer og SMP skyldtes indfrielse.

²⁹ Yderligere information om APP findes på [ECB's websted](#).

³⁰ Under dette program kan de nationale centralbanker købe "investment grade"-obligationer denomineret i euro udstedt af andre selskaber end banker, der er etableret i euroområdet. ECB opkøber ikke værdipapirer under dette program.

³¹ Se ECB's pressemeddelelse af [10. marts 2016](#) og [8. december 2016](#).

³² I takt med at priserne stabiliserer sig, sigter ECB mod at fastholde en inflationsrate under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

³³ Markedsværdier er vejledende og er udledt på grundlag af markedsnoteringer. Hvor der ikke foreligger markedsnoteringer, estimeres markedspriserne ved hjælp 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, er der ikke registreret tab på værdipapirerne i de pengepolitiske porteføljer i 2016.

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 markedsoperationer³⁴ (se note 22.2 "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet").

6 Andre aktiver

6.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Pr. 31.december 2016 bestod disse aktiver af følgende poster:

³⁴ Renten, der anvendes af Eurosystemet ved auktionerne i forbindelse med de primære markedsoperationer, har siden 16. marts 2016 været 0,00 pct..

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Anskaffelsespris			
Grunde og bygninger	1.011.662.911	1.027.242.937	-15.580.026
Inventar	221.888.762	219.897.386	1.991.376
Computerhardware og -software	88.893.887	77.350.193	11.543.694
Udstyr, møbler og køretøjer	96.197.706	92.000.437	4.197.269
Anlægsaktiver under udførelse	3.024.459	244.590	2.779.869
Øvrige anlægsaktiver	9.713.742	9.453.181	260.561
Anskaffessum i alt	1.431.381.467	1.426.188.724	5.192.743
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-72.284.513	-79.468.891	7.184.378
Inventar	-31.590.282	-15.827.521	-15.762.761
Computerhardware og -software	-57.935.440	-45.530.493	-12.404.947
Udstyr, møbler og køretøjer	-29.107.438	-20.831.615	-8.275.823
Øvrige anlægsaktiver	-1.138.207	-883.374	-254.833
Akkumulerede afskrivninger i alt	-192.055.880	-162.541.894	-29.513.986
Bogført værdi	1.239.325.587	1.263.646.830	-24.321.243

Nettofaldet i delposten "Grunde og bygninger" og de dertil svarende akkumulerede afskrivninger skyldtes hovedsagelig, at aktiverede bygninger, som ikke længere er i brug, ikke er medtaget.

6.2 Andre finansielle aktiver

I denne post indregnes investeringen af ECB's egenkapital³⁵, der holdes som en direkte modpost til kapitalen, samt reserver og hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. Den omfatter også 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS) til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

Posten består af følgende komponenter:

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	30.000	30.000	-
Værdipapirer i euro	19.113.074.101	19.192.975.459	-79.901.358
Omvendte genkøbsforretninger i euro	1.463.994.460	1.188.997.789	274.996.671
Andre finansielle aktiver	41.830.662	41.914.335	-83.673
I alt	20.618.929.223	20.423.917.583	195.011.640

Nettostigningen i denne post i 2016 skyldtes hovedsagelig reinvesteringer af renteindtægter fra egenporteføljen.

³⁵ Genkøbsforretninger, som gennemføres i sammenhæng med forvaltningen af egenporteføljen, er medtaget under "Øvrige poster" på passivside (se note 12.3 "Øvrige poster").

6.3 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2016 (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, 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 2016 omfattede denne post påløbne renter på værdipapirer, herunder udestående renter betalt ved erhvervelsen, som udgjorde 1.924,5 mio. euro (1.186,6 mio. euro i 2015) (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver" og "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", note 4 "Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet" og note 6.2 "Andre finansielle aktiver").

Posten omfatter desuden a) periodiserede indtægter fra fælles eurosistemprojekter (se note 27 "Andre indtægter"), b) påløbne renter på andre finansielle aktiver og c) diverse forudbetalinger.

6.5 Øvrige poster

Denne post omfattede 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 indgik også balancer i forbindelse med udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2016, 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 det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

8 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet

Den 8. december 2016 besluttede Styrelsesrådet, at centralbankerne i Eurosystemet også kan acceptere kontanter som sikkerhed i forbindelse med deres PSPP-værdipapirudlånsfaciliteter, uden at skulle geninvestere den. For ECB's vedkommende gennemføres disse operationer via et specialiseret institut.

Pr. 31. december 2016 var PSPP-værdipapirudlån til kreditinstitutter i euroområdet til en værdi af 1,9 mia. euro fortsat udestående. Kontanter modtaget som sikkerhed blev overført til Target2-konti (se note 11.2 "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto"). Da kontanterne ikke var investeret ultimo året, blev disse transaktioner medtaget på balancen (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).³⁶

9 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet

9.1 Andre forpligtelser

Denne post omfatter indskud fra medlemmer af Euro Banking Association (EBA), der anvendes som en garantifond for EURO1³⁷-afviklingen i Target2-systemet.

10 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet

Pr. 31. december 2016 omfattede denne post et beløb på 9,5 mia. euro (1,5 mia. euro i 2015), som udgjordes af ECB's mellemværender med nationale centralbanker uden for euroområdet og andre centralbanker som følge af – eller som modpost til – transaktioner via Target2-systemet. Stigningen i disse mellemværender i 2016 skyldtes betalinger fra residerter i euroområdet til residerter uden for euroområdet (se note 11.2 "Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto").

Posten bestod også af et beløb på 4,1 mia. euro (0,8 mia. euro i 2015), der var opstået i forbindelse med den stående, gensidige valutaaftale med Federal Reserve. 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

³⁶ Værdipapirudlån, der ikke resulterer i en sikkerhedsstillelse i kontanter, som ikke er investeret ultimo året, medtages på ikke-balanceførteonti (se note 16 "Værdipapirudlånsprogrammer").

³⁷ EURO1 er et betalingssystem, der drives af EBA.

modparter i form af tilbageførselsforretninger. Back-to-back-swapforretningerne resulterer i Eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker (se note 11.2 "Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto"). Swaptransaktionerne, som gennemføres med Federal Reserve og de nationale centralbanker i euroområdet, resulterer desuden i udestående tilgodehavender og forpligtelser, som registreres på ikke-balanceførte konti (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger").

Resten af denne post bestod af et beløb på 3,1 mia. euro (0 euro i 2015) i forbindelse med udestående PSPP-værdipapirudlån til residerende 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 de nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de nationale centralbanker kom med i Eurosystemet. Der var ingen ændringer i 2016.

	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 2016 omfattede denne post hovedsagelig nationale centralbanker i euroområdet Target2-mellemværender med ECB (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Nettostigningen i denne post skyldtes hovedsagelig værdipapiropkøb under opkøbsprogrammet APP (se note 4 "Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet"), som blev afviklet via Target2-konti. Effekten af disse opkøb blev delvis opvejet af a) afviklingen i Target2 af betalinger fra residerter i euroområdet til residerter uden for euroområdet (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet"), b) kontanter modtaget som sikkerhed ved udlån af PSPP-værdipapirer (se note 8 "Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet" og note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet", c) stigningen i beløbene vedrørende de back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar, og d) indfrielse af værdipapirer opkøbt under SMP og de to første programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer, som også blev afviklet via Target2-konti.

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).

	2016 €	2015 €
Target2-forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet	1.058.484.156.256	812.734.808.529
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	-908.249.140.203	-730.463.422.714
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud	966.234.559	812.134.494
Andre forpligtelser inden for Eurosystemet, netto	151.201.250.612	83.083.520.309

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 2016 (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, sammenholdt med de euroværdier, der opstår, når transaktionerne omregnes til euro til den pågældende valutas gennemsnitskurs pr. samme dato (se "Ikke-balanceførte poster" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Værditab på udestående renteswaps indgår også i denne post (se note 18 "Renteswaps").

12.2 Periodeafgrænsningsposter

Pr. 31. december 2016 omfattede denne post beløb opkrævet forud i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) (se note 25 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner"), periodiseringer af administrativ art og periodiseringer på finansielle instrumenter.

Posten omfattede også påløbne renter på de nationale centralbankers tilgodehavender for hele 2016 i forbindelse med overførte valutareserver til ECB (se note 11.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver"). Dette beløb blev afviklet i januar 2017.

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Periodisering af administrativ art	20.723.173	20.455.723	267.450
Finansielle instrumenter	3.621.142	2.191.753	1.429.389
SSM-indtægter opkrævet på forhånd	41.089.798	18.926.078	22.163.720
Valutareserver overført til ECB	3.611.845	17.576.514	-13.964.669
Target2	-	36.393.921	-36.393.921
I alt	69.045.958	95.543.989	-26.498.031

12.3 Øvrige poster

I 2016 bestod denne post af balancer i forbindelse med udestående valutawaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2016 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse saldi 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 omfattede posten ECB's nettoforpligtelse i forbindelse med ydelser efter fratræden og andre langfristede personaleydelse til medarbejderne, medlemmerne af Direktionen og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB.

*ECB's pensionsordninger, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse*³⁸

Balance

Hvad angår ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen:

	2016 Medarbejderne i mio. €	2016 Direktionen og Tilsynsrådet i mio. €	2016 I alt i mio. €	2015 Medarbejderne i mio. €	2015 Direktionen og Tilsynsrådet i mio. €	2015 I alt i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Dagsværdi af ordningens aktiver	-878,0	-	-878,0	-755,3	-	-755,3
Ydelsesbaseret nettopensionsforpligtelse indregnet i balancen	483,3	27,7	510,9	361,4	24,1	385,5

I 2016 er nutidsværdien af forpligtelsen over for medarbejderne på 1.361,3 mio. euro (1.116,7 mio. euro i 2015) inkl. uafdækkede ydelser på 187,0 mio. euro (155,9 mio. euro i 2015) i forbindelse med andre ydelser efter

³⁸ 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.

fratræden end pension og andre langsigtede personaleydelse. Ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse for medlemmer af Direktionen og medlemmer af Tilsynsrådet er også uafdækkede.

Resultatopgørelsen

Indregnede beløb i resultatopgørelsen for 2016:

	2016 Medarbejderne i mio. €	2016 Direktionen og Tilsynsrådet i mio. €	2016 I alt i mio. €	2015 Medarbejderne i mio. €	2015 Direktionen og Tilsynsrådet i mio. €	2015 I alt i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Nettorenten på den ydelsesbaserede nettopensionsforpligtelse	9,7	0,6	10,3	9,5	0,5	10,0
<i>heraf:</i>						
<i>Renteudgifter på forpligtelsen</i>	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
<i>Renteindtægter af ordningens aktiver</i>	-19,5	-	-19,5	-13,4	-	-13,4
Gevinster/tab ved genberegning af andre langsigtede ydelser	0,6	0,1	0,7	2,6	-0,1	2,5
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	114,6	2,4	117,0	132,1	2,3	134,4

Pensionsomkostningerne vedrørende det aktuelle regnskabsår faldt i 2016 til 106,0 mio. euro (121,9 mio. euro i 2015), hovedsagelig som følge af stigningen i diskonteringsraten fra 2,00 pct. i 2014 til 2,50 pct. i 2015.³⁹

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

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse:

³⁹ Pensionsomkostningerne vedrørende det aktuelle regnskabsår beregnes ud fra det foregående års diskonteringsrate.

	2016 Medarbej- derne i mio. €	2016 Direktionen og Tilsynsrå- det i mio. €	2016 I alt i mio. €	2015 Medarbej- derne i mio. €	2015 Direktionen og Tilsynsrå- det i mio. €	2015 I alt i mio. €
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 1. januar	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Renteudgifter på forpligtelsen	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
Deltagernes bidrag	19,5	0,2	19,8	21,7	0,2	21,9
Betalte ydelser	-8,6	-0,8	-9,5	-7,5	-0,8	-8,3
Gevinster/tab ved genberegning	100,2	1,9	102,1	-127,5	-2,2	-129,7
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 31. december	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8

De samlede tab ved genberegning på 102,1 mio. euro i 2016 på den ydelsesbaserede forpligtelse opstod primært som følge af nedsættelsen af diskonteringsraten fra 2,5 pct. i 2015 til 2,0 pct. i 2016.

Ændringer i 2016 i dagsværdien af ordningens aktiver vedrørende medarbejderne:

	2016 i mio. €	2015 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	755,3	651,9
Renteindtægter	19,5	13,4
Gevinster ved genberegning	44,7	26,8
Arbejdsgivers bidrag	45,0	46,9
Deltagernes bidrag	19,5	21,7
Betalte ydelser	-6,0	-5,4
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	878,0	755,3

Gevinsterne ved genberegning af ordningens aktiver afspejlede i både 2016 og 2015 den kendsgerning, at det faktiske afkast på andelen var højere end den skønnede renteindtægt på ordningens aktiver.

I 2016 besluttede Styrelsesrådet som en opfølgning på en værdiansættelse af finansieringen af pensionsordningen for medarbejderne, som ECB's aktuarer gennemførte pr. 31. december 2015, bl.a. a) at stoppe ECB's årlige supplerende bidrag på 6,8 mio. euro og b) fra og med september 2016 at sætte ECB's bidrag til ECB's pensionsordning for medarbejderne op fra 19,5 pct. til 20,7 pct. af grundlønnen.⁴⁰ Disse beslutninger resulterede i en netto reduktion af ECB's samlede bidrag i 2016 til trods for stigningen i antallet af medlemmer af pensionsordningen (se note 28 "Personaleomkostninger").

Ændringer i 2016 i resultaterne af genberegningen (se note 14 "Revalueringskonti"):

⁴⁰ Styrelsesrådet besluttede endvidere at sætte medarbejdernes bidrag op fra 6,7 pct. til 7,4 pct. af grundlønnen.

	2016 i mio. €	2015 i mio. €
Gevinster/tab ved genberegning pr. 1. januar	-148,4	-305,6
Bidrag fra nationale centralbanker, der indtræder i Eurosystemet ⁴¹	0,0	-1,8
Renteindtægter fra ordningens aktiver	44,7	26,8
Gevinster/tab på forpligtelsen	-102,1	129,7
Tab medtaget i resultatopgørelsen	0,7	2,5
Tab ved genberegning pr. 31. december, som blev indregnet i "Revalueringskonti"	-205,1	-148,4

Primære forudsætninger

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Direktionen har godkendt med henblik på regnskabsafklæggelse og oplysning. De væsentligste forudsætninger, der ligger til grund for beregningen af pensionsforpligtelsen, er:

	2016 i pct.	2015 i pct.
Diskonteringsssats	2,00	2,50
Forventet afkast af ordningens aktiver ⁴²	3,00	3,50
Generelle fremtidige lønstigninger ⁴³	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger ⁴⁴	1,40	1,40

Desuden udgjorde medarbejdernes frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle i 2016 133,2 mio. euro (123,3 mio. euro i 2015). Disse bidrag er investeret i ordningens aktiver, men medfører også en tilsvarende forpligtelse af samme værdi.

13 Hensættelser

Denne post består hovedsagelig af en hensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici.

Hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici skal, i den udstrækning Styrelsesrådet finder det nødvendigt, bruges til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, der overstiger de

⁴¹ Efter Litauens indførelse af den fælles valuta bidrog Lietuvos bankas til saldoen for alle ECB's revalueringskonti med virkning fra 1. januar 2015. De udestående tab som følge af genberegning, der var indregnet i revalueringskontiene pr. 31. december 2014, førte til en reduktion i Lietuvos bankas bidrag.

⁴² Disse forudsætninger blev anvendt til at beregne den del af ECB's ydelsesbaserede forpligtelse, der finansieres af aktiver med en underliggende kapitalgaranti.

⁴³ Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af deltagerens alder.

⁴⁴ I overensstemmelse med bestemmelserne i ECB's pensionsordning bliver pensionerne forhøjet årligt. Hvis de generelle justeringer af ECB's medarbejders 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.

respektive revalueringskonti. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECB's vurdering af disse risici, idet der tages højde for en række faktorer. Størrelsen af hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECB's kapital, som er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2016 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici 7.619.884.851 euro, hvilket er uændret i forhold til 2015. 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 nettoforpligtelse i forbindelse med ydelser efter fratræden (se "ECB's pensionsordninger, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse" under anvendt regnskabspraksis og note 12.3 "Øvrige poster").

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Guld	13.926.380.231	11.900.595.095	2.025.785.136
Valuta	14.149.471.665	12.272.562.352	1.876.909.313
Værdipapirer og andre instrumenter	755.494.021	808.078.836	-52.584.815
Nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelser efter fratræden	-205.078.109	-148.413.109	-56.665.000
I alt	28.626.267.808	24.832.823.174	3.793.444.634

Stigningen i revalueringskontiene skyldes euroens depreciering over for guld, den amerikanske dollar og japanske yen i 2016.

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2016	2015
Amerikanske dollar pr. euro	1,0541	1,0887
Japanske yen pr. euro	123,40	131,07
Euro pr. SDR	1,2746	1,2728
Euro pr. ounce finguld	1.098,046	973,225

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.⁴⁵

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2015 ⁴⁶ 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. Det indbetalte beløb udgjorde i alt 120.192.083 euro ultimo 2016, hvilket er uændret i forhold til 2015. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af

⁴⁵ De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne i tabellen derfor ikke nødvendigvis overens.

⁴⁶ 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 steget for de centrale nationalbanker i euroområdet, og den samlede vægt i fordelingsnøglen er faldet for de nationale centralbanker uden for euroområdet. Der skete ingen ændringer i 2016.

ECB's overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

De nationale centralbanker uden for euroområdet har indbetalt følgende beløb:

	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 Națională 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, hvor 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 program til opkøb af særligt dækkede obligationer samt sine beholdninger af værdipapirer opkøbt under PSPP og værdipapirer opkøbt under SMP, der også ville kunne indgå i PSPP, til rådighed for udlån.⁴⁷

Hvis de kontanter, der er stillet som sikkerhed, ikke er investeret ultimo året, registreres de dermed forbundne værdipapirudlån på ikke-balanceførte konti.⁴⁸ Værdipapirudlån til en værdi af 10,9 mia. euro (4,5 mia. euro i 2015) var udestående pr. 31. december 2016. Af dette beløb vedrørte 3,9 mia. euro (0,3 mia. euro i 2015) udlån af værdipapirer, som blev holdt af pengepolitiske grunde.

17 Rentefutures

Pr. 31. december 2016 var følgende valutatransaktioner udestående (angivet til markedskurser ultimo året):

Rentefutures i fremmed valuta	2016 Kontraktværdi €	2015 Kontraktværdi €	Udvikling €
Erhvervet	558.770.515	694.406.172	-135.635.657
Afhændet	2.258.798.975	690.554.100	1.568.244.875

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

18 Renteswaps

Pr. 31. december 2016 var renteswapforretninger med en fiktiv værdi på 378,3 mio. euro (274,5 mio. euro i 2015) opgjort til markedskursen ultimo året, udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

⁴⁷ ECB opkøber ikke værdipapirer under CSPP og har derfor ingen beholdninger i relation hertil, som er til rådighed for udlån.

⁴⁸ Hvis den kontante sikkerhedsstillelse ikke er investeret ultimo året, bogføres disse transaktioner på balanceførte konti (se note 8 "Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet" og note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

19 Valutaswap- og terminsforretninger

Forvaltning af valutareserver

Valutaswap- og terminsforretninger blev i 2016 udført i sammenhæng med forvaltningen af ECB's valutareserve. Tilgodehavender og forpligtelser som følge af disse transaktioner, der var udestående pr. 31. december 2016, er angivet til markedskurserne ultimo året:

Valutaswap- og terminsforretninger	2016 €	2015 €	Udvikling €
Tilgodehavender	3.123.544.615	2.467.131.004	656.413.611
Passiver	2.855.828.167	2.484.517.472	371.310.695

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 residerter uden for euroområdet").

20 Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner

I 2016 havde ECB fortsat ansvaret for forvaltningen af EU's lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte, den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM), den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF) og den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) samt for låneaftalen for Grækenland. I 2016 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 cypriske 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 traktaten om oprettelse af den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM), 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:

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	1.499.288	552.459	946.829
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	18.095.835	6.306.443	11.789.392
Renteindtægter/-udgifter fra genkøbsforretninger	-34.017	38.311	-72.328
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	12.745.338	2.920.201	9.825.137
Renteindtægter på værdipapirer	304.958.993	261.121.900	43.837.093
Renteindtægter/-udgifter på renteswaps	19.080	-861.355	880.435
Renteindtægter på terminsforretninger og valutaswaptransaktioner i fremmed valuta	33.157.253	13.127.982	20.029.271
Renteindtægter fra valutareserveaktiver, netto	370.441.770	283.205.941	87.235.829

Den samlede stigning i nettorenteindtægten i 2016 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"). På trods af en stigning på 4,7 pct. i den gennemsnitlige værdi af seddelomløbet var der et fald i indtægten i 2016, som skyldtes, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2015 (0,01 pct. i 2016 sammenlignet med 0,05 pct. i 2015).

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"). Nedgangen i denne forrentning i 2016 skyldtes, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2015.

22.4 Andre renteindtægter og Andre renteudgifter⁴⁹

I 2016 bestod disse poster hovedsagelig af nettorenteindtægter på 1,0 mia. euro (0,9 mia. euro i 2015) fra værdipapirer opkøbt af ECB af pengepolitiske grunde. Af dette beløb vedrørte 0,5 mia. euro (0,6 mia. euro i 2015) nettorenteindtægter fra værdipapirer købt under SMP, og 0,4 mia. euro (0,2 mia. euro i 2015) vedrørte nettorenteindtægter fra værdipapirer købt under APP.

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

23 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

I 2016 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster, netto	159.456.244	175.959.137	-16.502.893
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	65.085.498	38.474.593	26.610.905
Realiserede gevinster på finansielle operationer, netto	224.541.742	214.433.730	10.108.012

Realiserede nettobørskursgevinster omfatter realiserede gevinster og tab på værdipapirer, rentefutures og renteswaps. Faldet i nettobørskursgevinster i 2016 skyldtes hovedsagelig en lavere børskursgevinst på værdipapirer i dollarporteføljen.

Den samlede stigning i de realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, skyldtes hovedsagelig en udstrømning i SDR-beholdningerne i sammenhæng med tovejs-købs- og salgsordningen for SDR sammen med IMF (se note 2.1 "Tilgodehavender hos IMF").

24 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Der blev foretaget følgende nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner i 2016:

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-148.159.250	-63.827.424	-84.331.826
Urealiserede børskurstab på renteswaps	-	-223.892	223.892
Urealiserede valutakurstab	-12.760	-1.901	-10.859
Nedskrivninger i alt	-148.172.010	-64.053.217	-84.118.793

⁴⁹ Med virkning fra 2016 medtages renteindtægter og renteudgifter fra værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde på nettobasis under enten "Andre renteindtægter" eller "Andre renteudgifter", alt efter om der er tale om et positivt eller negativt nettobeløb (se "Reklassifikationer" under anvendt regnskabspraksis).

De større nedskrivninger i forhold til 2015 skyldtes primært det højere markedsafkast fra værdipapirer, som holdes i dollarporteføljen, sammen med det generelle fald i deres markedspris.

25 Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Gebyr- og provisionsindtægter	382.191.051	277.324.169	104.866.882
Gebyr- og provisionsudgifter	-10.868.282	-8.991.908	-1.876.374
Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner	371.322.769	268.332.261	102.990.508

I 2016 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, hovedsagelig tilsynsgebyrer. Udgifterne omfattede hovedsagelig depotgebyrer samt gebyrer, der skal betales til de eksterne porteføljeforvaltere for at foretage opkøb af asset-backed securities i henhold til eksplicitte instrukser fra og på vegne af Eurosystemet.

Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne

I november 2014 påtog ECB sig tilsynsopgaver i henhold til artikel 33 i Rådets forordning (EU) nr. 1024/2013 af 15. oktober 2013. ECB opkræver årlige gebyrer fra enhederne under tilsyn til dækning af udgifterne i forbindelse med disse opgaver. ECB meddelte i april 2016, at de årlige tilsynsgebyrer i 2016 ville beløbe sig til 404,5 mio. euro.⁵⁰ Dette beløb var baseret på beregnede årlige udgifter i 2016 på 423,2 mio. euro efter korrigerende for i) overskydende tilsynsgebyrer på 18,9 mio. euro, som blev opkrævet i 2015, ii) tilbagebetalte beløb i forbindelse med ændringer i antallet af eller status på enheder under tilsyn⁵¹ (0,3 mio. euro) og iii) opkrævede renter som følge af sene indbetalinger i 2015 på 0,1 mio. euro.

Indtægterne fra tilsynsgebyrer var – baseret på ECB's faktiske udgifter til banktilsynsopgaverne – 382,2 mio. euro i 2016.

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Tilsynsgebyrer	382.151.355	277.086.997	105.064.358
heraf:			
<i>Gebyrindtægter fra signifikante enheder eller koncerner</i>	<i>338.418.328</i>	<i>245.620.964</i>	<i>92.797.364</i>
<i>Gebyrindtægter fra mindre signifikante enheder eller mindre signifikante koncerner</i>	<i>43.733.027</i>	<i>31.466.033</i>	<i>12.266.994</i>
Indtægter i forbindelse med banktilsynsopgaver i alt	382.151.355	277.086.997	105.064.358

⁵⁰ Beløbet blev faktureret i oktober 2016 med betalingsfrist 18. november 2016.

⁵¹ I henhold til artikel 7 i ECB's forordning om tilsynsgebyrer (ECB/2014/41) 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 tilsyn eller en koncern under tilsyn 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.

Overskuddet i 2016 på 41,1 mio. euro, som skyldes forskellen mellem beregnede udgifter (423,2 mio. euro) og faktiske udgifter (382,2 mio. euro) er anført under "Periodeafgrænsningsposter" (se note 12.2 "Periodeafgrænsningsposter"). Det vil nedbringe de tilsynsgebyrer, som bliver opkrævet i 2017.

ECB er desuden berettiget til at pålægge foretagender bøder eller tvangsbøder i tilfælde af manglende opfyldelse af forpligtelser i henhold til dens forordninger og afgørelser. Der blev ikke pålagt sådanne bøder eller tvangsbøder i 2016.

SSM-relaterede 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 omkostninger 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.

Udgifterne i 2016 fordeler sig således:

	2016 €	2015 €	Udvikling €
Løn og ydelser	180.655.666	141.262.893	39.392.773
Leje og vedligeholdelse af bygninger	58.103.644	25.513.220	32.590.424
Andre driftsomkostninger	143.392.045	110.310.884	33.081.161
Udgifter i forbindelse med banktilsyn i alt	382.151.355	277.086.997	105.064.358

Stigningen i det samlede antal medarbejdere i ECB Banktilsyn, flytningen til en ny bygning og etableringen af statistik- og IT-infrastrukturer i forbindelse med tilsynsopgaverne var medvirkende til, at de samlede udgifter til SSM steg i 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 2016 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 2016 har ført til en samlet stigning i personaleomkostningerne. Stigningen blev delvis udlignet af et fald i nettoudgifterne i relation til ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse.

I denne post er indeholdt udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 349,5 mio. euro (306,4 mio. euro i 2015). I posten indgår ligeledes et beløb på 117,0 mio. euro (134,4 mio. euro i 2015) vedrørende ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse (se note 12.3 "Øvrige poster").

Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i Den Europæiske Unions institutioner.

Direktionsmedlemmer og de medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, modtager en grundløn, mens deltidsmedlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, får 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 har medlemmer af Direktionen og Tilsynsrådet 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 2016 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):⁵²

	2016 €	2015 €
Mario Draghi (formand)	389.760	385.860
Vítor Constâncio (næstformand)	334.080	330.744
Peter Praet (direktionsmedlem)	277.896	275.604
Benoît Cœuré (direktionsmedlem)	277.896	275.604
Yves Mersch (direktionsmedlem)	277.896	275.604
Sabine Lautenschläger (direktionsmedlem)	277.896	275.604
Direktionen i alt	1.835.424	1.819.020
Tilsynsrådet i alt (medlemmer ansat af ECB)⁵³	631.254	635.385
heraf:		
Danièle Nouy, (formand for Tilsynsrådet)	277.896	275.604
I alt	2.466.678	2.454.405

Hertil kommer de supplerende vederlag til deltidsmedlemmerne af Tilsynsrådet på 343.341 euro (352.256 euro i 2015).

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 807.475 euro (625.021 euro i 2015). I december 2015

⁵² Beløbene er bruttobeløb, dvs. inden betaling af skat til Den Europæiske Union.

⁵³ Dette tal omfatter ikke Sabine Lautenschläger, hvis løn er medtaget sammen med lønnen for de andre medlemmer af Direktionen.

besluttede Styrelsesrådet, at ECB – for så vidt angår medarbejdere og direktionsmedlemmer, der bærer alle udgifter til en privat sygesikringsordning – udbetaler et beløb, som svarer til det bidrag, som ECB skulle betale, hvis de var medlemmer af ECB's sygesikringsordning. Denne regel omfatter endvidere en bestemmelse med tilbagevirkende virkning for sygeforsikringsbetalinger fra og med 1. januar 2013. På grund af denne bestemmelse forventes de udbetalte tillæg at blive lavere i 2017 end i 2016.

Der kan udbetales en fratrædelsesgodtgørelse til afgåede medlemmer af Direktionen og Tilsynsrådet i en begrænset periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. Ingen sådanne betalinger blev foretaget i 2016. Pensionsydelse, herunder relaterede tillæg, til afgåede medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 834.668 euro (783.113 euro i 2015).

Ved udgangen af 2016 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 3.171⁵⁴, heraf 320 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2016:

	2016	2015
Samlet antal medarbejdere pr. 1. januar (ekskl. nye ansatte pr. 1. januar)	2.871	2.577
Nye ansatte/ændring af kontraktstatus	725	648
Fratrædelser/kontraktudløb	-380	-299
Nettonedgang som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	-45	-55
Samlet antal medarbejdere pr. 31. december	3.171	2.871
Gennemsnitligt antal medarbejdere	3.007	2.722

29 Administrationsomkostninger

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger, såsom leje og vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

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.

⁵⁴ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

8 February 2017

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 2016, 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 2016 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).

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), 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).

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.

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

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

8. februar 2017

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Konklusion

Vi har revideret regnskabet for Den Europæiske Centralbank for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016, der omfatter balancen pr. 31. december 2016, resultatopgørelsen for perioden 1. januar - 31. december 2016 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 2016 samt af resultatet af Den Europæiske Centralbanks aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 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).

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 revisionspåtegningens 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 som grundlag for vores konklusion.

Den Europæiske Centralbanks direktion 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), og for den 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).

Den øverste ledelse er ansvarlig for at overvåge Den Europæiske Centralbanks regnskabsafslæggelsesproces.

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 revisionspåtegning 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, som regnskabsbrugere træffer på grundlag af regnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under 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 selskabets 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 oplysninger herom i regnskabet eller, hvis sådanne 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 giver også den øverste ledelse en udtalelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle forbindelser 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 2016.

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 2016 var 1.193,1 mio. euro. Som følge af Styrelsesrådets beslutning blev der 31. januar 2017 foretaget en foreløbig fordeling af overskud på 966,2 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet. Styrelsesrådet besluttede endvidere at fordele det resterende overskud på 226,9 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet.

	2016 €	2015 €
Årets overskud	1.193.108.250	1.081.790.763
Foreløbig overskudsfordeling	-966.234.559	-812.134.494
Årets resultat efter den foreløbige fordeling af overskud	226.873.691	269.656.269
Fordeling af det resterende overskud	-226.873.691	-269.656.269
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.

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2016¹

(mio. euro)²

AKTIVER	31. december 2016	31. december 2015
1 Guld og tilgodehavender i guld	382.061	338.713
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	327.854	307.243
2.1 Tilgodehavender hos IMF	78.752	80.384
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	249.102	226.860
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	30.719	31.110
4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	19.082	20.242
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	19.082	20.242
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer i euro	595.873	558.989
5.1 Primære markedsoperationer	39.131	88.978
5.2 Langfristede markedsoperationer	556.570	469.543
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	172	468
5.6 Udlån i forbindelse med marginbetalinger	0	0
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	69.104	107.864
7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet	1.974.899	1.161.004
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	1.654.026	803.135
7.2 Andre værdipapirer	320.873	357.869
8 Offentlig forvaltning og services gæld i euro	26.460	25.145
9 Andre aktiver	236.847	230.236
Aktiver i alt	3.662.901	2.780.546

¹ Udarbejdet på grundlag af foreløbige ureviderede data. De nationale centralbankers årsregnskaber vil alle være afsluttet ved udgangen af maj 2017. Eurosystemets endelige konsoliderede årlige balance vil blive offentliggjort derefter.

² På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

PASSIVER	31. december 2016	31. december 2015
1 Seddelomløb	1.126.216	1.083.539
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	1.313.264	768.419
2.1 Anfordringskonti (herunder reservekravssystemet)	888.988	555.864
2.2 Indlånsfacilitet	424.208	212.415
2.3 Tidsindsud	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indlån i forbindelse med marginbetalinger	69	140
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	9.427	5.200
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	220.760	141.805
5.1 Offentlig forvaltning og service	114.880	59.295
5.2 Andre forpligtelser	105.880	82.510
6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	205.678	54.529
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	3.644	2.803
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet	9.301	3.677
8.1 Indlån og andre forpligtelser	9.301	3.677
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	59.263	59.179
10 Andre forpligtelser	221.402	217.492
Revalueringskonti	394.418	345.703
Kapital og reserver	99.527	98.199
Passiver i alt	3.662.901	2.780.546

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 2017.

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			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	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								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations ⁵⁾								
2016 29 June ⁶⁾	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. ⁶⁾	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. ⁶⁾	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. ⁷⁾	2,671	36	2,671	-	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 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 2016 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

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia ²⁾
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
Euro area	3.7	4.4	2.9	3.0	2.0	1.2	0.9
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
European Union	3.8	4.6	2.9	3.0	2.2	1.4	1.1
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

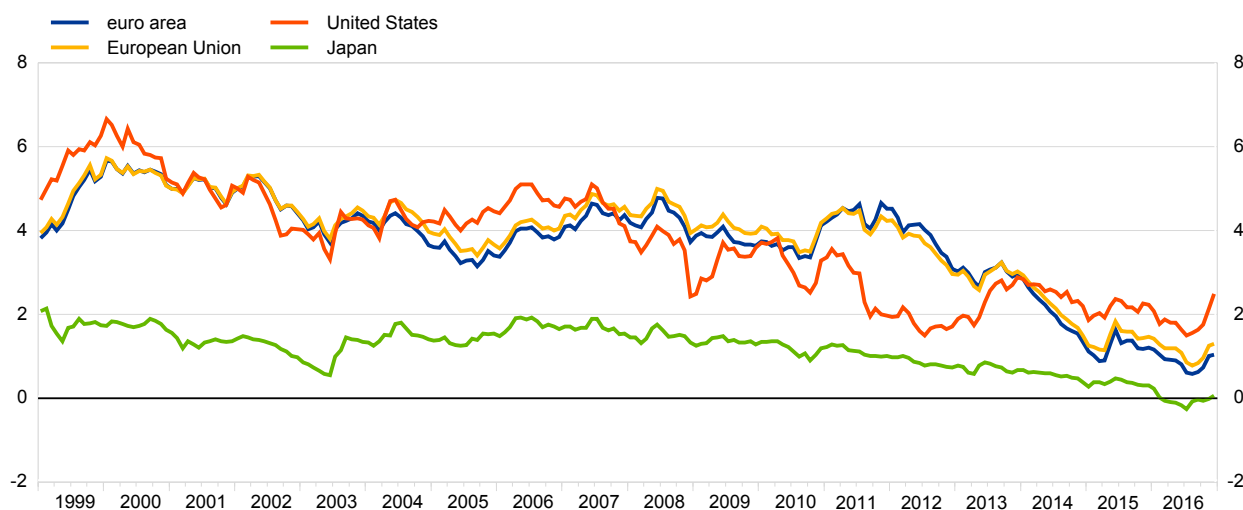
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) 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.

2) 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⁾

(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) 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)

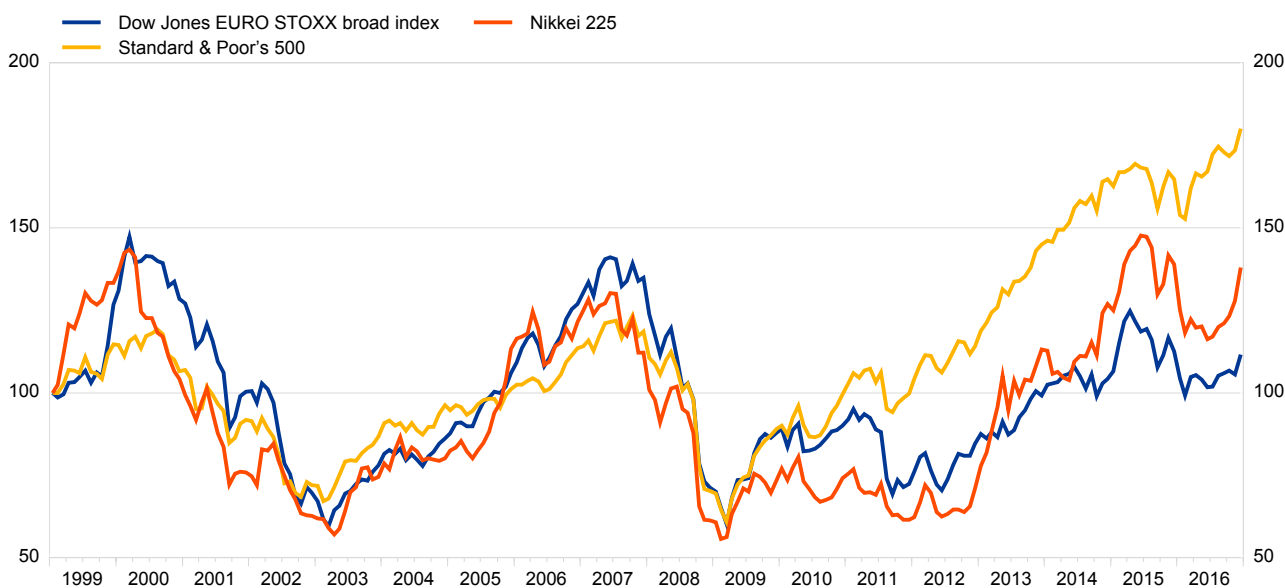
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

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)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

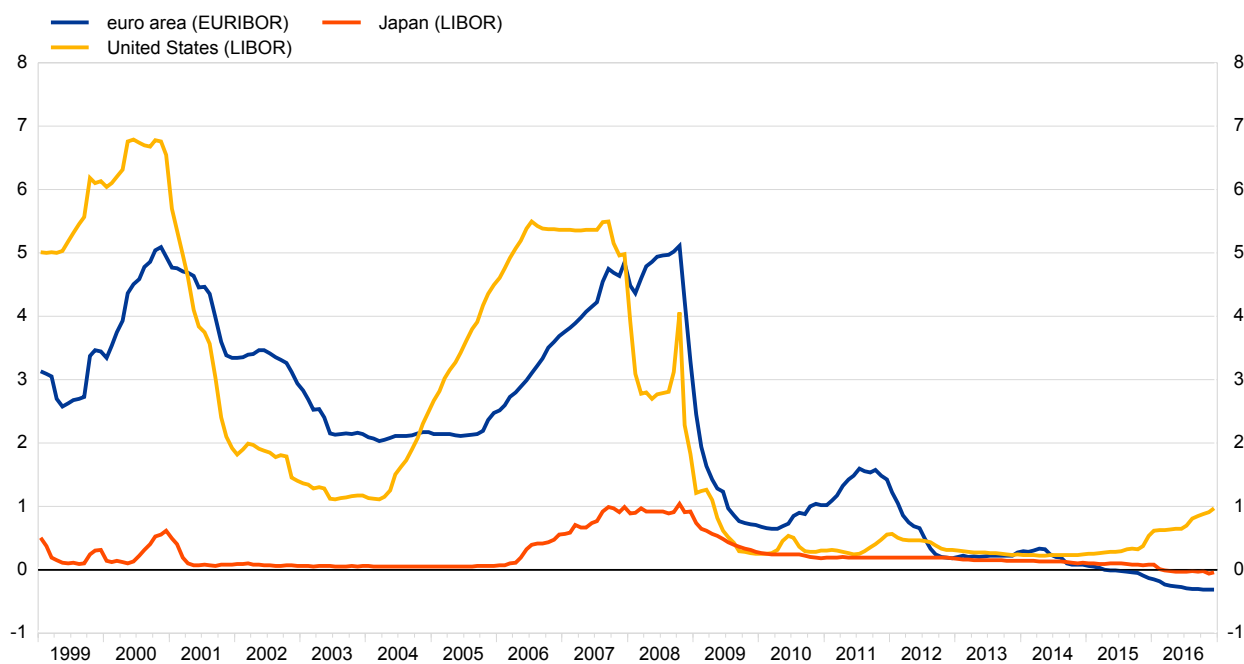
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

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⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area ²⁾	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

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⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area ²⁾	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

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⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area ⁽²⁾	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia 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.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area ⁽²⁾	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

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

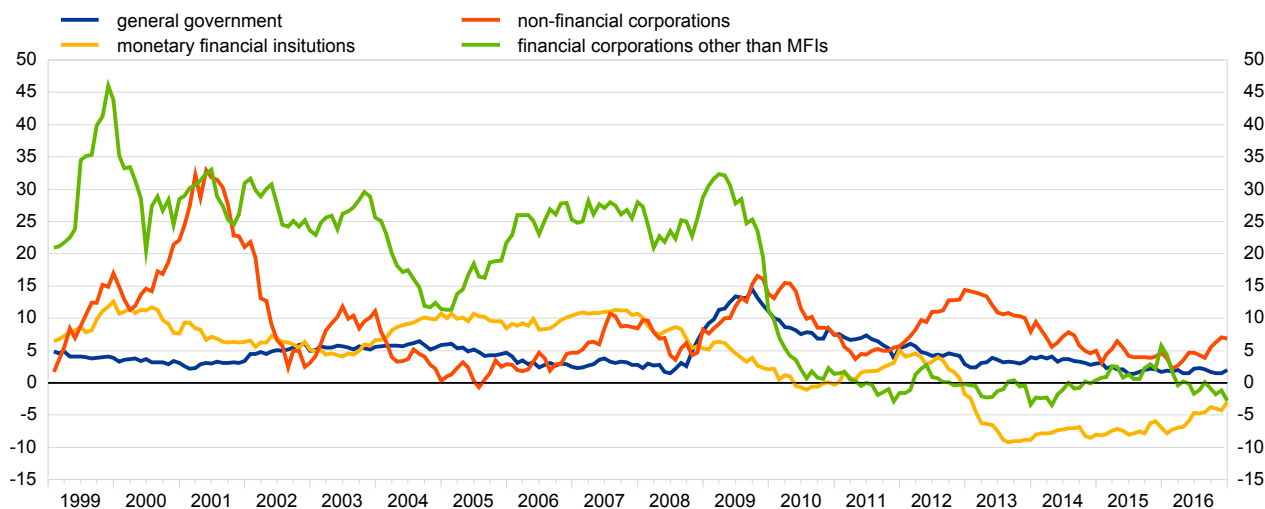
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
Euro area	4.9	7.7	0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3

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

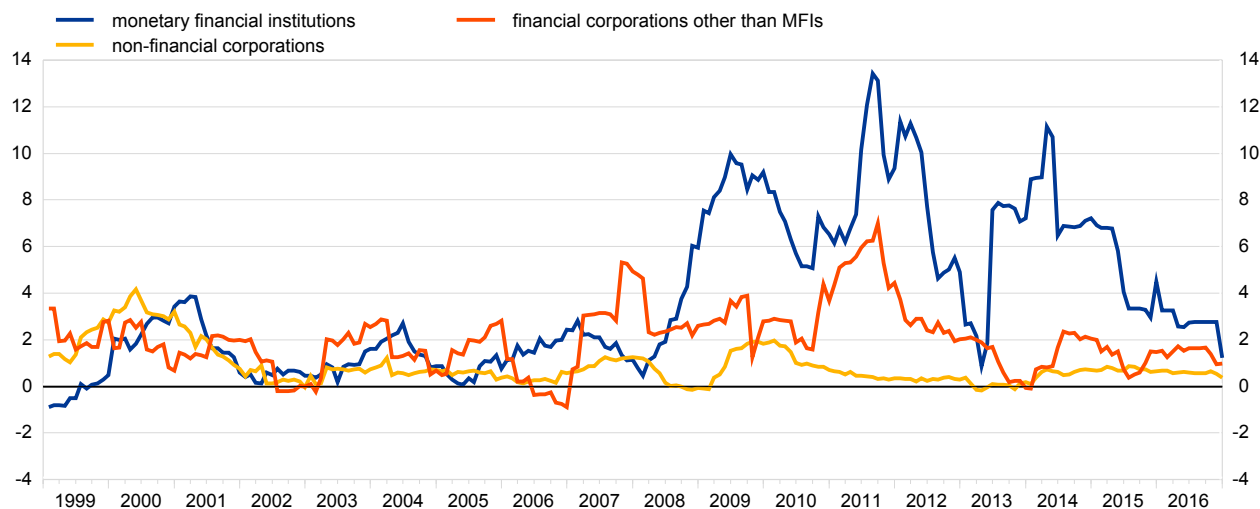
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
Euro area	1.2	1.1	1.1	0.6	1.4	1.2	0.9

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)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Components of M3							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector ³⁾	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans ⁴⁾	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

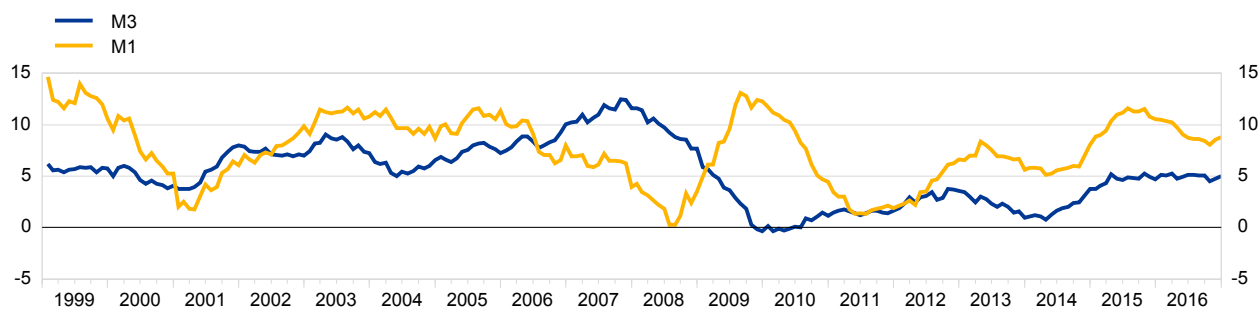
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

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)

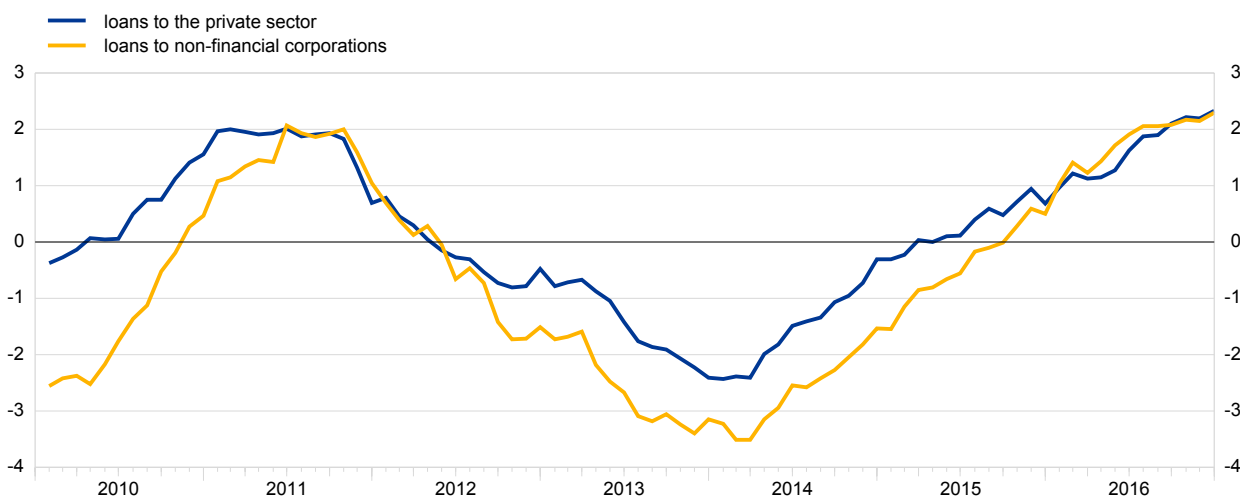
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
Euro area	-0.3	0.4	1.0	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

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 for euro area countries 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.

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)

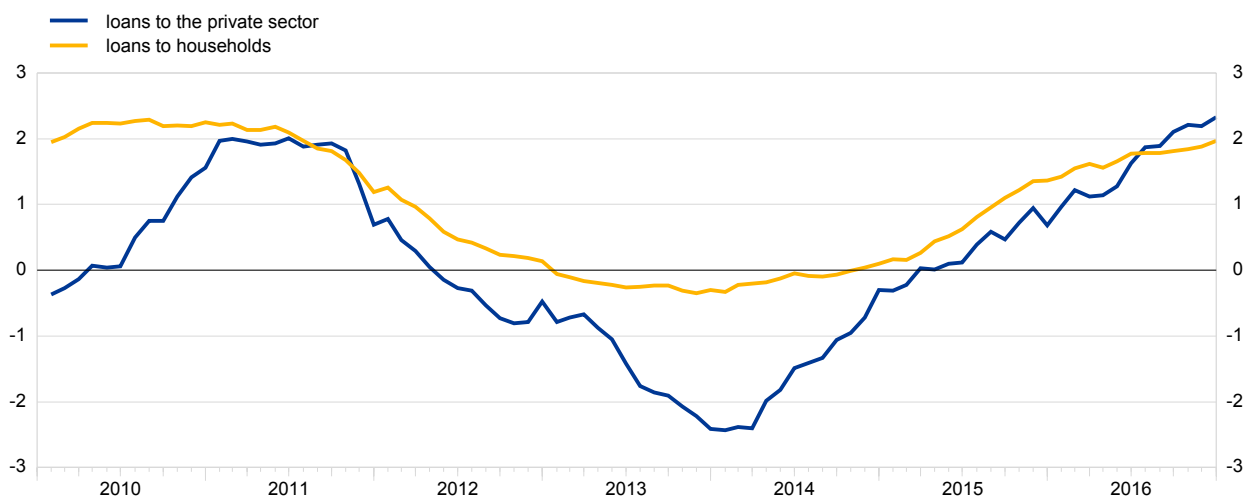
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
Euro area	0.9	2.2	1.2	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

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 for euro area countries 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.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

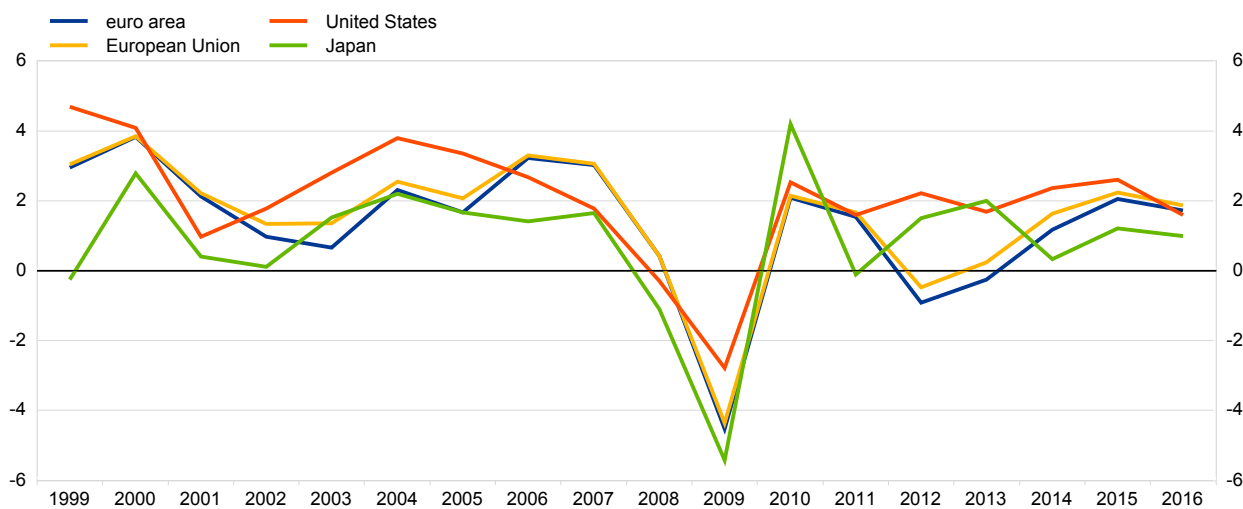
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
Euro area	1.1	1.8	0.3	-0.6	0.8	1.8	2.0
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
European Union	1.5	2.2	0.5	-0.1	1.2	2.1	2.3
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

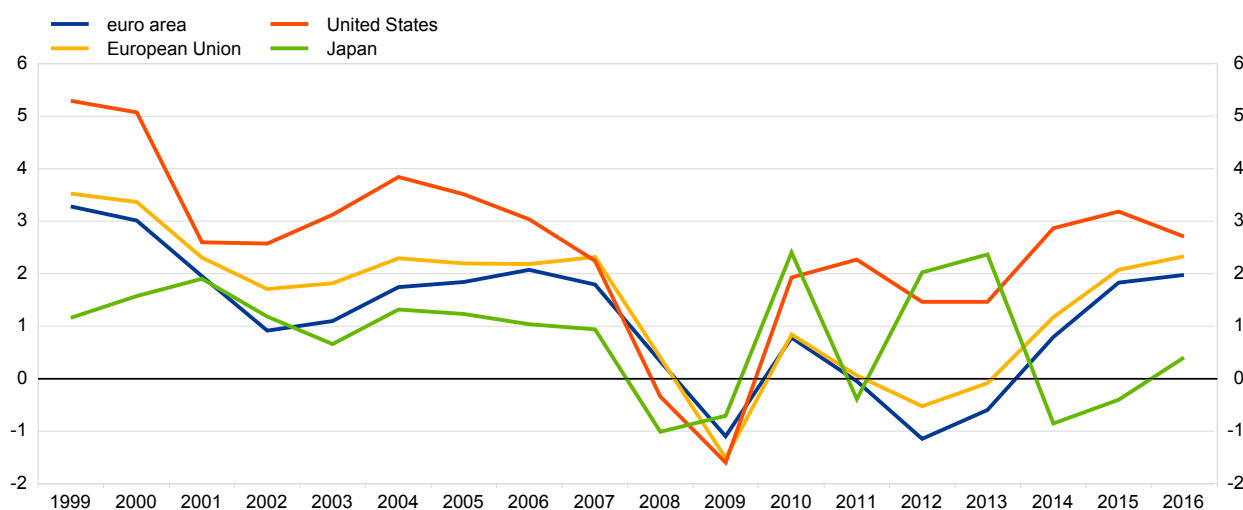
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
Euro area	1.5	2.0	0.8	0.3	0.6	1.3	1.8
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
European Union	1.6	2.1	0.9	0.4	1.0	1.4	1.7
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

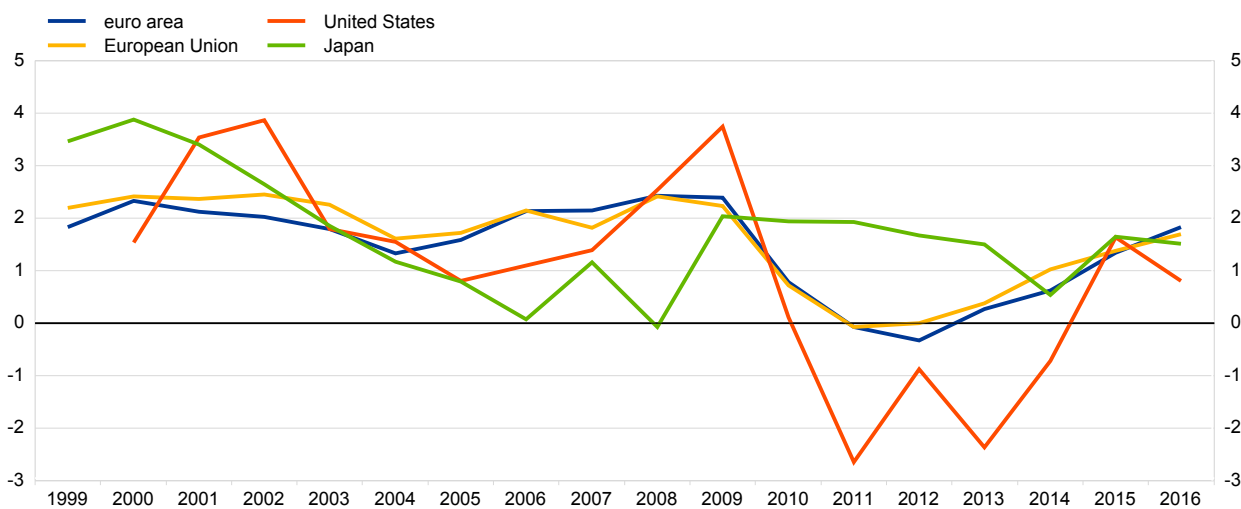
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
Euro area	0.8	2.6	-1.5	-1.7	3.2	2.5	2.1
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
European Union	1.1	2.7	-0.8	-0.1	4.5	2.8	1.8
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

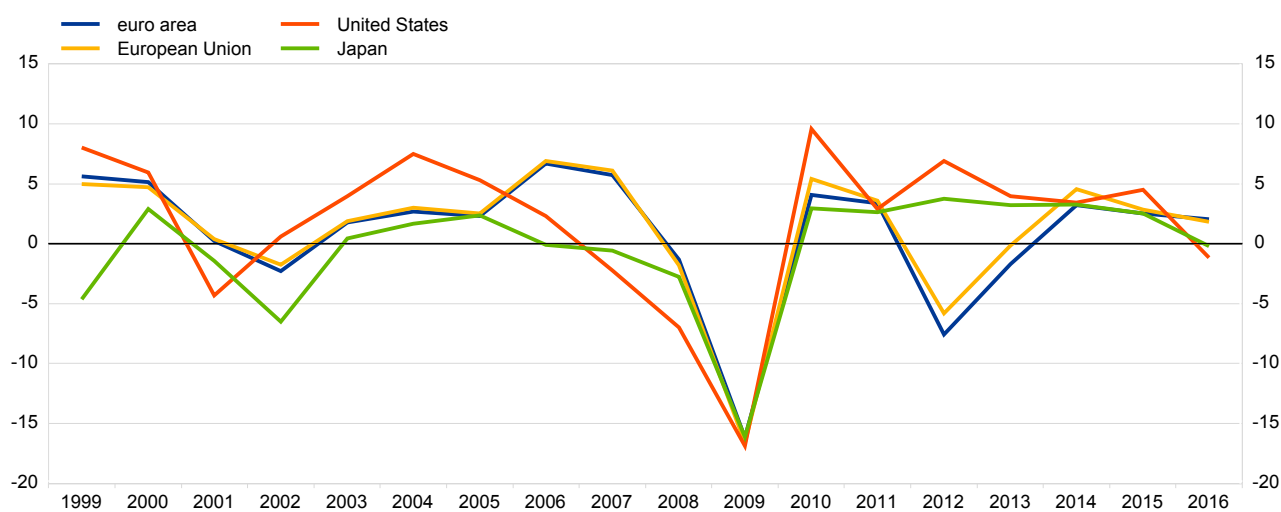
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
Euro area	4.3	5.5	2.8	2.1	4.4	6.5	2.9
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
European Union	4.4	5.6	2.8	2.2	4.4	6.4	3.0
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

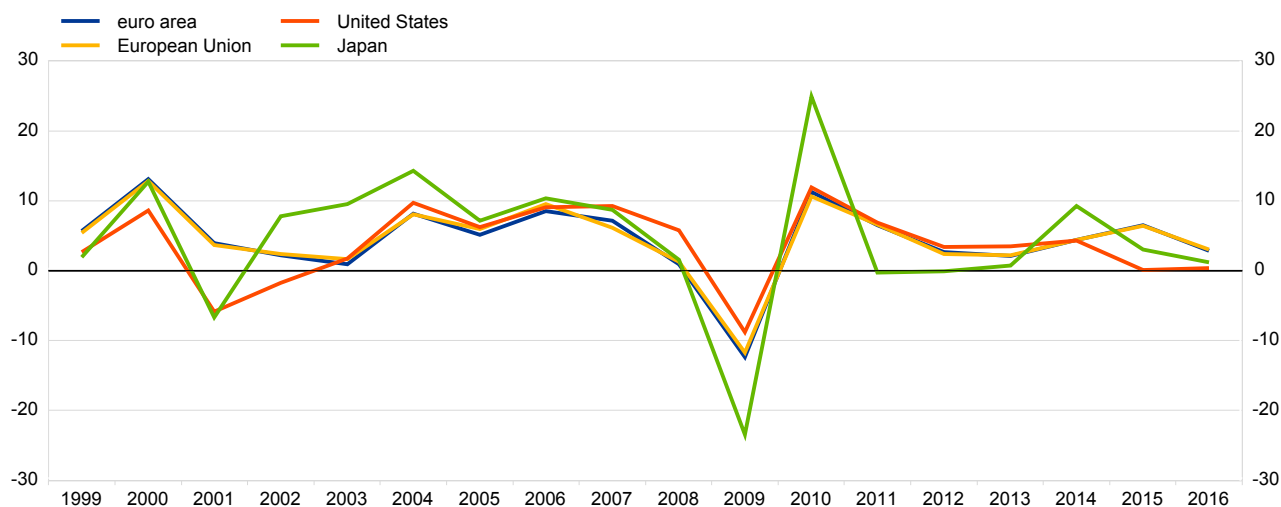
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
Euro area	4.0	5.4	2.1	1.4	4.9	6.5	3.5
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
European Union	4.1	5.7	2.2	1.7	5.0	6.3	3.6
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

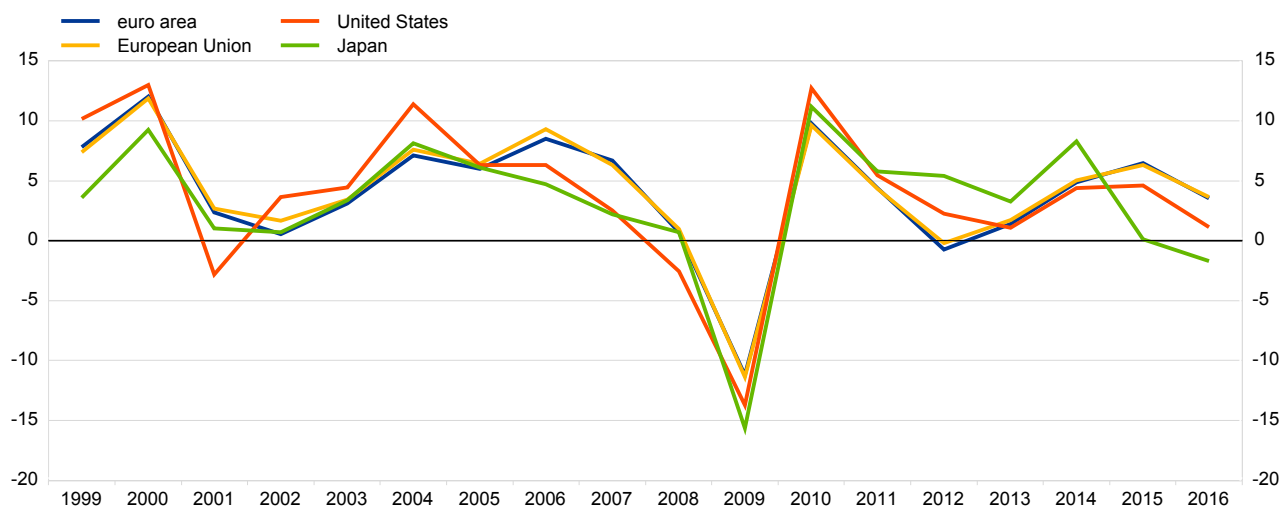
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008	2009-2016 ¹⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
Euro area	8,933.4	8,107.3	9,966.1	9,932.1	10,135.2	10,459.6	10,733.2
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
European Union	12,193.9	11,064.0	13,606.3	13,558.6	14,002.6	14,714.0	14,819.6
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

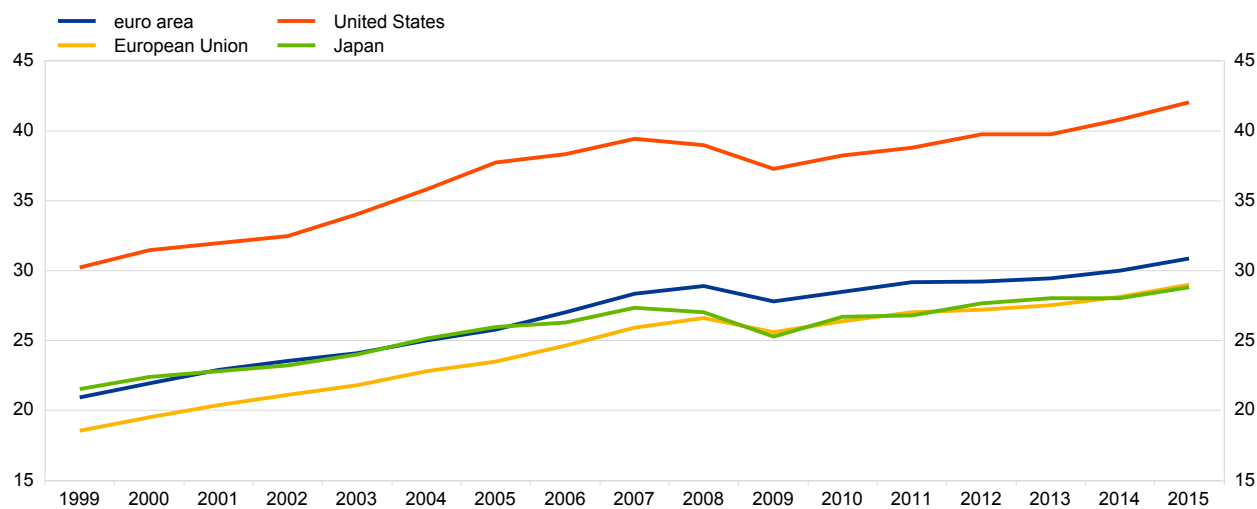
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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; PPPs¹⁾ in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2 Economic activity

2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
Euro area	0.7	1.3	-0.1	-0.6	0.6	1.0	1.3
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
European Union	0.6	1.0	0.0	-0.3	1.0	1.1	1.2
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

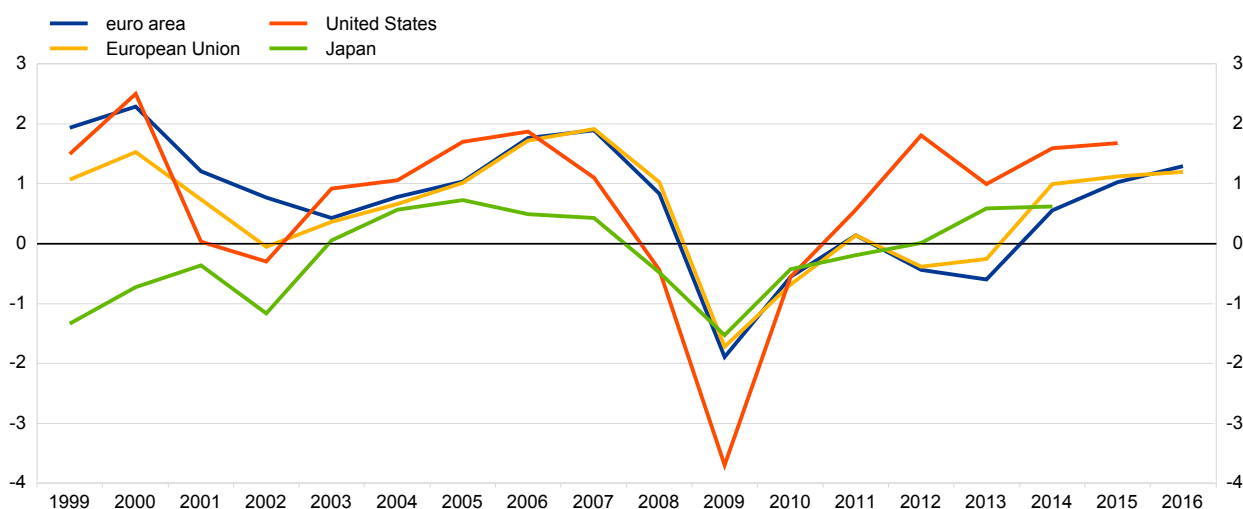
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
Euro area	0.6	0.8	0.4	0.3	0.6	1.0	0.4
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
European Union	1.0	1.3	0.6	0.5	0.6	1.1	0.7
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

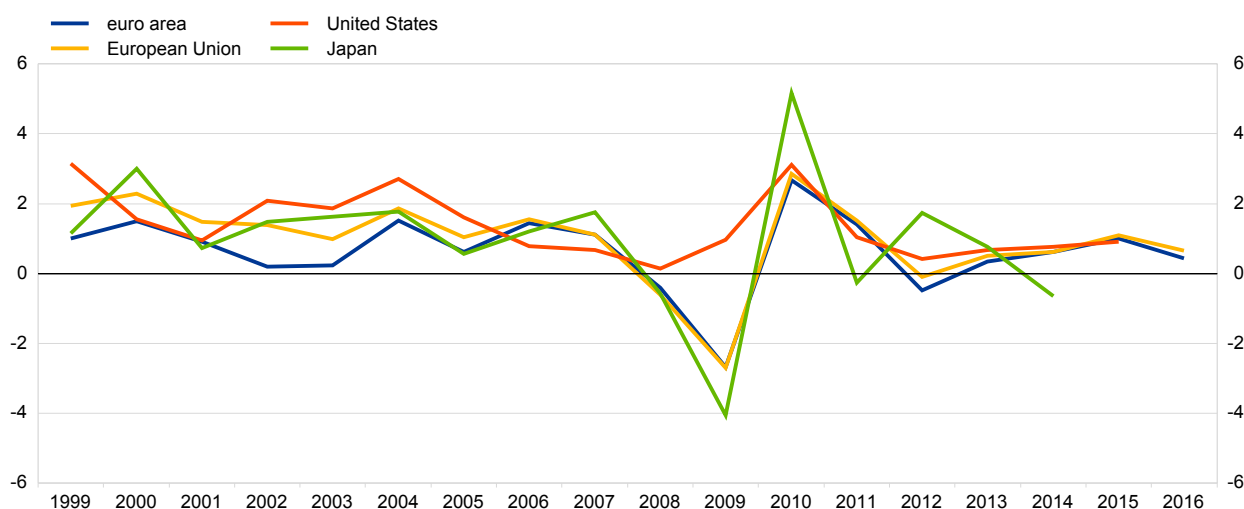
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

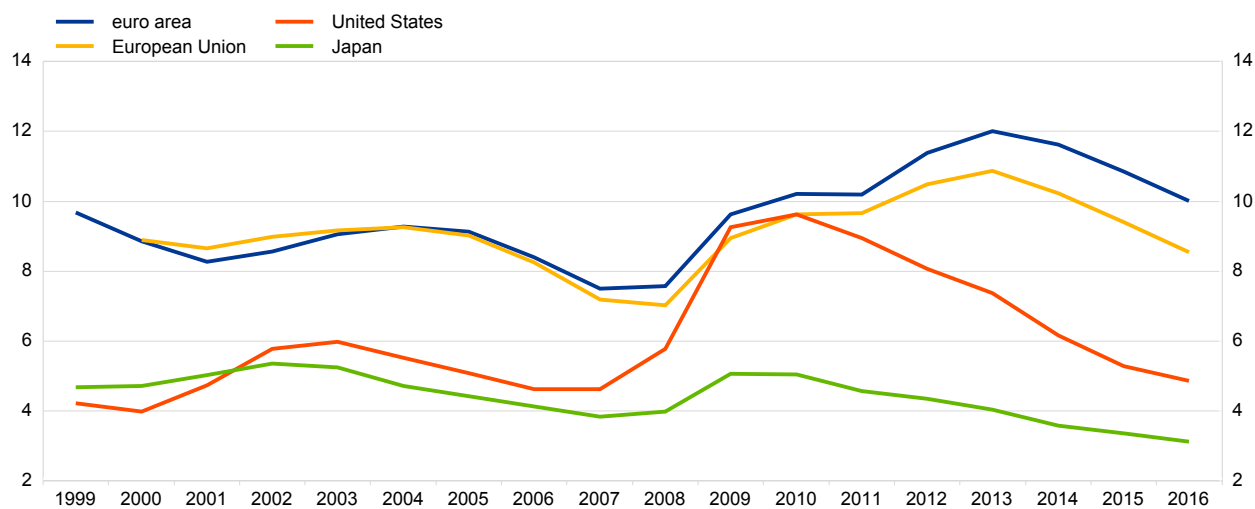
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
Euro area	9.5	8.6	10.8	12.0	11.6	10.9	10.0
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
European Union	9.1	8.5	9.9	10.9	10.2	9.4	8.5
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾ (percentages of GDP)

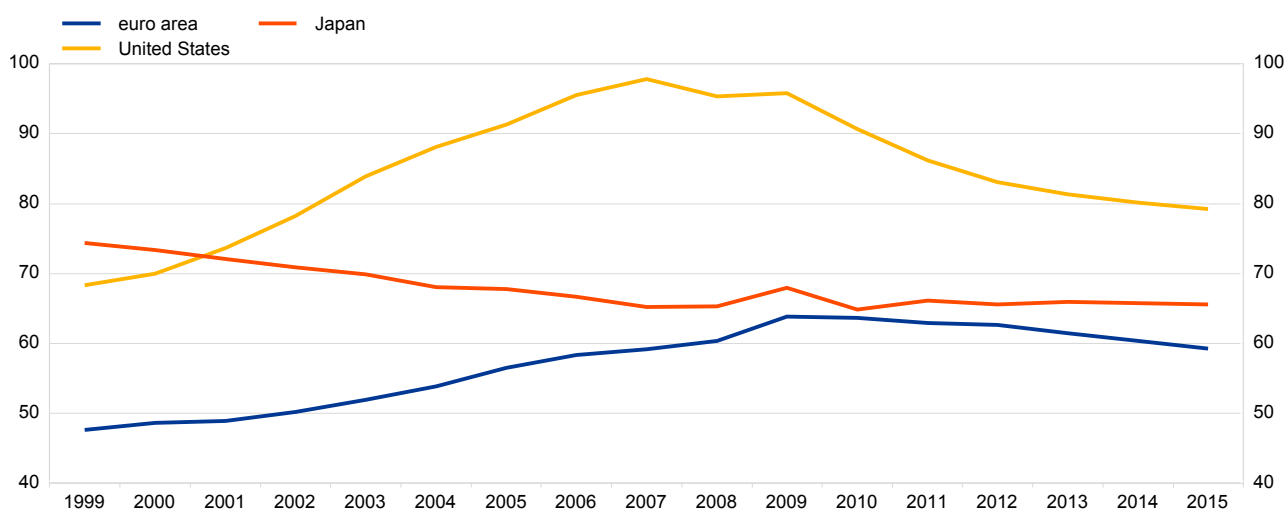
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
Euro area	57.0	53.5	62.0	62.7	61.5	60.4	59.3
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

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 Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and 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 income¹⁾)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
Euro area	13.3	13.6	12.9	12.3	12.5	12.5	12.3
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
European Union	11.5	11.7	11.2	10.9	10.8	10.6	10.3
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

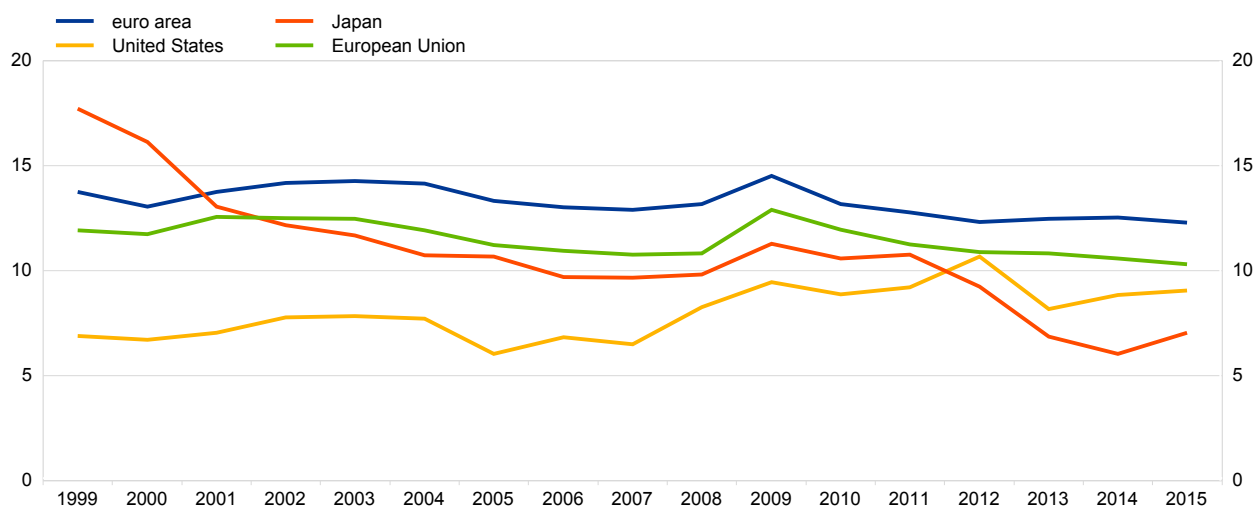
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

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 Ireland and Poland available since 1999; 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)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
Euro area	100.2	95.2	106.5	107.0	104.4	106.4	108.3
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ³⁾	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan ⁴⁾	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

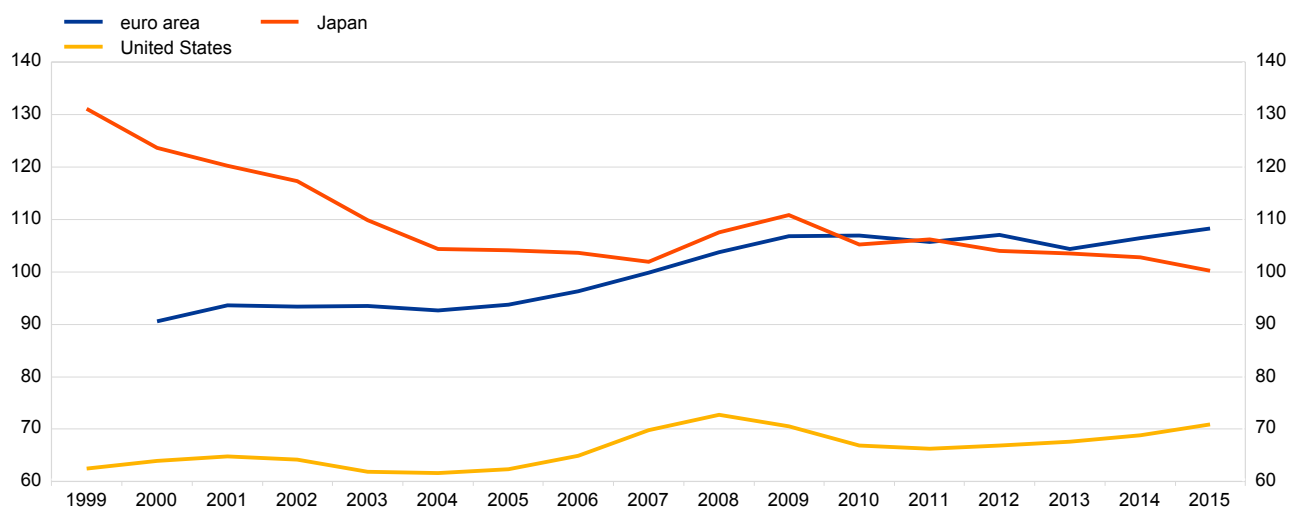
2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include 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)

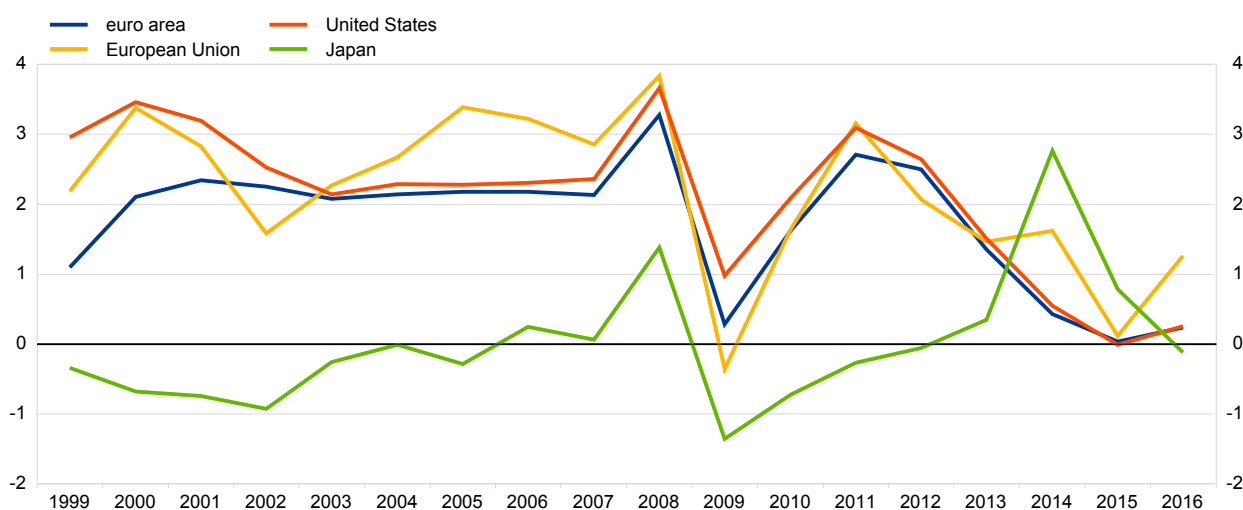
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
Euro area	1.7	2.2	1.1	1.4	0.4	0.0	0.2
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
European Union	2.1	2.7	1.4	1.5	0.5	0.0	0.3
United States ⁽¹⁾	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan ⁽¹⁾	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

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)

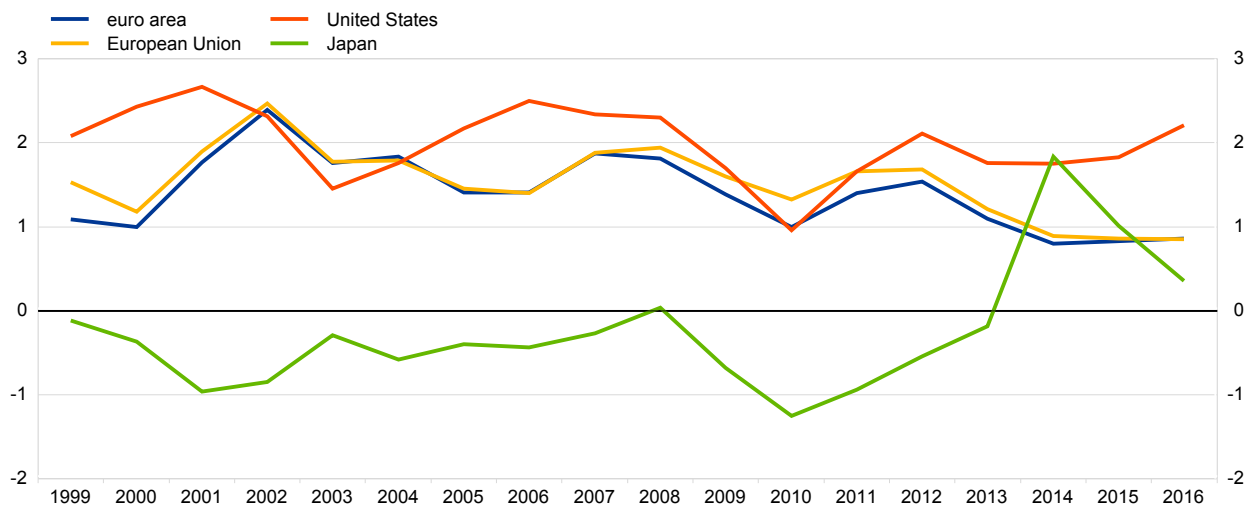
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
Euro area	1.4	1.6	1.1	1.1	0.8	0.8	0.9
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
European Union	1.5	1.7	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9
United States ²⁾	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan ²⁾	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

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 energy¹⁾
(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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
Euro area	1.6	2.0	1.0	1.2	0.9	1.1	0.9
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
European Union	1.7	2.0	1.3	0.6	1.6	2.8	-1.1
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

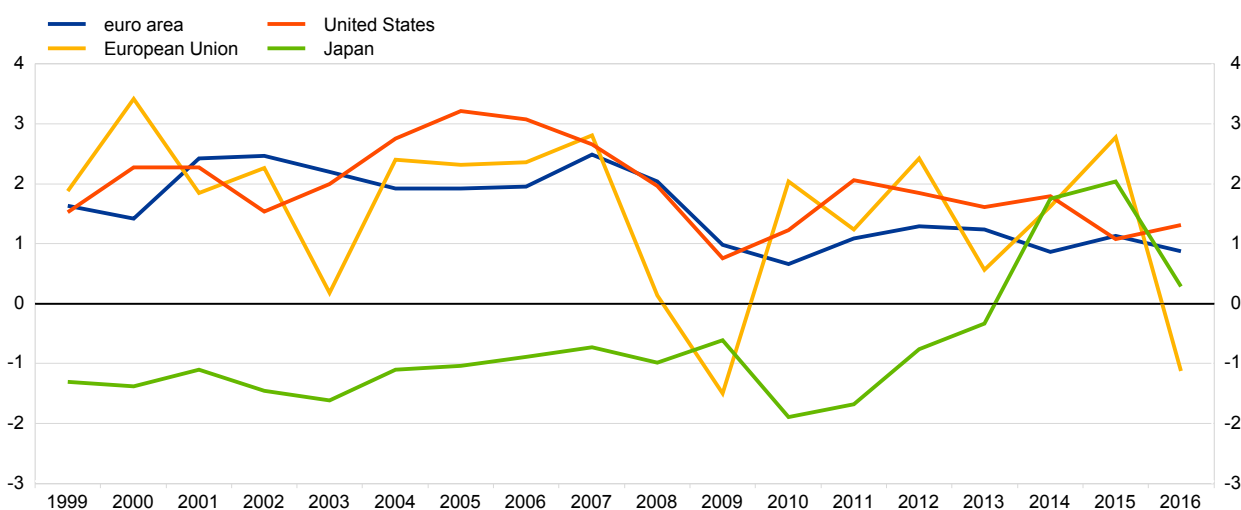
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
Euro area	1.5	2.8	-0.1	-0.2	-1.5	-2.7	-2.3
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
European Union	1.7	3.1	0.1	0.0	-1.5	-3.3	-2.0
United States ²⁾	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan ³⁾	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

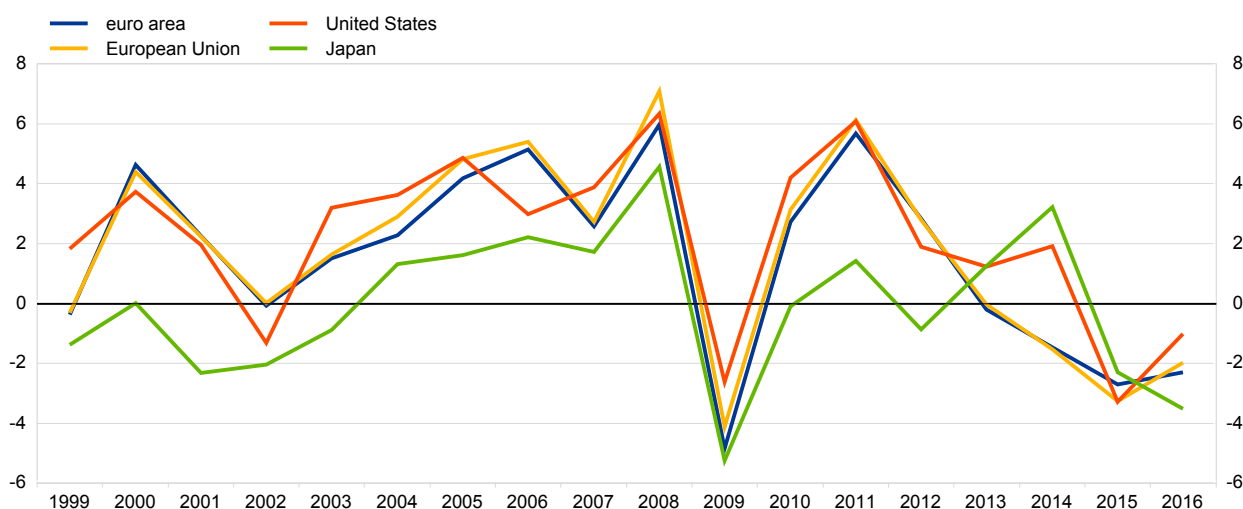
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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)



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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
Euro area	1.5	1.7	1.2	1.2	0.7	0.3	0.8
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
European Union	1.6	1.9	1.2	1.1	0.6	0.2	1.0
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

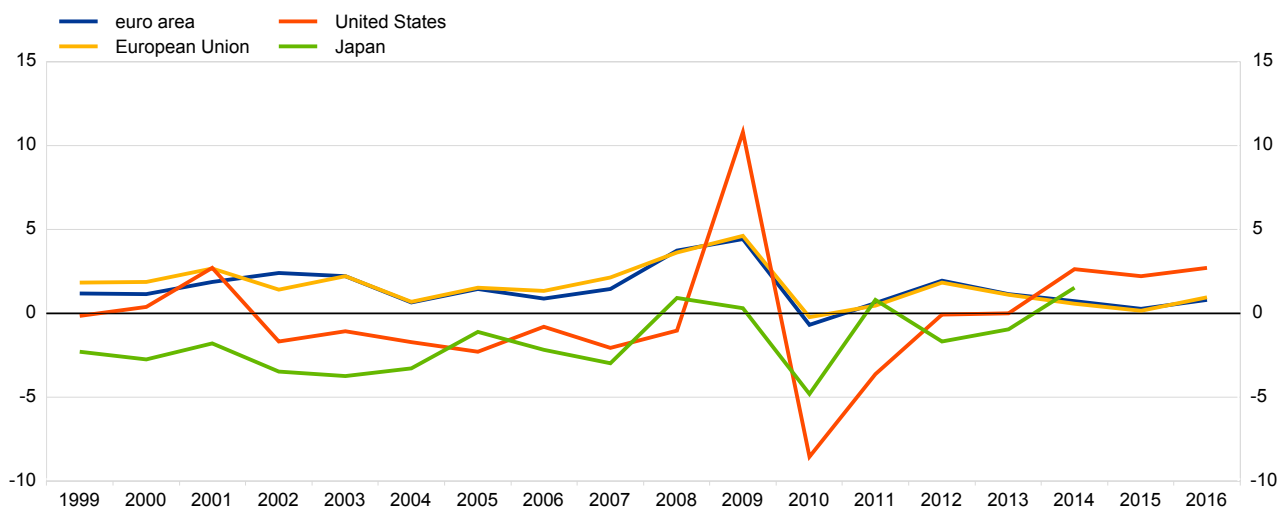
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

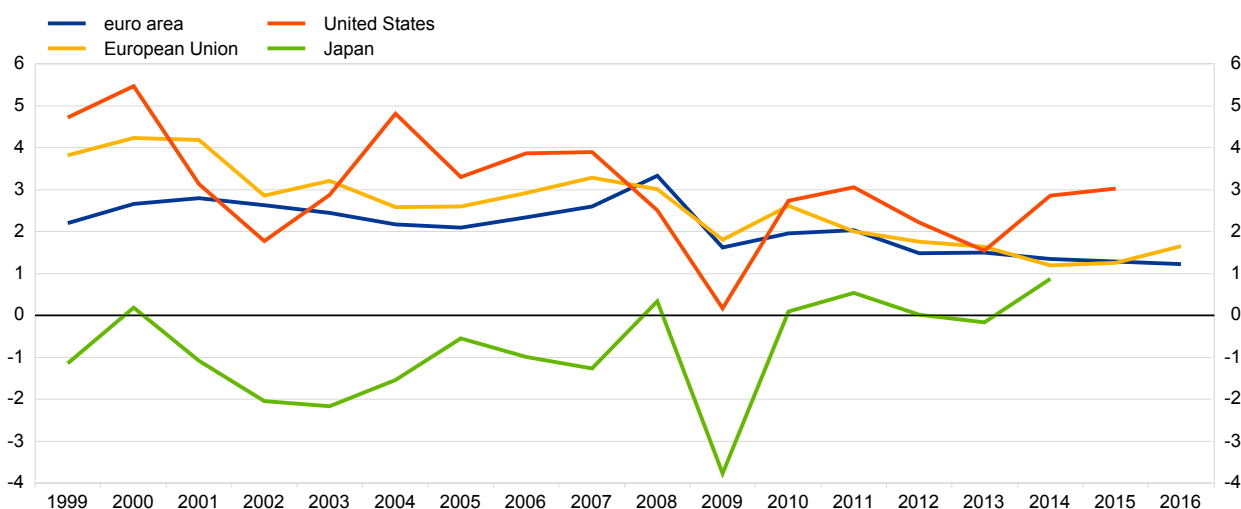
	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

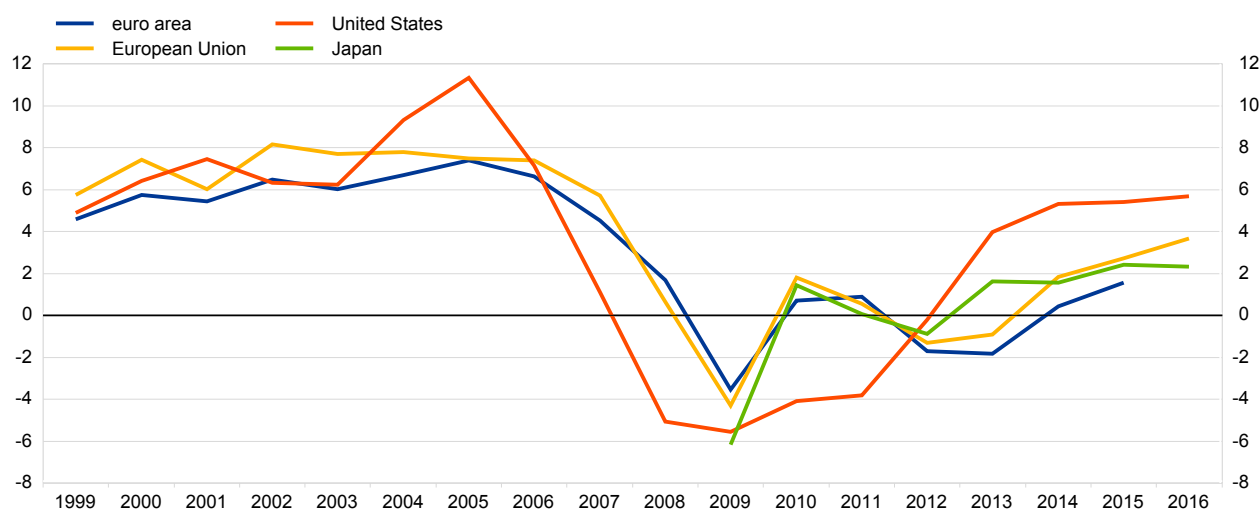
	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

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 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

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)

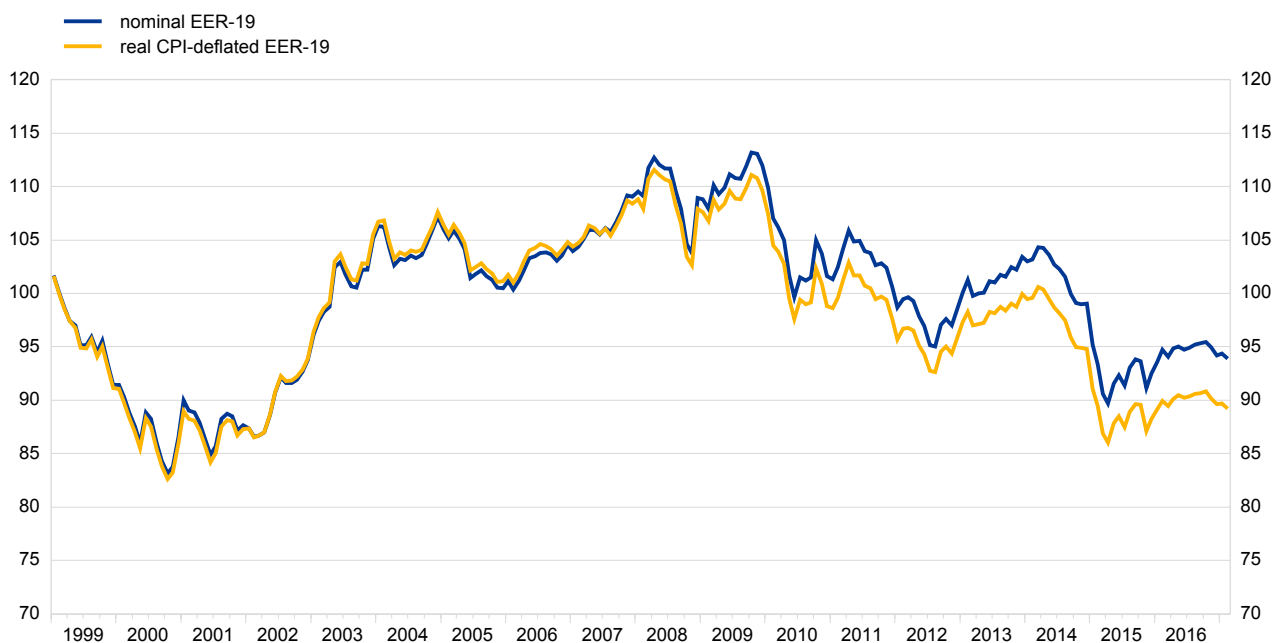
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
EER-19							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM ⁽¹⁾	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
EER-38							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

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)

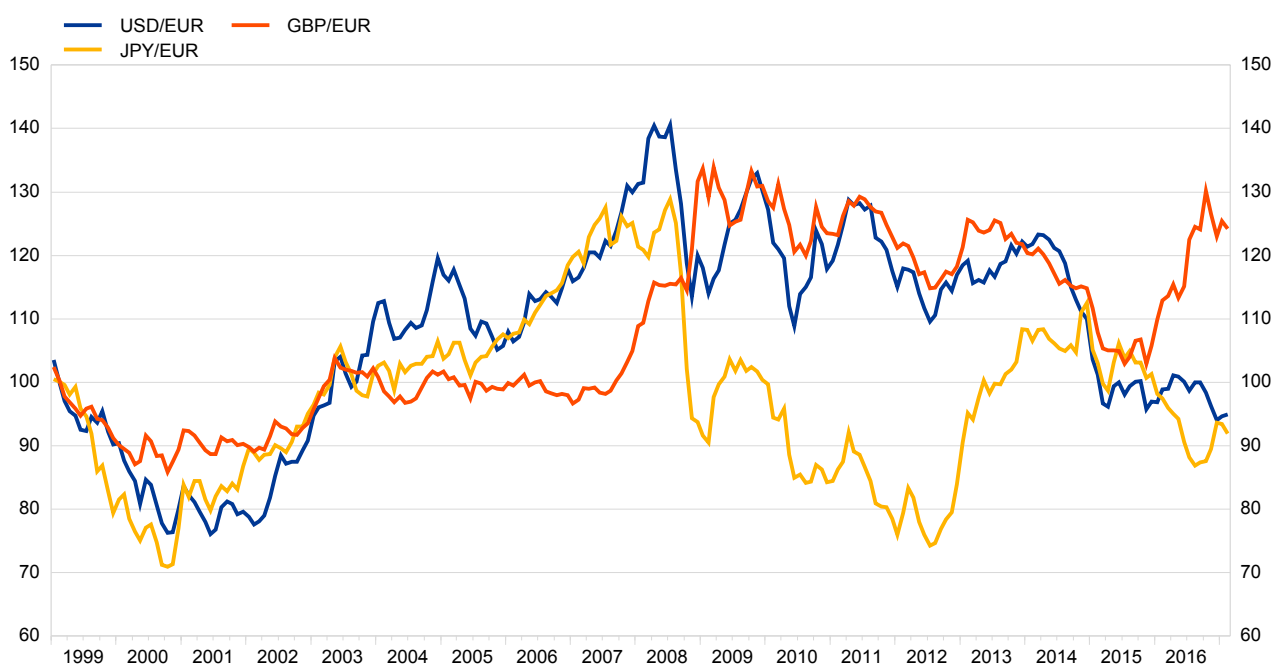
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

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)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
Euro area	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

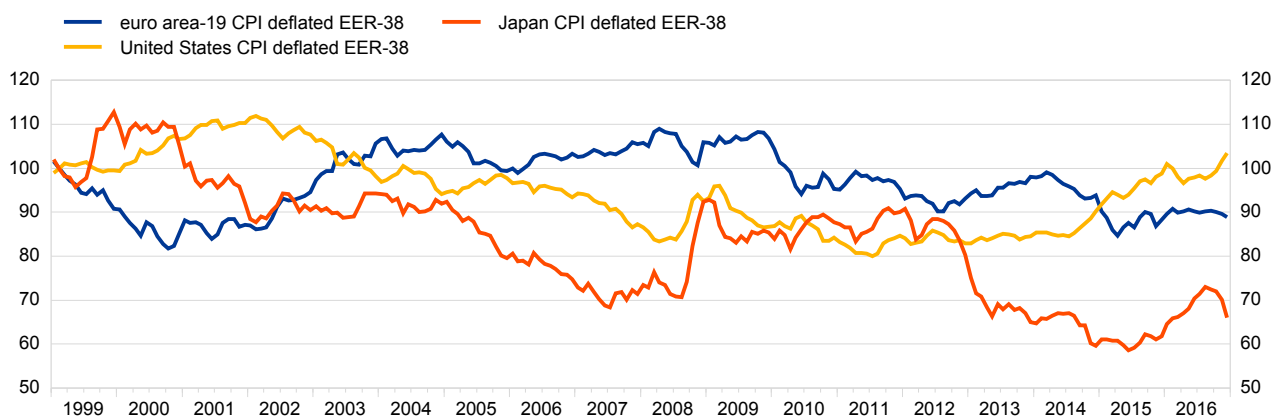
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners 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

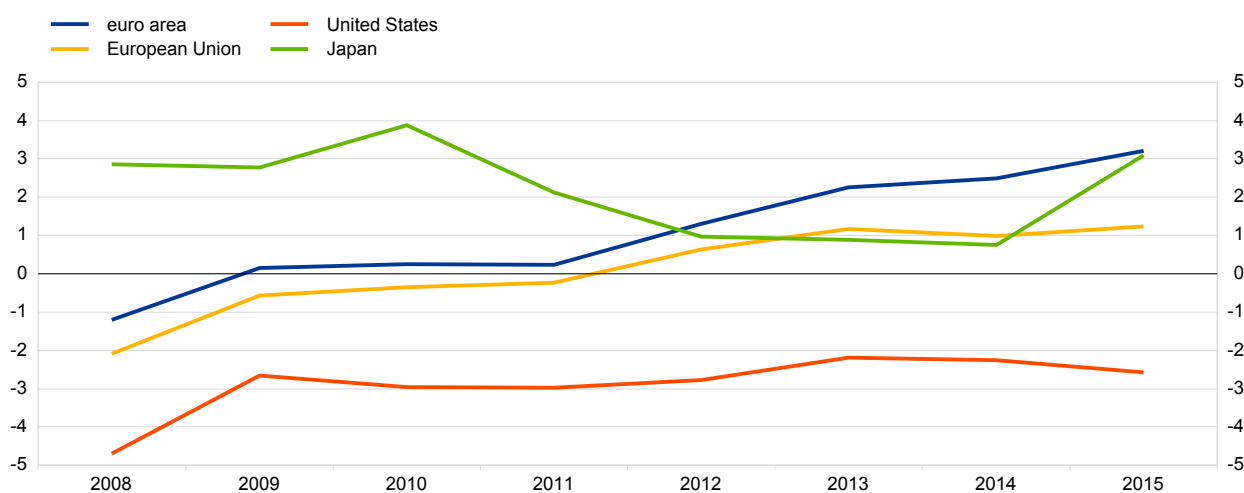
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
Euro area	1.1	-0.1	2.3	1.3	2.3	2.5	3.2
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
European Union	0.1	-0.8	1.0	0.6	1.2	1.0	1.2
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

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)

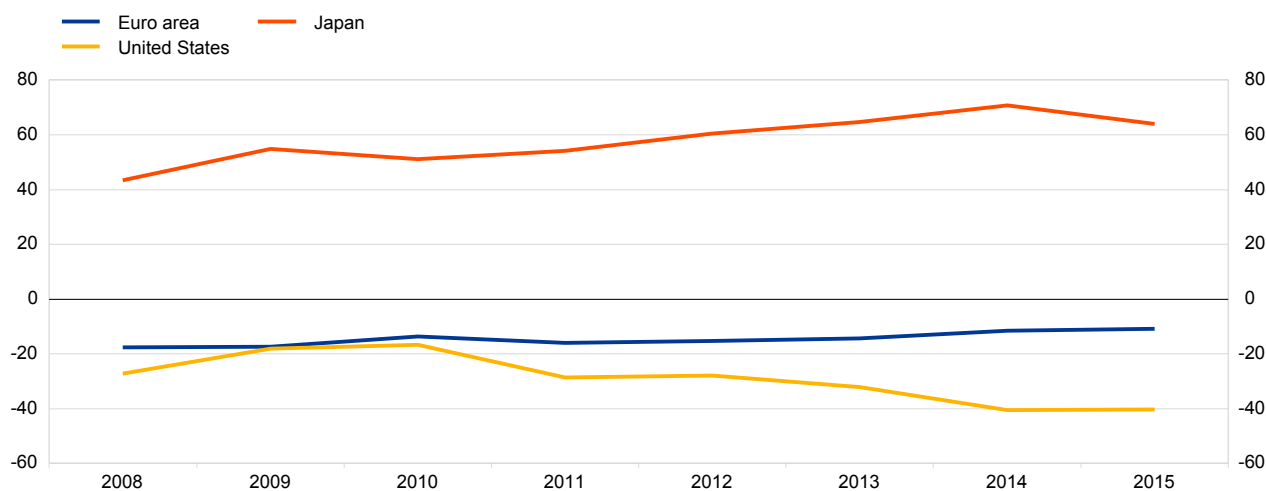
	2008-2015 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
Euro area	-14.6	-16.2	-13.0	-15.4	-14.4	-11.5	-10.9
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

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

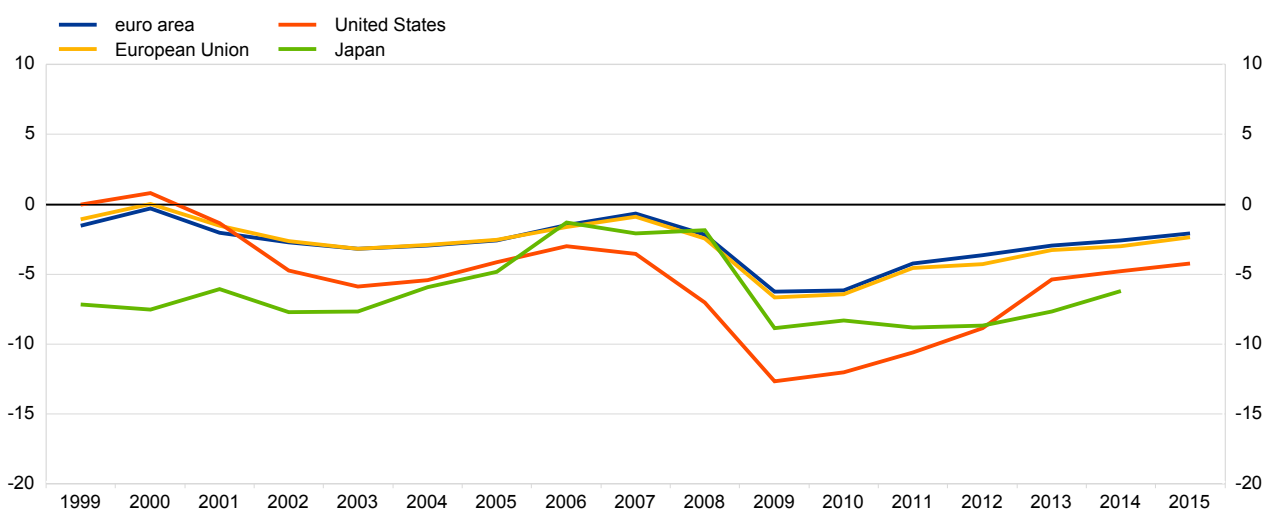
5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
Euro area	-2.8	-2.0	-4.0	-3.6	-3.0	-2.6	-2.1
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
European Union	-2.9	-1.9	-4.4	-4.3	-3.3	-3.0	-2.4
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia 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)

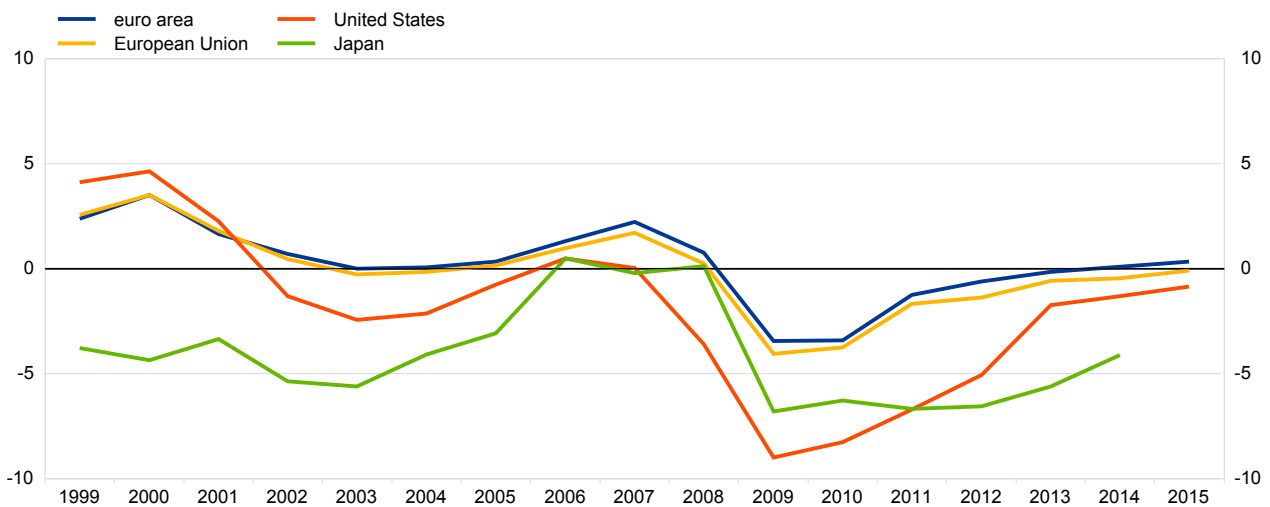
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
Euro area	0.3	1.3	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
European Union	-0.1	1.1	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.1
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

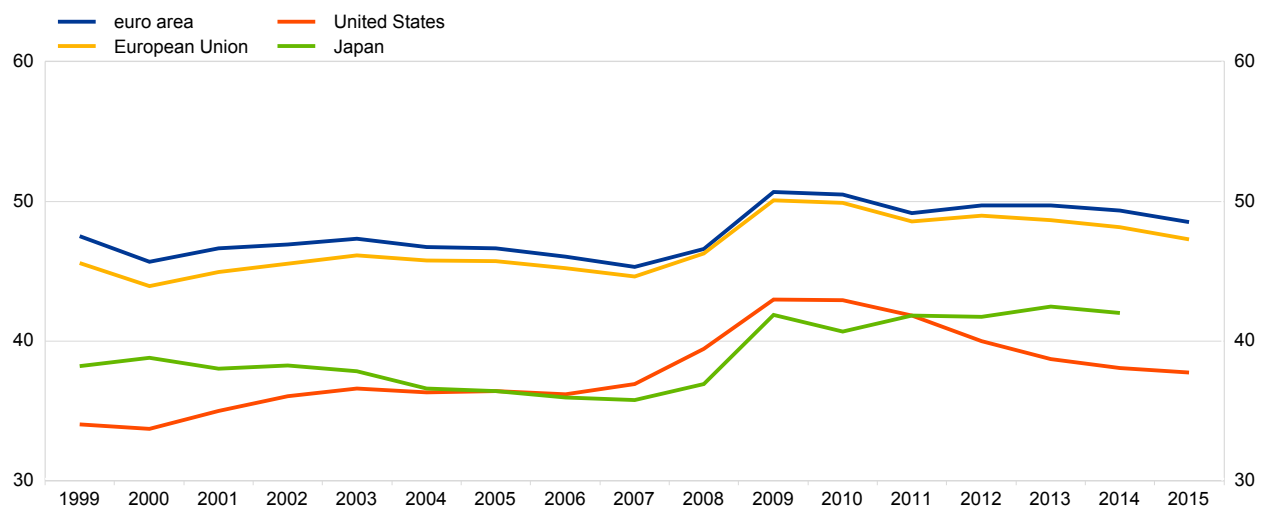
5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
Euro area	47.8	46.5	49.7	49.7	49.7	49.4	48.5
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
European Union	46.8	45.4	48.8	49.0	48.7	48.1	47.3
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia 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)

	1999-2015 2)	1999-2008 2)	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
Euro area	75.9	67.9	87.4	89.5	91.3	92.0	90.4
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
European Union	69.2	60.3	81.9	83.8	85.7	86.7	85.0
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

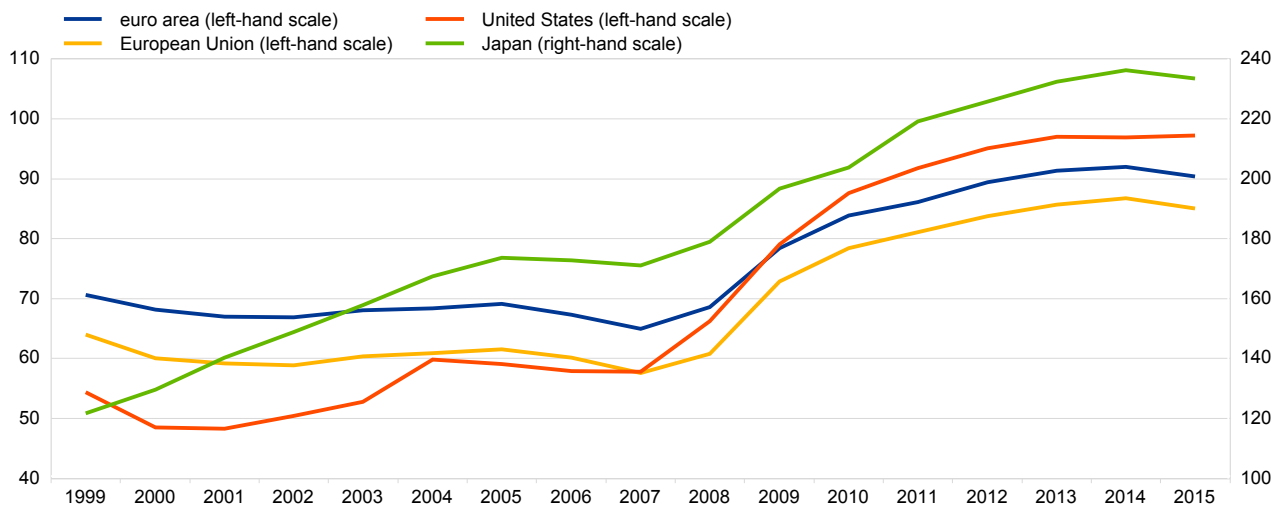
Sources: ESCB and OECD.

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 Bulgaria available since 2000; for Croatia 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

BIS	Den Internationale Betalingsbank	BNP	Bruttonationalprodukt
CPI	Forbrugerprisindeks	HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
GD ECFIN	Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender, Europa-Kommissionen	i.i.p.	Kapitalbalancen over for udlandet
ECB	Den Europæiske Centralbank	ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
EDP	Proceduren for uforholdsmæssigt store underskud	IMF	Den Internationale Valutafond
EER	Effektiv valutakurs	MFI	Monetær finansiel institution
EMI	Det Europæiske Monetære Institut	MIP	Procedure for makroøkonomisk ubalance
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union	NCB	National centralbank
ERM	Valutakursmekanisme	OECD	Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
ENS95	Det europæiske nationalregnskabssystem 1995	SSM	Den Fælles Tilsynsmekanisme
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker	TSCG	Traktat om stabilitet, koordinering og styring i Den Økonomiske og Monetære Union
ESRB	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici		
EU	Den Europæiske Union		
EUR	Euro		

Konventioner i tabellerne

"-" Foreligger ikke/ikke anvendelig

"." Foreligger endnu ikke

© Den Europæiske Centralbank, 2017

Postadresse 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Alle rettigheder forbeholdt. Kopiering til uddannelsesformål eller i ikke-kommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.

Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 10. februar 2017. Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 15. marts 2017.

Foto Andreas Böttcher
Luis Felipe Torrego
Andreas Varnhorn

ISSN	1725-2830 (html)	DOI	10.2866/951954 (html)
ISSN	1725-2830 (pdf)	DOI	10.2866/377707 (pdf)
ISBN	978-92-899-2697-3 (html)	EU-katalognummer	QB-AA-17-001-DA-Q (html)
ISBN	978-92-899-2706-2 (pdf)	EU-katalognummer	QB-AA-17-001-DA-N (pdf)