



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK  
EUROSYSTEMET

# Årsberetning

2015



# Indhold

<b>Forord</b>	<b>4</b>
<b>Euroområdet økonomi, ECB's pengepolitik og den europæiske finansielle sektor i 2015</b>	<b>6</b>
<b>1 Euroområdet økonomi: lav inflation og lave renter</b>	<b>6</b>
1.1 De globale makroøkonomiske forhold	6
<b>Boks 1</b> Finansiell stress i vækstøkonomierne	11
1.2 Den finansielle udvikling	13
<b>Boks 2</b> Hvorfor er renterne så lave?	17
<b>Boks 3</b> Hvad betyder de lave renter for banker og opsparere?	20
1.3 Den økonomiske aktivitet	21
Boks 4 Privatforbrugets rolle i den økonomiske genopretning	24
1.4 Udviklingen i priser og omkostninger	26
Boks 5 Analyse af udviklingen i den underliggende inflation	29
1.5 Udviklingen i pengemængden og kreditgivningen	31
1.6 Finanspolitik og strukturreformer	34
<b>2 Pengepolitik i krævende tider</b>	<b>40</b>
2.1 Inflationsudsigterne gjorde det nødvendigt for ECB at tage yderligere målrettede skridt	40
<b>Boks 6</b> Gennemslaget fra de pengepolitiske foranstaltninger til de finansielle markeder og realøkonomien	43
2.2 Opkøbsprogrammet og de målrettede langfristede markedsoperationer blev gennemført uden problemer i 2015	47
<b>Boks 7</b> Deltagelse i markedsoperationer	53
<b>Boks 8</b> Likviditetstilførsel til det græske banksystem i en periode med øgede spændinger	54
<b>3 Den europæiske finansielle sektor: moderat stress og fremskridt hen imod en bankunion</b>	<b>56</b>
3.1 Risici og sårbarheder i euroområdet finansielle system	57

<b>Boks 9</b>	Skyggebanker i euroområdet	59
3.2	ECB's makroprudentielle funktion	61
3.3	SSM – ECB's mikroprudentielle funktion	64
3.4	ECB's bidrag til lovgivningsmæssige tiltag	65
3.5	Kapitalmarkedsunion	70
<b>Andre opgaver og aktiviteter</b>		<b>71</b>
<b>1</b>	<b>Betalingsinfrastruktur og betalinger</b>	<b>71</b>
1.1	Idriftsættelse af T2S og den fremtidige betalingsinfrastruktur	71
1.2	Digitaliseringen af betalingsvirksomhed	73
1.3	Styring af risici for centrale modparter	74
<b>2</b>	<b>Finansielle ydelser til andre institutioner</b>	<b>75</b>
2.1	Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner	75
2.2	Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver	76
<b>3</b>	<b>Sedler og mønter</b>	<b>76</b>
3.1	Cirkulation af sedler og mønter	76
3.2	Falske eurosedler	77
3.3	Den anden serie eurosedler	78
<b>4</b>	<b>Statistik</b>	<b>78</b>
4.1	Nye og forbedrede statistikker for euroområdet	79
4.2	Øvrig statistisk udvikling	80
<b>5</b>	<b>Økonomisk forskning</b>	<b>81</b>
5.1	ECB's forskningsprioriteter og -klynger	81
5.2	Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk	82
5.3	Konferencer og publikationer	83
<b>6</b>	<b>Juridiske aktiviteter og forpligtelser</b>	<b>84</b>
6.1	ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau	84
6.2	ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse	86

6.3	Den lovgivningsmæssige udvikling i forhold til Den Fælles Tilsynsmekanisme: Det Administrative Klagenævn	88
6.4	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	88
<b>7</b>	<b>Internationale og europæiske relationer</b>	<b>90</b>
7.1	Europæiske relationer	90
7.2	Internationale relationer	92
<b>8</b>	<b>Ekstern kommunikation</b>	<b>94</b>
	<b>Bilag 1 Institutionelle rammer</b>	<b>98</b>
	<b>Bilag 2 Eurosystem-/ESCB-komiteer</b>	<b>108</b>
	<b>Bilag 3 Organisatorisk udvikling og udviklingen i personaleforvaltningen</b>	<b>110</b>
	<b>Årsregnskab</b>	<b>A 1</b>
	<b>Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2015</b>	<b>C 1</b>
	<b>Statistikafsnit</b>	<b>S 1</b>

## Forord



2015 var et år, hvor økonomien i euroområdet var i bedring. Inflationen faldt dog fortsat. På den baggrund var et af de centrale temaer i 2015 at styrke tilliden. Forbrugernes tillid til at de kunne øge forbruget. Virksomhedernes tillid til at de igen kunne begynde at ansætte og investere. Og tilliden blandt bankerne til at de kunne øge udlånet. Dette var helt afgørende for at give næring til opsvinget og understøtte en tilbagevenden til en inflation i nærheden af vores mål under, men tæt på 2 pct.

Som året skred frem, blev tilliden klart styrket. Som følge af den stigende forbrugertillid erstattede den indenlandske efterspørgsel den udenlandske efterspørgsel som vækstmotor. Der var bedring i kreditgivningen i euroområdet som helhed. Beskæftigelsen fortsatte med at stige. Og deflationsfrygten, som havde forfulgt euroområdet i begyndelsen af 2015, blev helt fjernet.

Som beskrevet i dette års Årsberetning ydede ECB hovedsagelig to bidrag til denne forbedring.

Det første – og vigtigste – var gennem vores pengepolitiske beslutninger. Vi handlede målrettet hele året for at afværge trusler mod prisstabilitet og sikre forankringen af inflationsforventningerne. Det begyndte i januar, da vi besluttede at udvide vores opkøbsprogram (APP). Det fortsatte med forskellige justeringer af programmet i løbet af året, eksempelvis udvidelsen af listen over udstedere af værdipapirer, som kan anvendes til opkøb. Og det sluttede i december med beslutningerne om yderligere at nedsætte renten på indlånsfaciliteten, så den blev mere negativ, og om at justere vores aktivopkøb.

Foranstaltningerne viste sig at være effektive. Finansieringsvilkårene lempedes betydeligt, i takt med at bankernes udlånsrenter faldt ca. 80 basispoint i euroområdet fra midten af 2014, hvilket svarer til et gennemslag af en engangsrentenedsættelse på 100 basispoint i normale tider. Vækst og inflation blev også påvirket positivt. I henhold til vurderinger, som Eurosystemets stab har foretaget, fraset APP – inkl. pakken i december – ville inflationen have været negativ i 2015, mere end et halvt procentpoint lavere i 2016 og ca. et halvt procentpoint lavere i 2017. APP får BNP i euroområdet til at stige med ca. 1,5 procentpoint i perioden 2015-18.

Vi justerede vores politik ved udgangen af året som følge af ny modvind fra den globale økonomi, hvilket pressede inflationsudsigterne ned. Modvinden blev stridende i begyndelsen af 2016, hvor den gjorde en yderligere udvidelse af vores pengepolitik nødvendig. I marts 2016 besluttede Styrelsesrådet at udvide APP i både størrelse og sammensætning (til for første gang at omfatte virksomhedsobligationer), at nedsætte renten på indlånsfaciliteten yderligere, at indføre en ny serie målrettede langfristede markedsoperationer med kraftige udlånsincitamer til bankerne og at styrke forward guidance. Disse beslutninger bekræftede, at ECB – selv konfronteret med globale disinflationære kræfter – ikke kapitulerer over for en uforholdsvist lav inflation.

ECB's andet bidrag til tilliden i 2015 var at imødegå trusler for integriteten i euroområdet. Disse vedrørte hovedsagelig Grækenland i årets første halvdel. Usikkerhed om den nye regerings forpligtelse i forhold til det makroøkonomiske tilpasningsprogram førte til, at både bankerne og staten ikke længere havde adgang til markedet, og at indskyderne hævdede stadig flere af deres penge i bankerne. Eurosystemet gav det græske banksystem en livline i form af likviditetsstøtte (ELA).

ECB handlede helt uafhængigt og i henhold til sine regler. Det betød på den ene side, at vi ikke ydede nogen form for monetær finansiering til den græske regering, og at vi kun gav lån til banker, som var solvente og havde tilstrækkelig sikkerhed, og på den anden side, at vi sikrede, at beslutninger med vidtrækkende betydning for euroområdet blev taget af de legitime politiske myndigheder. Fremgangsmåden, som vi fulgte, var helt i overensstemmelse med vores mandat. Den respekterede forpligtelsen i forhold til den fælles valuta, som er fastsat i traktaten, samtidig med at vi honorerede forpligtelsen inden for de begrænsninger, som vores protokol sætter.

Selv om halerisici i sidste ende blev afværget takket være aftalen mellem Grækenland og de øvrige lande i euroområdet om et tredje program, understregede episoden eurorådets skrøbelighed og bekræftede, at det er nødvendigt at gøre vores monetære union færdig. Derfor, og som en af de såkaldte "fem formænd", bidrog jeg i juni 2015 til en rapport med konkrete forslag til yderligere reformer af eurorådets institutionelle opbygning. Hvis vi skal opnå en mere robust union – og undgå at overbebyrde centralbanken – skal disse forslag ende med at blive til handling.

Endelig styrkede ECB også tilliden til sine egne beslutningsprocesser i 2015 gennem øget gennemsigtighed og bedre governance. I januar begyndte vi at offentliggøre sammendrag af vores pengepolitiske møder. Det har givet omverdenen et bedre indblik i vores drøftelser. Vi begyndte også at offentliggøre ELA-afgørelser samt de pågældende beløb, Target2-balancedata og direktionsmedlemmernes mødekalendere. I en tid med ukonventionel pengepolitik er sådanne fremskridt med hensyn til gennemsigtighed afgørende for at sikre, at vi fuldt ud står til ansvar over for offentligheden.

Vores governance blev også forbedret gennem et projekt, der tager sigte på at optimere ECB's funktion, i takt med at vi udvider og påtager os nye opgaver og bliver konfronteret med nye udfordringer. I 2015 begyndte vi at implementere flere af dets anbefalinger. Vi udnævnte bl.a. for første gang en CSO (Chief Services Officer) til støtte for ECB's interne organisation.

2016 bliver ikke et mindre udfordrende år for ECB. Vi er konfronteret med usikkerhed om den globale økonomi. Vi er fortsat konfronteret med disinflationære kræfter. Og vi er konfronteret med en række spørgsmål om, hvor Europa er på vej hen, og om Europa er modstandsdygtig over for nye stød. I et sådant klima vil vores forpligtelse til at opfylde vores mandat fortsat være et anker for tilliden for folk i Europa.

Frankfurt am Main, april 2016

Mario Draghi  
Formand

# Euroområdet økonomi, ECB's pengepolitik og den europæiske finansielle sektor i 2015

## 1 Euroområdet økonomi: lav inflation og lave renter

### 1.1 De globale makroøkonomiske forhold

Euroområdets økonomi blev i 2015 især påvirket af tre nøglefaktorer i det internationale miljø, nemlig en voksende forskel i økonomisk aktivitet mellem de udviklede økonomier og vækstøkonomierne, en historisk svag udvikling i verdenshandlen og et lavt globalt inflationspres efter yderligere fald i energipriserne og fortsat rigelig ledig kapacitet.

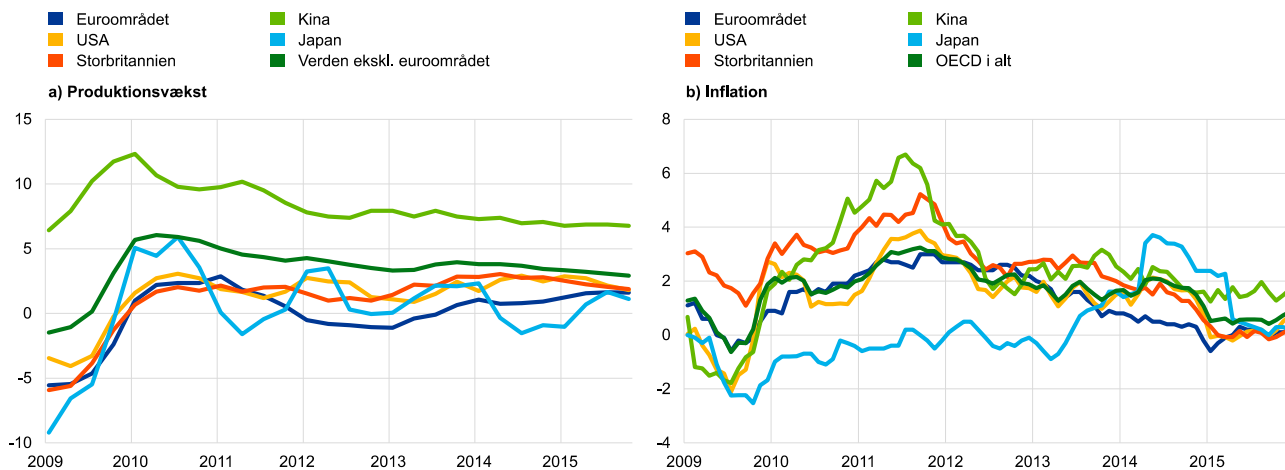
#### Den globale økonomiske vækst var fortsat beskeden

Den gradvise genopretning af verdensøkonomien fortsatte i 2015, selv om den globale økonomiske vækst var en smule lavere end året før. Den marginale stigning i den økonomiske aktivitet i de udviklede økonomier blev mere end udlignet af nedgangen i vækstøkonomierne, dog med betydelige forskelle på tværs af lande og regioner. Efter en kraftig recession i nogle vækstøkonomier i 1. halvår var den globale BNP-vækst stadig beskeden efter historisk målestok (se figur 1).

Den økonomiske aktivitet i de udviklede økonomier var fortsat robust året igennem på baggrund af stadig lempelige finansieringsforhold, forbedrede arbejdsmarkeder, lave oliepriser og mindre modvind fra gældsreduktion i den private sektor samt budgetkonsolidering. Derimod aftog den økonomiske vækst markant i vækstøkonomierne i lyset af øget usikkerhed, strukturelle barrierer (fx i forbindelse med flaskehalse i infrastrukturer, ringe forretningsforhold og mangel på konkurrence på arbejds- og produktmarkederne) samt strammere eksterne finansieringsforhold. Især medførte lavere råvarepriser en brat nedgang i råvareeksporterende økonomier, mens væksten var mere robust i råvareimporterende økonomier. Faldet i råvarepriserne havde dog alt i alt en positiv indvirkning på den globale efterspørgsel, idet olieimporterende lande er mere tilbøjelige til at bruge penge end olieeksporterende lande. I nogle tilfælde var den positive indvirkning på forbruget dog mindre end forventet.

**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.

Generelt var de globale finansieringsforhold fortsat lempelige. Federal Reserve System udskød normalisering af sin økonomiske politik til ultimo 2015, mens både Bank of Japan og ECB stadig førte en lempelig pengepolitik. Bank of England fastholdt sin pengepolitik uændret. Volatiliteten på de finansielle markeder og risikoaversionen forblev forholdsvis lav i det meste af året. I 3. kvartal fik en kraftig korrektion på de kinesiske aktiemarkeder imidlertid volatiliteten til at stige markant. Afsmitningen til realøkonomien var begrænset, men udsigten til øgede pengepolitiske forskelle mellem store udviklede økonomier samt bekymringer på markederne for, hvor robust den økonomiske vækst var i vækstøkonomierne, førte til betydelige fald i valutakursen og udstrømning af kapital i en række vækstøkonomier, navnlig dem med betydelige indenlandske og eksterne ubalancer (se også boks 1).

**Historisk svag udvikling i verdenshandlen**

Efter tre års svag udvikling i verdenshandlen aftog væksten i den globale import af varer og tjenesteydelser yderligere i 1. halvår og rettede sig derefter gradvis mod slutningen af året fra meget lave niveauer. Den globale vareimport steg samlet set kun med 1,7 pct. år til år i 2015, i forhold til 3,5 pct. i 2014. Som for BNP-væksten kunne den svage udvikling i verdenshandlen hovedsagelig tilskrives vækstøkonomierne, selv om nogle udviklede økonomier også midlertidigt oplevede en ekstremt svag handelsvækst.

Væksten i den globale import har ligget under sit langsigtede gennemsnit siden 2. halvår 2011. Selv om den svage udvikling til dels skyldes den afdæmpede globale genopretning og således i et vist omfang er konjunkturbetinget, har verdenshandlens elasticitet – dvs. den globale importvæksts evne til at reagere på BNP-væksten – også været ekstraordinært svag i de seneste fire år. I de 25 år frem til 2007 var



handelsvæksten næsten dobbelt så høj som den globale BNP-vækst, men i de seneste år er den faldet til et niveau under BNP-væksten.

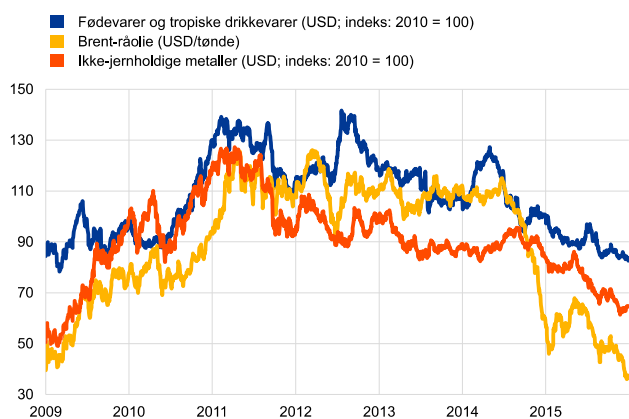
Den vedvarende svage vækst i verdenshandlen kan skyldes mange forskellige faktorer. På den ene side omfatter de konjunkturmæssige faktorer ikke alene den generelt trøge genopretning af den globale økonomiske aktivitet, men også den ændrede sammensætning af efterspørgselskomponenterne i det globale BNP, da de importintensive efterspørgselskomponenter (fx investeringerne) har været særligt svage. På den anden side kan strukturelle faktorer også spille en væsentlig rolle, herunder bevægelser i aktiviteten hen imod sektorer (fx tjenesteydelser) og regioner (vækstøkonomier, især Kina) med en lavere underliggende handelselasticitet samt ændringer i deltagelsen i globale værdikæder.

## Lave energipriser dæmpede den globale inflation

Det kraftige dyk i råvarepriserne – især energipriserne – i 2. halvår 2014 bidrog betydeligt til et fald i den samlede globale inflation i 2015 (se figur 2). Den årlige inflation i OECD-landene faldt til 0,6 pct. (i forhold til 1,7 pct. i 2014), mens den årlige kerneinflation (ekskl. fødevarer og energi) i OECD-landene kun aftog marginalt fra 1,8 pct. i 2014 til 1,7 pct. i 2015 (se figur 1).

**Figur 2**  
Råvarepriser

(Daglige observationer)



Kilder: Bloomberg og Hamburg Institute of International Economics.

Der sås en betydelig volatilitet i oliepriserne i hele 2015, men overordnet set var de lave efter et vedvarende fald fra ca. 112 dollar pr. tønde i juni 2014 til 46 dollar pr. tønde medio januar 2015. Efter en kortvarig stigning frem til maj 2015 faldt oliepriserne i 2. halvår, hvilket fortsat var udtryk for et for stort udbud på det globale oliemarked. OPEC-landene fastholdt deres produktion på et næsten rekordhøjt niveau, selv om produktionsvæksten i lande uden for OPEC aftog noget i 2. halvår. Navnlig førte lavere priser og investeringer til en nedgang i den stadig robuste produktion af skiferolie i USA, hvilket mindskede det overskydende udbud noget. De lavere priser fik efterspørgslen efter råolie til at stige i løbet af 2015, men den var stadig for svag til at holde trit med olieforsyningen.

Priserne på råvarer ekskl. olie fortsatte med at falde som følge af faktorer på både udbuds- og efterspørgselsiden. En lavere global efterspørgsel – især fra Kina, som er den største kilde til efterspørgsel efter en række metalråvarer – bidrog til det nedadrettede pres på råvarepriserne ekskl. olie. Lavere fødevarerpriser afspejlede hovedsagelig et øget udbud. Målt i amerikanske dollar faldt fødevarerpriserne samlet set med 1 pct., mens metalprisindekset faldt med 17 pct. i 2015.

Desuden medførte en langsom lukning af produktionsgabene i udviklede økonomier og en udvidelse i flere vækstøkonomier rigelig ledig kapacitet på globalt niveau, hvilket øgede det nedadrettede pres på den globale inflation. På landeniveau var

inflationen også kraftigt påvirket af udviklingen i valutakurserne. Mens stigningen i den amerikanske dollar og det britiske pund i begyndelsen af året bidrog til det nedadrettede pres på inflationen i de respektive lande, oplevede visse vækstøkonomier, fx Rusland, Brasilien og Tyrkiet, et opadrettet prispres som følge af valutaernes betydelige depreciering.

## Uensartet vækstudvikling i de største økonomier

**I USA** var den økonomiske aktivitet stadig robust, idet BNP-væksten var 2,4 pct. i gennemsnit i 2015, dvs. uændret i forhold til året før. Efter en vis svaghed i begyndelsen af året på grund af midlertidige faktorer som dårlige vejforhold og afbrydelse af havnetrafik var BNP-væksten ret robust i 2. og 3. kvartal og hovedsagelig drevet af den endelige indenlandske efterspørgsel, mens bidraget fra nettoeksporten var negativt. I 4. kvartal aftog den økonomiske vækst så igen. De private forbrugsudgifter var robuste på baggrund af fortsat lempelige finansieringsforhold, lavere oliepriser, stærkere balancer hos husholdningerne og øget forbrugertillid. Den underliggende fremgang på arbejdsmarkedet vedblev også med at være robust, idet ledigheden faldt yderligere til 5,0 pct. ultimo året. I lyset af det bratte fald i energipriserne og stigningen i den amerikanske dollar siden 2. halvår 2014 forblev inflationen ekstremt lav i hele 2015. Den gennemsnitlige årlige stigning i forbrugerpriserne var 0,1 pct. i 2015 mod 1,6 pct. i 2014, mens kerneinflationen (ekskl. fødevarer og energi) var stort set uændret på 1,8 pct.

Pengepolitikken forblev udpræget lempelig i størstedelen af 2015. Rentefremskrivinger fra Federal Open Market Committee (FOMC) og federal funds futures bevægede sig nedad, efterhånden som den forventede forhøjelse af de pengepolitiske renter fortonede sig længere ud i fremtiden. I december 2015 besluttede FOMC at forhøje målintervallet for federal funds-renten til 0,25-0,50 pct., hvilket var den første renteforhøjelse i over ni år. Finanspolitikken var stort set neutral i finansåret 2015, idet underskuddet på den føderale budgetsaldo faldt en smule til 2,5 pct. af BNP, det laveste niveau siden 2007.

**I Japan** var væksten i realt BNP forholdsvis volatil i årets løb. Efter en kraftig stigning i begyndelsen af året svækkedes den økonomiske aktivitet kortvarigt i 2. kvartal, inden væksten igen blev positiv, men afdæmpet i 2. halvår. Baggrunden for genopretningen var en stigning i det private forbrug og eksporten. Den gennemsnitlige vækst i realt BNP var 0,7 pct. i 2015, dvs. en lille stigning i forhold til 2014, hvor Japan oplevede en kraftig recession som følge af en momsforhøjelse. Den aftagende basiseffekt af denne afgiftsforhøjelse medførte også en nedgang i inflationen til 0,8 pct. i gennemsnit (mod 2,7 pct. i 2014). Trods Bank of Japans fortsatte kvalitative og kvantitative lempelser i pengepolitikken ligger inflationen således stadig et godt stykke under målet på 2 pct., selv om kerneinflationen viste visse tegn på stigninger hen mod slutningen af året.

**I Storbritannien** aftog den økonomiske aktivitet en smule i 2015. Ifølge de foreløbige skøn aftog den årlige vækst i BNP til 2,2 pct. i 2015 fra næsten 3 pct. i 2014. Især faldt væksten i boliginvesteringerne fra det meget høje niveau i det

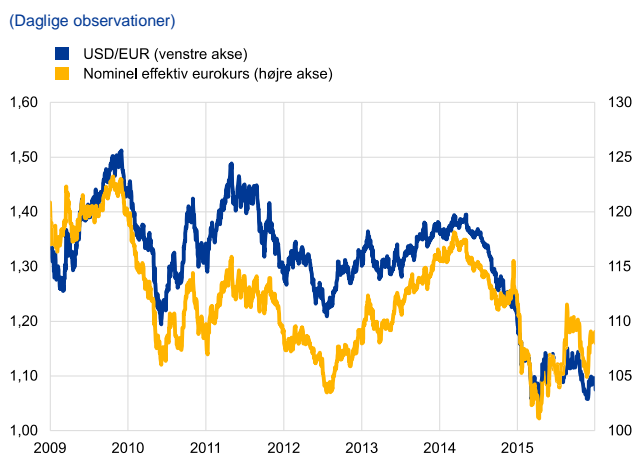
foregående år. Lav inflation bidrog til stigningen i husholdningernes disponible realindkomst og understøttede dermed det private forbrug og BNP-væksten. I forhold til året før fortsatte fremgangen på arbejdsmarkedet, og ledigheden faldt til omkring 5 pct. ultimo 2015. Storbritannien gjorde yderligere fremskridt med budgetkonsolideringen, og det offentlige underskud skønnes at være faldet til ca. 4,5 pct. af BNP i 2015. Inflationen faldt i forhold til året før og lå omkring 0 pct. hele året som følge af lave energi- og fødevarerpriser samt apprecieringen af det britiske pund. Gennem hele 2015 førte Bank of Englands Monetary Policy Committee en lempelig pengepolitik, idet den pengepolitiske rente blev fastholdt på 0,5 pct. og opkøbsprogrammet på 375 mia. pund.

**I Kina** fortsatte den gradvise nedgang i økonomien på baggrund af lavere investeringsvækst og svagere eksport. Den årlige vækst i BNP aftog til 6,8 pct. i 2015 fra 7,3 pct. året før. I løbet af sommeren faldt de kinesiske aktiemarkeder kraftigt efter meget store stigninger i de foregående måneder, og det gav anledning til bekymringer om den finansielle stabilitet og de økonomiske vækstudsigter i Kina og andre vækstøkonomier. Korrektionen på aktiemarkedet havde imidlertid en ret begrænset effekt på makroøkonomien og den finansielle stabilitet. I lyset af en aftagende stigning i forbrugerpriserne (fra 2,0 pct. i 2014 til 1,5 pct. i 2015) og for at bidrage til en stabilisering af væksten fortsatte People's Bank of China de pengepolitiske lempelser, den havde påbegyndt i november 2014, med flere yderligere nedsættelser af den toneangivende rente og reservekravsrenten i løbet af 2015. Desuden blev der indført yderligere reformer med sigte på at styrke markedskræfternes rolle i bestemmelse af valutakursen. Det fik renminbien – og andre vækstøkonomiers valutaer – til at depreciere over for den amerikanske dollar og medførte fornyet volatilitet på aktiemarkedene i ugerne efter beslutningen. Hvad angår finanspolitikken, øgedes de offentlige udgifter til infrastruktur med det formål at understøtte de samlede investeringer.

## **Euroen svækkedes fortsat**

Den nominelle effektive eurokurs svækkedes i løbet af 2015. Udviklingen i eurokursen afspejlede fortsat i høj grad de forskellige store økonomiers respektive konjunktursituationer og pengepolitikker. Udviklingen kan inddeles i fire faser. I 1. kvartal 2015 deprecierede euroen markant forud for ECB's annoncering af sit udvidede program til opkøb af værdipapirer. Derefter stabiliserede euroen sig i 2. kvartal, trods episoder med volatilitet i forbindelse med udviklingen i forhandlingerne mellem Grækenland og dets internationale kreditorer samt ændringer i markedsforventningerne om, hvornår Federal Reserve i USA eventuelt ville forhøje de pengepolitiske renter. I sommerens løb apprecierede euroen betydeligt på baggrund af øget global risikoaversion og usikkerhed om udviklingen i Kina og i vækstøkonomierne generelt. I 4. kvartal deprecierede euroen samlet set igen som følge af fornyede forventninger om en tiltagende forskel i pengepolitikkenes stramhedsgrad på de to sider af Atlanten.

**Figur 3**  
Eurokursen



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

Den nominelle effektive eurokurs (målt over for 38 vigtige handelspartnere) faldt med over 3 pct. på årsbasis (se figur 3). Bilateralt svækkedes euroen kraftigt over for den amerikanske dollar (-11,0 pct.). I overensstemmelse hermed fortsatte euroens svækkelse over for valutaer, der er knyttet til dollaren, fx den kinesiske renminbi (-6,5 pct.). Euroen deprecierede også over for det britiske pund (-5,9 pct.) og den japanske yen (-10,3 pct.). Derimod apprecierede euroen markant over for den brasilianske real (+29,2 pct.) og den sydafrikanske rand (+18,9 pct.).

Hvad angår de europæiske valutaer, der er tæt knyttet til euroen, er den danske krone i øjeblikket den eneste valuta i den europæiske valutakursmekanisme 2 (ERM2), efter at Litauen blev medlem af euroområdet den 1. januar 2015. Den danske krone lå tæt på centalkursen i ERM2, mens Danmarks Nationalbank

nedsatte de pengepolitiske renter fire gange i januar og februar 2015. Efter Schweizerische Nationalbanks meddelelse den 15. januar om, at den ville ophæve minimumsmålet for valutakursen på 1,20 schweizerfranc pr. euro, deprecierede euroen kraftigt over for schweizerfrancen og lå derefter en del over paritetskursen. Den bulgarske lev var stadig fast knyttet til euroen, mens euroen svækkedes en smule over for valutaerne i nogle af de EU-lande, der har flydende kurser, herunder den tjekiske koruna (-2,6 pct.), den polske zloty (-0,2 pct.), den svenske krone (-2,2 pct.) og den kroatiske kuna (-0,3 pct.).

## Boks 1

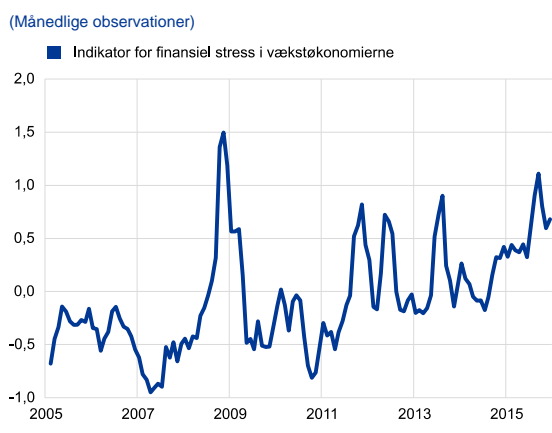
### Finansiell stress i vækstøkonomierne

Bekymringer om vækstudsigterne for Kina og vækstøkonomierne generelt samt stigende forventninger om en pengepolitisk normalisering i USA gav i en periode i 2015 anledning til øget volatilitet på de finansielle markeder i vækstøkonomierne. Flere lande oplevede en betydelig udstrømning af kapital fra de indenlandske obligations- og aktiemarkeder og samtidig en stigning i rentespændet for både erhvervs- og statsobligationer og et markant nedadrettet pres på deres respektive valutaer. For at imødegå dette intervererede forskellige centralbanker i stort omfang på valutamarkederne ved at sælge ud af valutaeserven. Spændingerne kulminerede sidst i august 2015, hvor en skarp korrektion på de kinesiske aktiemarkeder medførte en markant stigning i den globale risikoaversion med betydelige virkninger for de globale finansielle markeder, herunder euroområdet.

Den finansielle stress i de største vækstøkonomier toppede i 3. kvartal 2015 på et meget højt niveau, også set i et længere perspektiv. Figur A viser en samlet indikator for finansiell stress i vækstøkonomierne, som omfatter data om porteføljestrømme, udviklingen i valutakurser, bevægelser i rentespændene for indenlandske obligationer og ændringer i valutaeservebeholdninger. Indikatoren toppede i september 2015 på det næsthøjeste niveau i de seneste 10 år; det var højere end niveauerne under "taper tantrum"-episoden medio 2013. Stressniveauet var kun højere under de umiddelbare efterdønninger af den globale finanskrise i

slutningen af 2008. Den samlede indikatorns enkelte komponenter viser, at de høje stressniveauer i løbet af 2015 hovedsagelig skyldtes udviklingen i valutakurser og i mindre omfang fald i landenes valutaeserver. Efter det kinesiske aktiemarkeds dyk i slutningen af august 2015 registrerede vækstøkonomierne også en kraftig udstrømning i aktieinvesteringer, hvilket medvirkede til, at den finansielle stress toppede i september 2015.

**Figur A**  
Finansiell stress i store vækstøkonomier



Kilder: Haver, Institute of International Finance og ECB's beregninger.  
Anm.: Indikatoren for finansiell stress i vækstøkonomierne omfatter data fra forskellige tidsrækker for de finansielle markeder: 1) Porteføljestrømme til obligations- og aktiemarkederne (Institute of International Finance), 2) bilateral udvikling i den nominelle valutakurs over for den amerikanske dollar (Federal Reserve Board), 3) ændringer i rentespænd for de indenlandske obligationsmarkeder over for obligationsrenter i USA (JP Morgan's Emerging Market Bond Index) og 4) ændringer i valutaeservebeholdninger (IMF International Financial Statistics). Den viste indikator svarer til et 3-måneders glidende gennemsnit af den første overordnede komponent, hvilket forklarer omkring 50 pct. af den samlede variation i det oprindelige datasæt. En positiv/negativ værdi af indikatoren angiver et stressniveau over/under det langsigtede gennemsnit. Landestikprøven omfatter Brasilien, Indien, Indonesien, Kina, Mexico, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Observationerne er månedlige og dækker perioden fra januar 2005. Den seneste observation vedrører december 2015.

råvarer, oplevede kraftig depreciering af deres valutaer efter korrektionen på det kinesiske aktiemarked i august 2015. Valutaerne i de økonomier, der har stærke handelsforbindelser med Kina, reagerede også kraftigt, herunder valutaerne i Chile, Indonesien, Malaysia og Thailand.

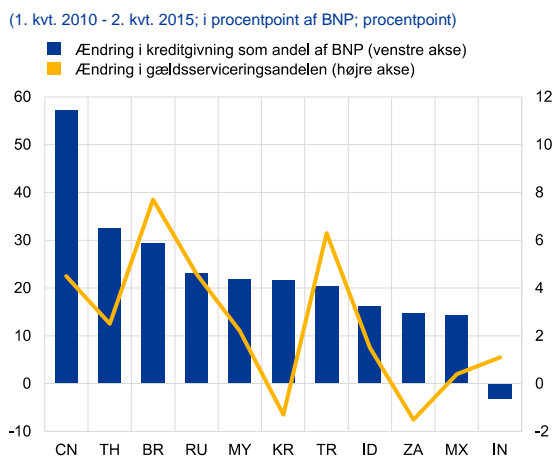
Samtidig bidrog eksisterende sårbarheder og bekymringer om ringere vækstudsigter også til stress på de finansielle markeder. De fleste vækstøkonomier har oplevet aftagende vækst i de seneste år som følge af både konjunkturforskel og strukturelle barrierer og har udsigt til lavere vækst i de kommende år. Endvidere er nogle af de økonomier, som de finansielle markeder allerede vurderede som skrøbelige under "taper tantrum"-episoden i 2013, stadig skrøbelige. Brasilien, Indonesien og Sydafrika havde fortsat dobbelt underskud (på både de offentlige finanser og de løbende poster på betalingsbalancen), som de havde haft siden begyndelsen af 2013, og Brasilien og Sydafrika havde desuden høj inflation og aftagende vækst at slås med. Tyrkiet havde også fortsat betydelige eksterne ubalancer og samtidig høj inflation og kreditvækst. De lave råvarepriser har haft en negativ indvirkning på de lande, der er nettoeksportører af råvarer, herunder Rusland og Brasilien. I Rusland er den igangværende konjunkturedgang blevet forstærket af økonomiske sanktioner og lave oliepriser, som skubbede økonomien ind i en kraftig recession. Indien har derimod kunnet afhjælpe nogle af sine sårbarheder sammenlignet med 2013. Både inflationen og

Stigende forventninger om en normalisering af pengepolitikken i USA bidrog ganske vist til den øgede volatilitet på de finansielle markeder i 2015, men var sandsynligvis ikke hovedårsagen. Forventningerne om en renteforhøjelse i USA medførte en bredt funderet apreciering af dollaren i 2015 og øgede volatiliteten på valutamarkederne. Samtidig var rentestigningen i december 2015 helt i overensstemmelse med markedsforventningerne og havde stort set været indregnet siden årets begyndelse. Desuden viste den 10-årige amerikanske statsobligationsrente ikke nogen tydelig opadrettet tendens i 2015, som den havde gjort i forbindelse med "taper tantrum"-episoden, og løbetidspræmien var stadig meget langt nede.

Den akutte finansielle volatilitet i vækstøkonomierne i 2015 kunne i højere grad tilskrives bekymringer om konsekvenserne af den aftagende vækst i Kina og de lave råvarepriser. Et eksempel er, at nogle vækstøkonomier, der er nettoeksportører af

underskuddet på de løbende poster på betalingsbalancen er blevet reduceret efter indførelsen af en række officielle tiltag til forbedring af stabilitet og vækst.

**Figur B**  
Ændringer i kredit som andel af BNP og gældsserviceringsandelen



Kilder: Bank for International Settlements og ECB's beregninger.  
Anm.: Kredit betyder den samlede kreditgivning til den ikke-finansielle sektor fra indenlandske banker, alle andre sektorer i økonomien samt ikke-residenter; hvad angår finansielle instrumenter, omfatter det "kerne-gæld", defineret som lån, gældsinstrumenter samt kontanter og indskud. Gældsserviceringsandelen er den andel af indkomsten, der bruges til at betale renter og afdrag på gæld i den private ikke-finansielle sektor. En liste over landeforkortelserne findes bag i denne Årsberetning.

En hurtig kreditvækst har også gjort mange vækstøkonomier mere følsomme over for stramning af de globale finansieringsforhold. Lempelige globale finansieringsforhold har bidraget til en hurtig kreditvækst i mange af disse lande i de seneste år (se figur B). I Kina, hvor hurtigt voksende kreditgivning har understøttet stærke investeringer, udgjorde kreditgivningen til den private ikke-finansielle sektor omkring 200 pct. af BNP i 2015. Trods de lave renter har de stigende gælds niveauer medført en højere gældsserviceringsandel for husholdninger og virksomheder i mange vækstøkonomier. Det indikerer, at der er øgede risici for den finansielle stabilitet, navnlig hvis stramningen af de globale finansieringsforhold fører til højere renter. Endvidere har flere vækstøkonomier i de seneste år øget deres eksterne finansiering i dollar betydeligt, hvilket gør dem sårbare over for en yderligere apreciering af dollaren.

Alt i alt har den finansielle stress i 2015 understreget eksisterende sårbarheder i nogle vækstøkonomier og behovet for at gøre noget ved dem, navnlig i lyset af de sandsynlige stramninger af de globale finansieringsforhold og de pågældende landes egne udsigter til lavere vækst.

## 1.2 Den finansielle udvikling

Den finansielle udvikling i euroområdet i 2015 blev i høj grad præget af ECB's pengepolitiske beslutninger og især af opkøbsprogrammet (APP). Som følge heraf fortsatte pengemarkedsrenterne, renterne på statsobligationer og omkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering med at falde til et nyt historisk lavt niveau. Husholdningernes finansielle forhold blev også yderligere forbedret.

### Pengemarkedsrenterne i euroområdet faldt som følge af stigende overskudslikviditet

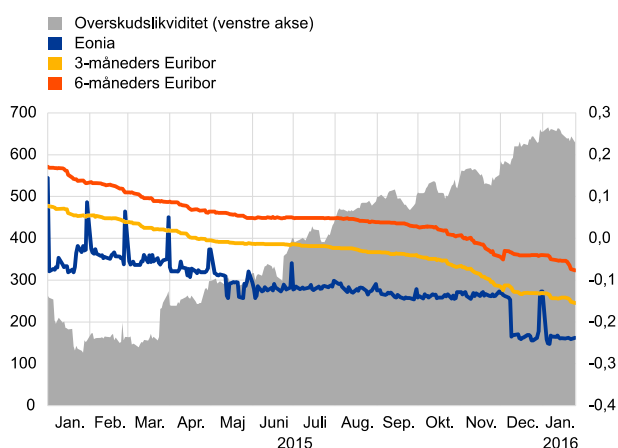
Pengemarkedsrenterne fortsatte med at falde i 2015, hvilket i første omgang skyldtes det fortsatte gennemslag fra den negative rente på indlånsfaciliteten, der



blev indført i juni 2014. Investorenes oprindelige strategier til at undgå negative renter, nemlig at søge afkast i noget længere løbetider, købe værdipapirer af høj kvalitet og, i mindre omfang, at påtage sig en større kreditrisiko, blev udtømt i takt med tilpasningen af prissætningen. Desuden forsvandt markedsfriktionen i forbindelse med overgangen til negative renter gradvist.

**Figur 4**  
Pengemarkedsrenter og overskudslikviditet

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



Kilder: ECB og Bloomberg.

Anm.: De seneste observationer vedrører 11. januar 2016.

Tilførsel af likviditet i form af ekstraordinære pengepolitiske tiltag lagde et yderligere nedadrettet pres på pengemarkedsrenterne. Den stigende overskudslikviditet kunne især tilskrives opkøbsprogrammet (APP) og de målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er). Da overskudslikviditeten steg til over 650 mia. euro ultimo året, blev renterne stadig mere negative (se figur 4), og aktiviteten faldt i visse segmenter af euroområdet pengemarked.

I perioden frem til Styrelsesrådets møde i december 2015 faldt pengemarkedsrenterne yderligere som følge af markedsforventninger om yderligere pengepolitiske lempelser. Den 3. december 2015 besluttede Styrelsesrådet at nedsætte renten på indlånsfaciliteten til -30 basispoint og forlængede APP i hvert fald indtil marts 2017. Som følge heraf blev

pengemarkedsrentekurven gradvist forskudt yderligere nedad.

Trods en vis bekymring i starten gik overgangen til negative renter for en række brede referencerenter alt i alt glat, herunder også overgangen til længere løbetider som fx 6-måneders Euribor. 3-måneders Euribor og 6-måneders Euribor faldt til negative niveauer i henholdsvis april og november og var henholdsvis -13 basispoint og -4 basispoints ultimo 2015.

## Statsobligationsrenterne blev historisk lave

Euroområdet statsobligationsmarked blev kraftigt påvirket af opkøbsprogrammet for aktiver udstedt af den offentlige sektor (PSPP) (se figur 5).<sup>1</sup> Som følge af annonceringen og gennemførelsen af PSPP fortsatte de lange renter på AAA-gæld i første omgang det fald, der begyndte i 2014, og nåede et nyt historisk lavt niveau i foråret. Derefter steg renterne indtil midten af 2015 på grund af positive overraskelser for euroområdet økonomiske udsigter, tekniske markedsfaktorer og en læringsproces, hvor markedet tilpassede sig gennemførelsen af PSPP. I 2. halvår faldt renterne igen, da fortsatte nedadrettede risici for inflationsudsigterne resulterede i yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB, herunder en forlængelse af APP. Den gennemsnitlige 10-årige rente i euroområdet i 2015 nåede et historisk

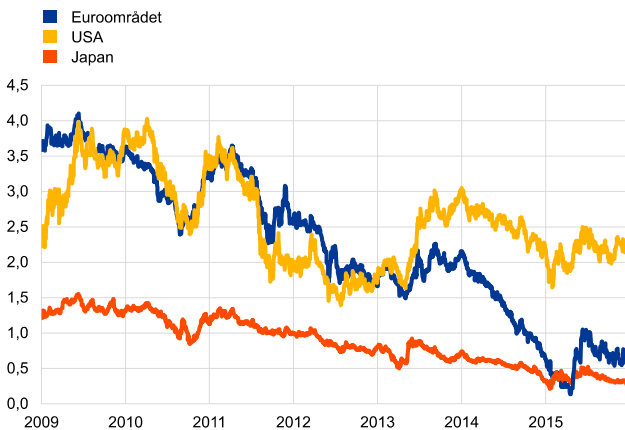
<sup>1</sup> Se også boks 6 "Gennemslaget fra de pengepolitiske foranstaltninger til de finansielle markeder og realøkonomien".

lavt niveau på 0,6 pct. Det er betydeligt lavere end gennemsnittet i tidligere år og også betydeligt lavere end gennemsnittet på 2,1 pct. i USA. Det var dog højere end de 0,4 pct. i Japan.

Udviklingen i rentespændene for statsobligationer mellem eurolandene var forholdsvis rolig år til år, men med visse forskelle på tværs af landene. Samtidig lå spændene fortsat på niveauer, der svarede til niveauerne før statsgældskrisen.

**Figur 5**  
Lange statsobligationsrenter

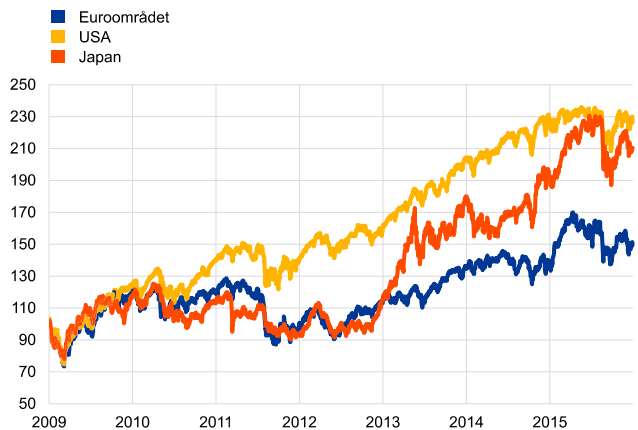
(I pct. p.a.; daglige observationer)



Kilder: EuroMTS, ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.  
Anm.: Lange statsobligationsrenter er renterne for 10-årige obligationer eller den nærmeste løbetid. Statsobligationsrenten i euroområdet er baseret på ECB's tal for AAA-ratede obligationer, som omfatter obligationer fra Østrig, Finland, Tyskland og Holland.

**Figur 6**  
Væsentlige aktieindeks

(Indeks: 1. januar 2009 = 100; daglige observationer)



Kilde: Thomson Reuters.  
Anm.: De anvendte indeks er det brede Dow Jones Euro Stoxx for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

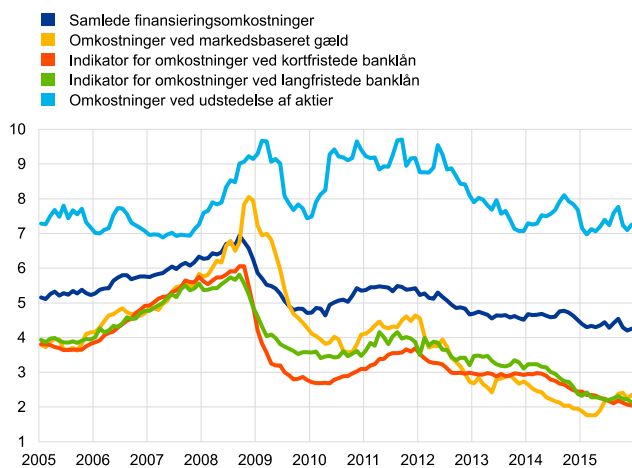
## Aktierne steg på baggrund af øget volatilitet

Euroområdets aktiemarkeder blev også påvirket af PSPP. Først steg aktiekurserne betydeligt i forventningen om og efter annonceringen af PSPP, da faldende obligationsrenter understøttede euroområdets aktier gennem lavere diskonteringsratser og investorenes justering af deres porteføljer i retning mod mere risikobetonede aktiver. Som følge heraf var værdien af EURO Stoxx steget med næsten en fjerdedel i foråret (se figur 6). Midt i 2015 steg volatiliteten imidlertid, og aktiekurserne faldt som følge af usikkerhed om situationen i Grækenland og et brat fald i de kinesiske aktiekurser, der – sammen med et kraftigt fald i oliepriserne – skabte bekymring om de globale økonomiske udsigter. Trods det steg euroområdets aktiemarkeder i efteråret – hvilket til dels skyldtes, at disse bekymringer skabte forventninger om pengepolitiske lempelser fra vigtige centralbankers, herunder ECB's, side – og de sluttede året med en stigning på omkring 8 pct. år til år.



**Figur 7****Samlede nominelle omkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering**

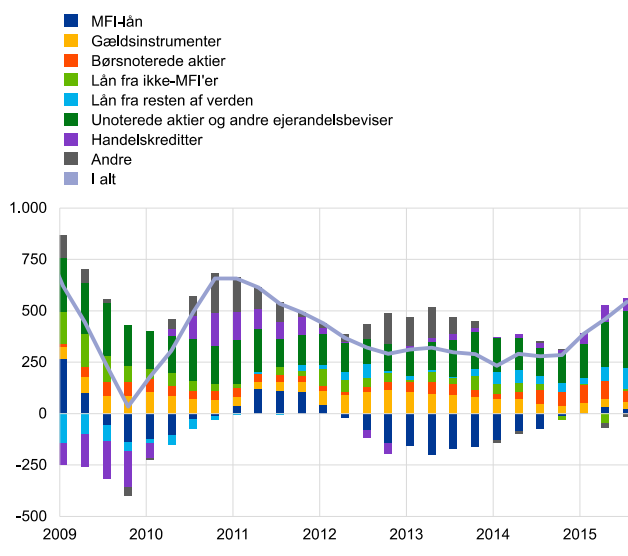
(I pct. p.a.; 3-måneders glidende gennemsnit)



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 udstedelse af aktier baseret på de respektive udeståender udledt af kontiene for euroområdet. Omkostningerne ved udstedelse af aktier måles ved hjælp af en 3-trins udbyttediskonteringsmodel med anvendelse af information fra Datastreams aktieindeks for ikke-finansielle selskaber. De seneste observationer vedrører november 2015.

**Figur 8****Ændringer i euroområdet ikke-finansielle selskabers kilder til ekstern finansiering**

(4-kvartalers sum; milliarder euro)



Kilder: Eurostat og ECB.  
 Anm.: MFI-lån og lån fra ikke-MFI'er (andre finansielle formidlere, forsikringselskaber og pensionskasser) korrigeret for effekten af salg og securitisering. "Andre" er forskellen mellem totalen og de instrumenter, der er medtaget i figuren. Det omfatter koncerninterne lån. Den seneste observation vedrører 3. kvartal 2015.

**De nominelle omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering blev også historisk lave**

Ved at reducere omkostningerne ved markedsbaseret gæld og ved udstedelse af aktier bidrog annonceringen af PSPP også til at bringe de samlede nominelle omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering ned på et nyt historisk lavt niveau i februar 2015 (se figur 7). Det var navnlig lempelsen af finansieringsforholdene for banker som følge af både PSPP og TLTRO'er, der bidrog til at sænke omkostningerne ved banklån yderligere for de ikke-finansielle selskaber. På grund af den mere bankbaserede finansielle formidling i euroområdet spillede omkostningerne ved bankfinansiering en vigtig rolle i reduktionen af de samlede nominelle omkostninger ved ekstern finansiering. Det kompenserede for stigningen i omkostningerne ved markedsbaseret gæld i 2. halvår og stigningen i omkostningerne ved udstedelse af aktier i forbindelse med udviklingen på aktiemarkederne medio 2015. Det var specielt vigtigt, at forskellene i omkostningerne ved ekstern finansiering mellem eurolandene faldt yderligere i løbet af 2015, da gennemslaget fra pengepolitiske lempelser fra ECB steg i de lande, der var hårdest ramt af krisen.

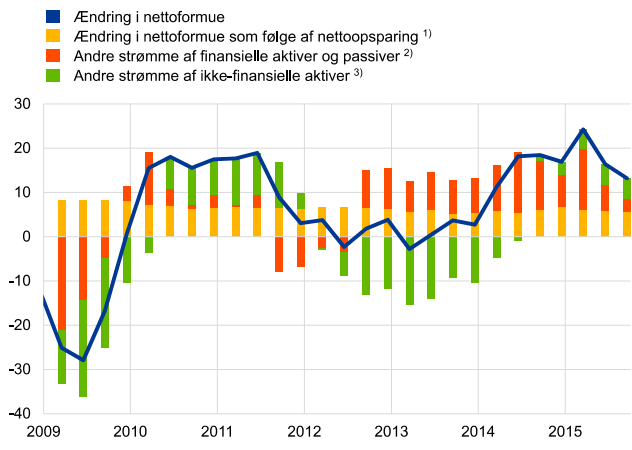
**Øget strøm af ekstern finansiering**

De lave finansieringsomkostninger (både nominelt og reelt) samt bedre adgang til finansiering og en styrket økonomi resulterede i en betydelig stigning i de ikke-finansielle selskabers brug af ekstern finansiering i de første tre kvartaler af 2015 (se figur 8). Den samlede stigning kunne især tilskrives banklån, udstedelse af unoterede aktier og handelskreditter, mens den igangværende stærke vækst i tilbageholdt overskud sandsynligvis havde en vis dæmpende effekt på værdipapirudstedelsen. I 2015 var det første gang i fire år, de ikke-finansielle selskaber øgede brugen af banklån, og det skyldtes både forbedrede vilkår for kreditgivning og fortsat forbedrede vilkår for kredit efterspørgslen. Kreditgivningen steg som følge af lempelsen af finansieringsforholdene for banker og forbedringen af risiko-afkast-profilen for lån i forhold til

**Figur 9**

## Ændring i husholdningernes nettoformue

(4-kvartalers sum; i pct. af disponibel bruttoindkomst)



Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Tal for ikke-finansielle aktiver er skøn foretaget af ECB. Den seneste observation vedrører 2. kvartal 2015.

1) Denne post omfatter nettoopsparing, indgående nettokapitaloverførsler samt forskellen 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).

andre aktiver.<sup>2</sup> Kreditefterspørgslen blev understøttet af det igangværende fald i omkostningerne ved lån som følge af de forbedrede økonomiske udsigter. Ud over banklån steg udstedelsen af gældsinstrumenter og børsnoterede aktier også kraftigt mellem januar og april 2015 efter annonceringen af PSPP, men faldt i 2. halvår, da markedsbaseret finansiering blev dyrere.

## Husholdningernes nettoformue fortsatte med at stige

Det lave renteniveau og de høje aktivpriser, der også blev afspejlet i husprisudviklingen, resulterede i en stigning i husholdningernes nettoformue i euroområdet i 2015 (se figur 9).

Husholdningernes finansieringsomkostninger i euroområdet var fortsat noget nær rekordlave i alle lånekategorier, men der var fortsat spredning mellem landene og mellem låntyperne. Der var en moderat stigning i husholdningssektorens banklån.

## Boks 2

### Hvorfor er renterne så lave?

De nominelle renter i euroområdet er nu historisk lave. Renten ved de primære markedsoperationer er tæt på 0 pct., og renten på indlånsfaciliteten er negativ. I det sidste halvandet år er euroområdets rentekurve blevet forskudt nedad, og den er blevet fladere (se figur A).

Da denne udvikling i de udviklede økonomier er meget usædvanlig – ligegyldigt hvilken målestok man anvender – er det vigtigt at forstå, hvorfor renterne er så lave. De meget lave renter er kun delvis centralbankens valg. Renterne afspejler også globale faktorer og faktorer, der er specifikke for euroområdet, hvoraf nogle er langvarige og vedvarende, mens andre er relateret til eftervirkningerne af den finansielle krise.<sup>3</sup>

Selv om pengepolitikken ikke kan gøre noget ved de kræfter, der lægger en dæmper på økonomien på længere sigt, skal pengepolitikken reagere på det disinflationære pres, som disse kræfter skaber. Hvis det er i overensstemmelse med centralbankens mandat, kan den også reagere på yderligere svagheder i den samlede efterspørgsel som følge af krisen. Det sker ved at bringe renten så tæt som muligt på det, der kaldes "ligevægtsrenten". Det er den rente, hvor de økonomiske ressourcer udnyttes fuldt ud, og inflationen er stabil omkring det niveau, der er mest i

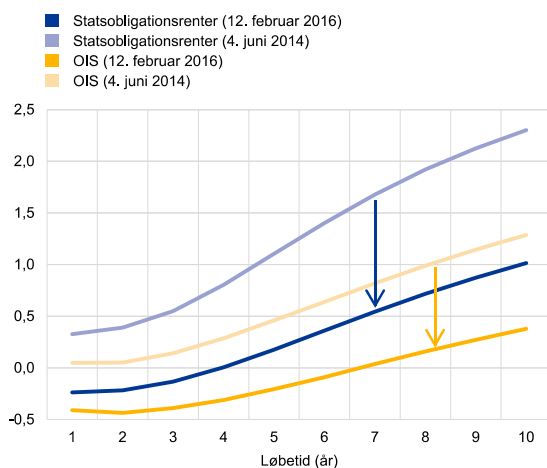
<sup>2</sup> Yderligere oplysninger om lempelsen af finansieringsforholdene for banker findes i kapitel 1, afsnit 1.5, hvor de seneste resultater af undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet beskrives.

<sup>3</sup> Se også C. Bean, C. Broda, T. Ito, og R. Kroszner, "Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates", *Geneva Reports on the World Economy* 17, International Center for Monetary and Banking Studies, oktober 2015.

**Figur A**

Rentekurve for syntetiske statsobligationsrenter i euroområdet og OIS-rentekurve

(Basispoint)



Kilde: ECB.

konsekvenser for dem, der er afhængige af renteindtægter som fx personer med opsparingskonti. Desuden kan lave renter have uønskede bivirkninger som fx at tilskynde til overdreven risikotagning på de finansielle markeder. Derfor er det vigtigt at forstå de underliggende årsager til vedvarende lave renter – ikke mindst fordi de kan relateres til faktorer, der ikke kan kontrolleres ved hjælp af pengepolitik.

### Årsager til lave renter

For bedre at forstå de forskellige faktorer bag de lave renter kan det være nyttigt at opdele de lange nominelle renter i fire komponenter: forventet inflation i aktivets løbetid, forventet udvikling i de korte realrenter, inflationsrisikopræmien og realløbetidspræmien, der tilsammen udgør den kompensation, som investorerne kræver for at holde lange obligationer i stedet for kortfristede værdipapirer. Alle disse komponenter har bidraget til de meget lave lange renter, der ses i dag.

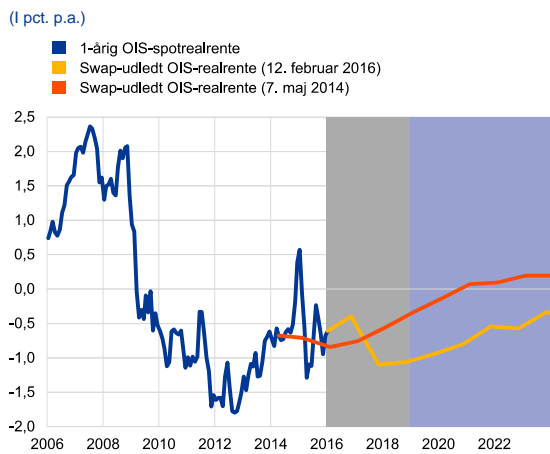
Set over en længere periode har de lange nominelle obligationsrenter været faldende i alle de store udviklede økonomier siden 1980'erne. Det afspejler bl.a. en styrkelse af de pengepolitiske rammer, som centralbankerne har vedtaget, og som har sænket inflationsforventningerne på langt sigt og reduceret inflationspræmierne, hvilket har bidraget til lavere nominelle renter.

overensstemmelse med centralbankens mål om prisstabilitet. På grund af krisens alvor kunne dette ikke opnås alene gennem traditionel pengepolitik, og der var derfor behov for en række ekstraordinære tiltag. Fremadrettet vil prisstabilitet skabe forudsætningerne for, at renterne stiger igen og gradvist nærmer sig mere normale niveauer.

I denne boks gennemgås årsagerne til de lave renter i euroområdet derfor, og nogle af konsekvenserne for banker og opsparere beskrives. Der er helt klart brug for en lempelig pengepolitik for at understøtte den økonomiske genopretning og inflationen, og som det fremgår af faldet i bankernes udlånsrenter og en forbedret adgang til kredit for virksomheder og husholdninger, har dette vist sig at være effektivt, men lave renter kan have

**Figur B**

Markedsudledt udvikling i den 1-årige realrente i euroområdet



Kilde: ECB.

er, at disse faktorer bestemmer investeringerne, og derfor efterspørgslen efter udlånsmidler, som skal matches af opsparing. Set over en lang periode har både totalfaktorproduktiviteten og befolkningsvæksten været aftagende i euroområdet i årtier. Det er også muligt, at den globale opsparingstilbøjelighed er steget.

Ud over presset fra disse langsigtede faktorer er der yderligere faktorer, der dæmper realrenterne, og som er mere direkte forbundet med den globale finansielle krise. Først og fremmest er euroområdet stadig i gang med at arbejde sig igennem en "balancerecession", hvor al for megen gæld, "gældsoverhæng", skaber grundlag for en kraftig nedgang, der til gengæld kræver betydelig gældsreduktion og forlænger lavkonjunktoren.

Den sidste komponent, der påvirker de lange renter, er løbetidspræmien. Også her har de langsigtede faktorer og konjunkturudviklingen i forbindelse med finanskrisen presset de nominelle renter ned. Løbetidspræmierne i euroområdet er faldet som følge af Eurosystemets opkøb af værdipapirer samt faktorer som fx udbuddet af og efterspørgslen efter sikre aktiver på globalt niveau.

Samlet set er de lave renter i sidste ende en konsekvens af svage langsigtede tendenser i kombination med de konjunkturmæssige konsekvenser af en kompleks finansiell krise og en usædvanligt langvarig makroøkonomisk lavkonjunktur. Forudsigelser af varigheden af disse påvirkninger er behæftet med betydelig usikkerhed. Mens de mere langsigtede faktorer bag det langvarige fald i realrenterne ikke kan kontrolleres gennem pengepolitikken, har en centralbank mandat til at sikre, at inflationen vender tilbage til og stabiliserer sig omkring centralbankens mål, hvilket til gengæld bidrager til holdbar økonomisk vækst, hvor overskudskapaciteten igen absorberes. I øjeblikket ligger dette mandat til grund for politikker, der kan lægge et nedadrettet pres på renterne over hele rentestrukturen, så låneforholdene holdes på niveauer, der er

Faldet i de lange nominelle renter skyldes også realkomponenten, hvor forward realrenterne er negative langt ud i fremtiden (se figur B).

Eftersom forward realrenten indeholder den forventede realrente og realløbetidspræmien, har det vist sig, at den forventede realrente ved tidshorisonter, der ligger tilstrækkelig langt væk fra nutiden, efter terminspræmien er fjernet, kan bruges som udtryk for realligevægtsrenten.<sup>4</sup>

En del af faldet i de globale realrenter kan tilskrives langsigtede faktorer, mens resten skyldes konjunkturudviklingen. Hvis Solow-vækstmodellen bruges til at organisere de forskellige faktorer, der driver realrenterne på langt sigt, vedrører disse faktorer i sidste ende produktivitet, befolkningsvækst og opsparingsadfærd. Den umiddelbare opfattelse

<sup>4</sup> Yderligere oplysninger findes i A. Bomfim, "Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?" Federal Reserve Board, juli 2001.

tilstrækkeligt lempelige til at sikre, at de økonomiske forhold og inflationen normaliseres på mellemlangt sigt.

Tallene tyder på, at effekten af ECB's tiltag breder sig igennem det finansielle system ved at sørge for, at de nuværende og forventede korte renter er forankret ved deres reelle nedre grænse og ved at sænke realløbetidspræmien for de lange renter. Bankernes udlånsrenter til husholdninger og ikke-finansielle selskaber er fortsat med at falde, mens kreditvæksten gradvis tiltager, selv om den stadig er svag (se afsnit 1.5 i dette kapitel).

Følgelig er ECB's aktuelle lempelige pengepolitik et nødvendigt og effektivt middel til at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Eftersom traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde fastslår, at hovedmålet for pengepolitikken i euroområdet er at fastholde prisstabilitet, er ECB's nuværende pengepolitik helt i overensstemmelse med ECB's mandat.

---

### Boks 3

Hvad betyder de lave renter for banker og opsparende?

---

Det er vigtigt at holde øje med, om ECB's lempelige pengepolitik har negative bivirkninger for banker og opsparende. Ganske vist må der ikke gås på kompromis med mandatet om at fastholde prisstabilitet, som er indarbejdet i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, i forhold til andre politik hensyn, men risikoen for bivirkninger kan mindskes ved at udvikle passende sikkerhedsforanstaltninger og fokusere på områder, hvor andre politikdomæner bør øge bestræbelserne på at imødegå de underliggende svagheder i euroområdet's økonomiske og finansielle system. Almindelige bekymringer i forbindelse med mulige bivirkninger ved ECB's lempelige pengepolitik og de lave renter drejer sig om indvirkningen på bankernes rentabilitet og forrentningen af opsparing.

En mulig negativ indvirkning på den finansielle sektor er ofte, at lave renter – og især centralbankernes opkøb og den udfladning af rentekurven, som opkøbene fremmer – kan påvirke bankernes rentabilitet. Med andre ord kan bankernes traditionelle forretningsmodel med løbetidstransformation (finansiering af opkøb af langfristede aktiver ved udstedelse af kortfristede passiver) blive hæmmet af et nedadrettet pres på deres formidlingsmarginer. Desuden kan den negative rente på indlånsfaciliteten betyde, at rentabiliteten falder yderligere for de banker, der har en stor mængde overskudslikviditet i Eurosystemet.

Selv om disse effekter bestemt kan observeres, bør man ikke glemme andre positive effekter i forbindelse med opkøbsprogrammerne og den lempelige pengepolitik generelt, der opvejer de negative effekter. Ved at understøtte den økonomiske aktivitet forbedrer disse instrumenter låntagernes evne til at overholde deres forpligtelser, og det har en positiv indvirkning på bankernes balancer gennem en markant forbedring af kvaliteten af bankernes aktiver og et fald i bankernes hensættelsesbehov. Desuden resulterer den generelle stigning i aktivpriserne som følge af den lempelige pengepolitik i værdiansættelsesgevinster for disse aktiver på bankernes balancer.

At dømme efter oplysningerne fra undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet er der i øjeblikket intet, der tyder på, at det er de negative effekter af den lempelige politik på bankernes rentabilitet, der er dominerende i euroområdet som helhed. I månederne efter lanceringen af opkøbsprogrammet (APP) var der faktisk en positiv nettoandel af bankerne, der angav en stigning i

rentabiliteten som følge af APP. Mens den endelige effekt af APP på bankernes rentabilitet kan være forskellig fra land til land afhængigt af de strukturelle elementer i de respektive banksystemer, berettiger dette samlet set til en positiv vurdering.

Den anden bekymring vedrører faldet i forrentningen af husholdningernes opsparing, især opsparing i form af bankindeståender.<sup>5</sup> Der er en tæt forbindelse mellem denne forrentning og den gældende pengepolitik. Som følge heraf er de nominelle renter på mange typer opsparing i euroområdet i øjeblikket historisk lave.

Men, som tidligere forklaret, afspejler de lave renter faktisk de gældende makroøkonomiske og strukturelle forhold. Derfor er den lave forrentning af opsparing et symptom på og ikke årsagen til den trøge økonomiske genopretning. En afvigelse fra den nuværende lempelige pengepolitik ville begrænse den økonomiske udvikling yderligere, modvirke låntagning (fx fra virksomheder, der ønsker at finansiere rentable investeringsprojekter) og i sidste ende bidrage til at forlænge perioden med lave renter.

Det afgørende er at gøre noget ved de grundlæggende faktorer, der er ansvarlige for den aktuelle lave ligevægtsrealrente. Det skal primært ske ved hjælp af en effektiv strukturpolitik, der kan give en holdbar forøgelse af produktiviteten og den økonomiske vækst. Desuden bør finanspolitikken understøtte den økonomiske genopretning, samtidig med at EU's finanspolitiske regler overholdes. Endelig er der et klart behov for at afhjælpe manglerne ved ØMU'ens institutionelle struktur som skitseret i de fem formænds rapport for at fjerne de tilbageværende forhindringer for høj og holdbar vækst.

---

### 1.3 Den økonomiske aktivitet

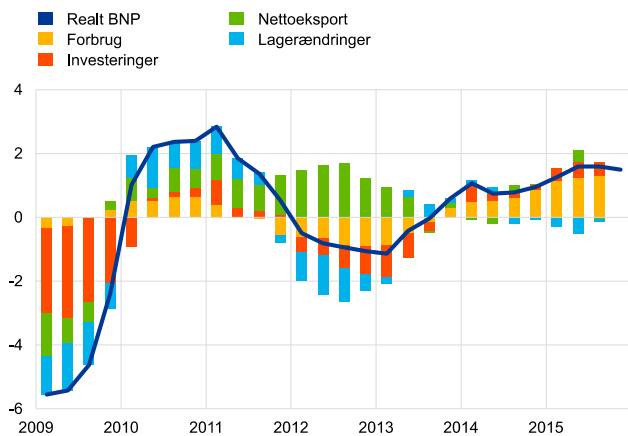
Selv om de eksterne forhold blev svækket, forblev den økonomiske aktivitet i euroområdet robust som følge af stigende indenlandsk efterspørgsel. Det betød, at den gradvise fremgang i euroområdet, som begyndte i 2. kvartal 2013, fortsatte i hele 2015. Den gennemsnitlige årlige vækst var på 1,5 pct. i 2015 (se figur 10). Det er det højeste niveau siden 2011. At væksten efterhånden tiltog, skyldes primært et robust privatforbrug, der var forholdsvis bredt funderet på tværs af eurolandene (se også boks 4). Der var et lille positivt vækstbidrag fra nettoeksporten, hovedsagelig som følge af øgede eksportmarkedsandele efter den betydelige depreciering af euroen, som satte ind medio 2014. Investeringsvæksten forblev dog svag og hæmmedes af, at det gik relativt langsomt med at implementere strukturreformer i nogle lande, og af de nødvendige balancetilpasninger i en række sektorer.

---

<sup>5</sup> Se U. Bindseil, C. Domnick, og J. Zeuner, "Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' – A review", *Occasional Paper Series*, nr. 161, ECB, maj 2015 for en nærmere beskrivelse af argumentet om, at det er opsparerne, der betaler prisen for den lempelige pengepolitik. Se også artiklen "German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, oktober 2015.

**Figur 10****Realt BNP i euroområdet**

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

## Den økonomiske fremgang i euroområdet fortsatte i 2015 trods svagere globale vækstudsigt

Stigningen i den gennemsnitlige årlige vækst i 2015 understøttedes af ECB's meget lempelige pengepolitiske linje, som har påvirket økonomien i form af lempeligere finansieringsforhold, en forbedret stemning på markedet, meget lave renter samt euroens depreciering. De faldende oliepriser og den gradvise forbedring af euroområdets arbejdsmarkeder stimulerede væksten yderligere i 2015.

Ud over at øge optimismen hos forbrugerne har de forskellige pengepolitiske tiltag, der er gennemført i de seneste år, herunder det udvidede opkøbsprogram i begyndelsen af 2015, styrket erhvervstilliden, idet

finansieringsforholdene, også for små og mellemstore virksomheder, er blevet bedre. Det har gavn timer investeringerne, der i gennemsnit bidrog mere til væksten i 2015 end i 2014 og 2013, hvilket afspejler forbedret indtjening i virksomhederne, en knap så afdæmpet efterspørgsel og øget kapacitetsudnyttelse. Selv om investeringerne styrkedes i begyndelsen af 2015, lå de stadig ca. 15 pct. lavere end før krisen.

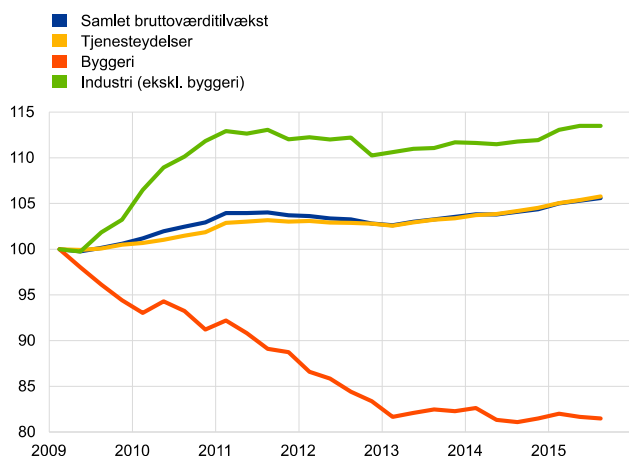
Den indenlandske efterspørgsel i euroområdet forbedredes i løbet af 2015 og lå i gennemsnit på det højeste niveau siden 2007. Husholdningernes opsparingskvote var stort set stabil gennem 2015, hvorved den understøttede forbrugsudviklingen. Det offentlige forbrug bidrog positivt til den økonomiske vækst i 2015. Den offentlige og private sektors gældsætning, der fortsat var høj i visse lande, havde en dæmpende effekt på den indenlandske efterspørgsel. Desuden var langsommelighed med hensyn til implementering af strukturreformer fortsat med til at holde væksten nede.

Den økonomiske vækst i 2015 blev begrænset af svage eksterne forhold (se kapitel 1, afsnit 1.1). Mens afmatningen i vækstøkonomierne dæmpede euroområdets eksportvækst, var den betydelige depreciering af den effektive eurokurs, som begyndte medio 2014, til gavn for eksporten og betød, at euroområdet kunne erobre markedsandele. Den relativt stærke eksportvækst blev også understøttet af et skift i den geografiske sammensætning af eksporten, således at udviklede økonomier som fx USA i stigende grad aftog euroområdets eksport. Desuden kom den positive udvikling i euroområdets indenlandske efterspørgsel til udtryk i yderligere fremgang i handlen inden for euroområdet i 2015. Væksten i både eksport og import var højere i 2015 end i de tre foregående år. Alt i alt har nettoeksporten formodentlig ydet et lille positivt bidrag til væksten i 2015.



**Figur 11**  
Real bruttoværditilvækst i euroområdet fordelt på økonomisk aktivitet

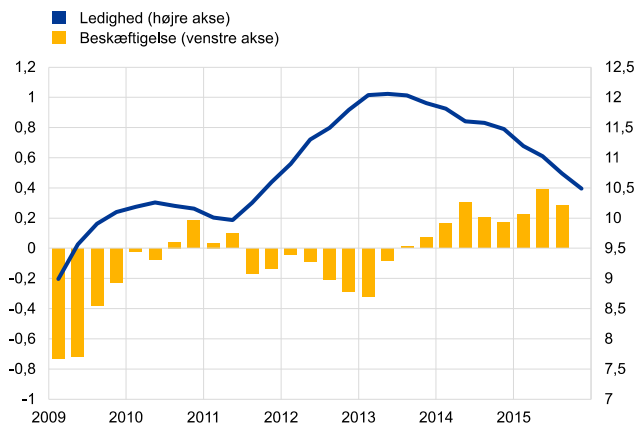
(Indeks: 1. kvartal 2009 = 100)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

**Figur 12**  
Indikatorer for arbejdsmarkedet

(Kvartalsvis vækst; pct. af arbejdsstyrken; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

Fremgangen i 2015 var forholdsvis bredt fordelt på sektorer (se figur 11). Efter at være steget i de sidste tre år nåede den samlede værditilvækst i 3. kvartal næsten op på et niveau svarende til toppunktet før krisen. Værditilvæksten fortsatte med at øges hurtigere i servicesektoren end i industrien (ekskl. byggeriet) og i byggeriet, og i servicesektoren lå den i 3. kvartal 2015 ca. 3 pct. over toppunktet fra før krisen. Værditilvæksten i industrien ekskl. byggeriet lå stadig lavere end før krisen, men fortsatte dog med langsomt at stige. Omvendt viste værditilvæksten i byggeriet en lille nedgang i 2015 og lå fortsat langt under toppunkterne fra før krisen, som blev nået i 2008.

### Den gradvise fremgang på arbejdsmarkedene fortsatte

Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedene i 2015 (se figur 12). Den stigning i beskæftigelsen, der begyndte medio 2013, fortsatte i 2015. I årets 3. kvartal var antallet af beskæftigede i euroområdet 1,1 pct. højere end i 3. kvartal 2014, men stadig omkring 2 pct. lavere end det højeste niveau fra før krisen. Den stigende beskæftigelse i 2015 afspejlede især fremgang i Spanien og Tyskland, men der var opmuntrende tegn på, at andre, tidligere sårbare, lande, også bidrog til stigningen.

Hvad angår de enkelte sektorer, steg beskæftigelsen først og fremmest i servicesektoren, mens antallet af beskæftigede i industrien ekskl. byggeriet kun steg moderat, og beskæftigelsen i byggeriet faldt. I 2015 steg det samlede antal arbejdstimer lidt mindre end antallet af beskæftigede. Den årlige produktivitetsvækst pr. ansat var fortsat lav, idet den i gennemsnit var omkring 0,5 pct. pr. kvartal i de første tre kvartaler af 2015 sammenholdt med en årlig stigning på 0,3 pct. i 2014.

Ledigheden mindskedes fortsat i 2015 og var 10,5 pct. i 4. kvartal 2015, hvilket er det laveste niveau siden begyndelsen af 2012. Den nedgang i ledigheden, der begyndte i 1. halvår 2013, har været bredt fordelt på køn og aldersgrupper. For 2015 som helhed lå den gennemsnitlige ledighed på 10,9 pct., hvor den i 2014 havde ligget på 11,6 pct. og i 2013 på 12 pct.

Mens ledigheden i euroområdet er faldet betragteligt siden medio 2013, ligger de bredere mål for mængden af ledig kapacitet på arbejdsstyrken – som tager højde for,



at der er folk, som ufrivilligt arbejder på deltid, eller som har trukket sig ud af arbejdsmarkedet – fortsat højt. Der er i øjeblikket over 7 mio. mennesker, som ufrivilligt arbejder på deltid, fordi de ikke kan få fuldtidsbeskæftigelse, og ca. 7 mio., som har opgivet at søge efter arbejde (og derfor har forladt arbejdsmarkedet), så der er stadig betydelig ledig kapacitet på arbejdsmarkedet i euroområdet.

## Boks 4

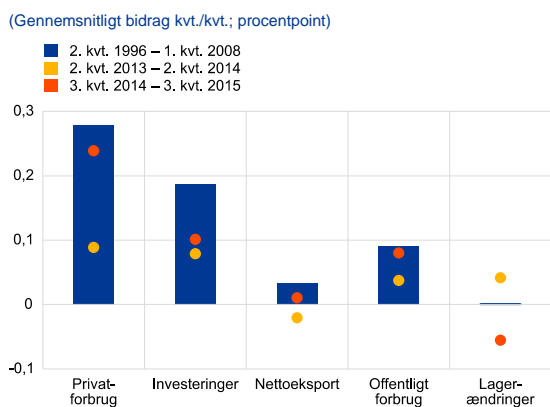
### Privatforbrugets rolle i den økonomiske genopretning

Den økonomiske genopretning i euroområdet har først og fremmest været drevet af privatforbruget. I en situation med svage investeringer, finanspolitisk konsolidering og moderat vækst i handlen er det private forbrug steget støt siden begyndelsen af 2013. I de fire kvartaler frem til 3. kvartal 2015 nærmede dets bidrag til BNP-væksten sig niveauet fra før krisen, hvilket ikke var tilfældet for investeringerne (se figur A).

Den seneste tids vækst i forbruget er gået hånd i hånd med en støt forbedring af arbejdsmarkedet. Den stigende forbrugertillid siden begyndelsen af 2013 afspejler solid vækst i den disponible realindkomst som følge af en positiv udvikling på arbejdsmarkedet (se figur B). Ledigheden er faldet med 1,6 procentpoint i perioden, men ligger stadig et godt stykke over lavpunktet fra før krisen (3,3 procentpoint højere i 4. kvartal 2015 end i 1. kvartal 2008). Hvad angår de enkelte eurolande, har den seneste tids forbrugsvækst været forholdsvis høj i de lande, hvor der er sket en kraftig forbedring af arbejdsmarkedet. Navnlig i Spanien, Irland og Portugal har fremgangen på arbejdsmarkedet været bemærkelsesværdig, og samtidig er den disponible indkomst og forbruget steget betydeligt.

**Figur A**

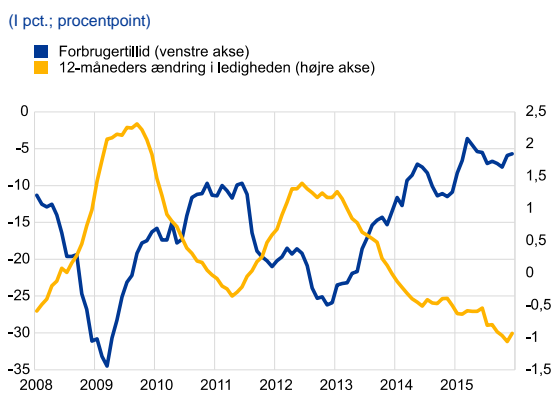
Gennemsnitlige kvartalsvise bidrag til BNP-væksten fra hovedkomponenterne i BNP



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

**Figur B**

Forbrugertillid og ændring i ledigheden



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

De lavere energipriser har også spillet en ikke uvæsentlig rolle i forhold til den seneste tids stigende forbrug. Siden begyndelsen af 2013 er husholdningernes købekraft, målt ved deres disponible realindkomst, steget med omkring 3 pct. Ca. en tredjedel af stigningen skyldes lavere energipriser.<sup>6</sup>

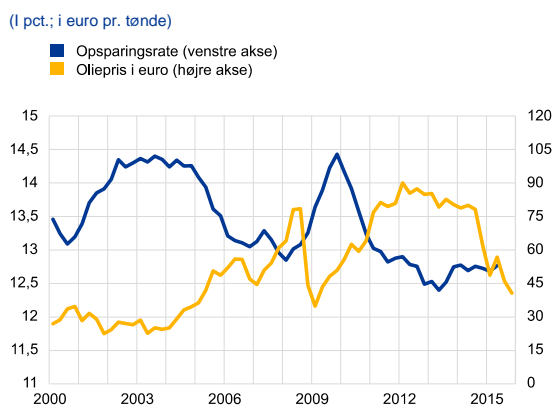
<sup>6</sup> Se også "An assessment of recent euro area consumption growth", *Economic Bulletin*, 7/2015, ECB.

Den øgede købekraft som følge af de lavere energipriser synes dog at have haft en usædvanlig stærk effekt på forbruget under den igangværende økonomiske genopretning. Når den disponible realindkomst øges på grund af faldende råvarepriser, lægges en del af gevinsten typisk til side i nogle kvartaler. Faktisk vokser opsparingsraten gerne, når olieprisen falder, mens den mindskes efter en stigning. Det sås også under den finansielle krise, hvor dykkende oliepriser ledsagedes af en betydelig stigning i opsparingsraten (se figur C). I modsætning hertil har opsparingsraten været nogenlunde stabil i de seneste kvartaler.

Den afdæmpede vækst i opsparingsraten i forbindelse med energiprisfaldet afspejler opbygningen af et forbrugsefterslæb. Således faldt efterspørgslen efter varige forbrugsgoder kraftigere end efterspørgslen efter ikke-varige forbrugsgoder og tjenesteydelser i forbindelse med krisen (se figur D). Der er ofte en tilbageholdt efterspørgsel efter varige forbrugsgoder i umiddelbar forlængelse af en recession, idet forbrugerne har tøvet med at købe som følge af den økonomiske usikkerhed. Jo længere husholdningerne udskyder deres køb af varige forbrugsgoder, desto stærkere bliver både lysten til og behovet for at udskifte dem, når den økonomiske genopretning sætter ind. Den tilbageholdte efterspørgsel kan således sætte yderligere skub i økonomien lige efter en lavkonjunktur.

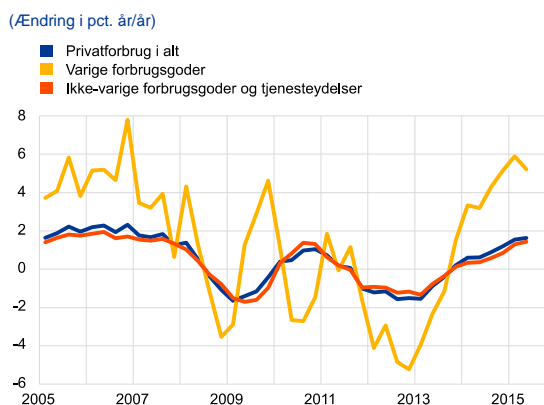
Den seneste tids stigning i anskaffelsen af varige forbrugsgoder kan dermed skyldes et behov, som er opbygget i kriseårene (se figur D). Fra 2007 til 2013 faldt de varige forbrugsgoders andel af det samlede forbrug i euroområdet som helhed. Faldet var klart stærkest i de lande, som blev værst ramt af krisen. Omvendt er de varige forbrugsgoders andel af det samlede forbrug siden 2013 steget kraftigere i disse lande. Fremadrettet må den opadrettede effekt af det opsparede behov på forbrugsvæksten forventes at forsvinde, når husholdningerne har fået udskiftet deres varige forbrugsgoder.

**Figur C**  
Opsparingsraten og prisen på råolie



Kilder: Eurostat og IMF.  
Anm.: Opsparingsraten er bruttoopsparingen hos husholdninger og non-profit institutioner rettet mod husholdninger i forhold til den årlige glidende sum af deres disponible bruttoindkomst.

**Figur D**  
Forbrug af varige og ikke-varige forbrugsgoder samt tjenesteydelser i euroområdet



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.  
Anm.: Da Eurostat kun offentliggør en fordeling af det private forbrug på varige og ikke-varige forbrugsgoder for nogle eurolande, er de samlede tal for euroområdet beregnet tilnærmelsesvis på grundlag af observationer for 17 lande (dvs. alle eurolande undtagen Belgien og Irland). Den seneste observation vedrører 2. kvartal 2015.

Eftersom størstedelen af stigningen i realindkomsten synes at kunne tilskrives den positive udvikling på arbejdsmarkedet, vil forbruget vise sig at være robust, for så vidt arbejdsmarkedet fortsat forbedres. Selv når virkningen af de lavere oliepriser og forbrugsefterslæbet for varige

forbrugsgoder ophører, vil en yderligere forbedring af arbejdsmarkedet stadig understøtte fremgangen i privatforbruget.

---

## 1.4 Udviklingen i priser og omkostninger

Den samlede inflation i euroområdet, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks HICP, var meget lav eller endog negativ i hele 2015, hvilket skal ses i lyset af de fortsat lave råvarepriser. HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi steg i første omgang fra det historisk lave niveau i 1. halvår, men i 2. halvår lå den nogenlunde stabilt på ca. 0,9 pct.

### Den samlede inflation faldt yderligere i 2015

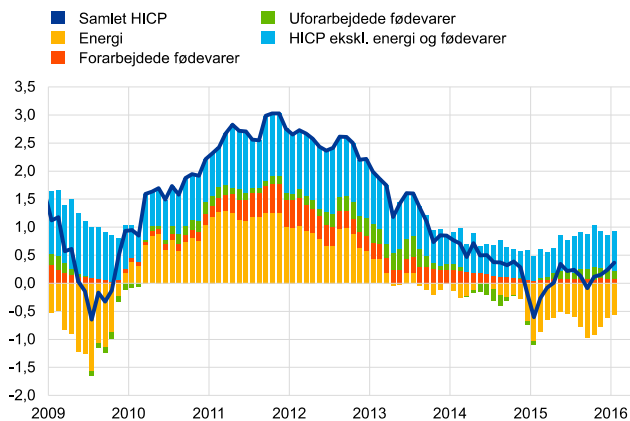
I 2015 var den samlede gennemsnitlige HICP-inflation i euroområdet 0,0 pct. mod 0,4 pct. i 2014 og 1,4 pct. i 2013. Udviklingen i HICP-inflationen var primært drevet af udviklingen i energipriserne (se figur 13). Den samlede inflation var negativ i to omgange – første gang i begyndelsen af 2015 og anden gang i efteråret. Mod slutningen af året var den samlede inflationen igen svagt positiv.

Den underliggende inflation, målt ved HICP ekskl. energi og fødevarer, steg fra det historisk lave niveau på 0,6 pct. i begyndelsen af 2015 (se boks 5). I 2. halvår lå den underliggende inflation overordnet stabilt på omkring 0,9 pct. med et gennemsnit for året på 0,8 pct. (se figur 14). Eksterne faktorer, herunder den forsinkede effekt af euroens appreciering indtil maj 2014 og den indirekte effekt af faldet i priserne på olie og andre råvarer, lagde hele året et nedadrettet pres på den underliggende HICP-inflation. På den indenlandske side bidrog den afdæmpede lønudvikling og virksomhedernes lave "pricing power" i et meget konkurrencepræget miljø også til den lave underliggende inflation.

**Figur 13**

HICP-inflation og bidrag fra de enkelte komponenter

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

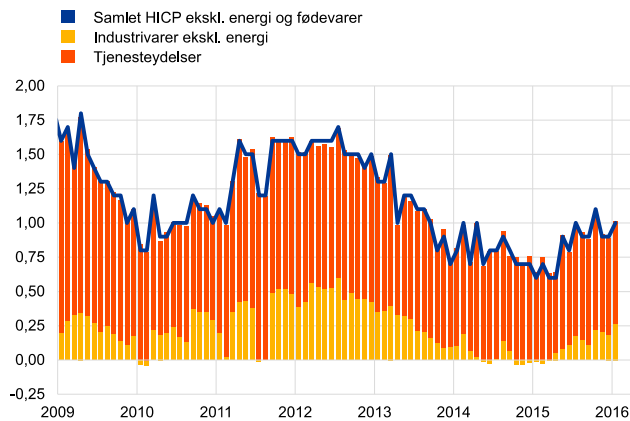


Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

**Figur 14**

HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer og bidrag fra de enkelte komponenter

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



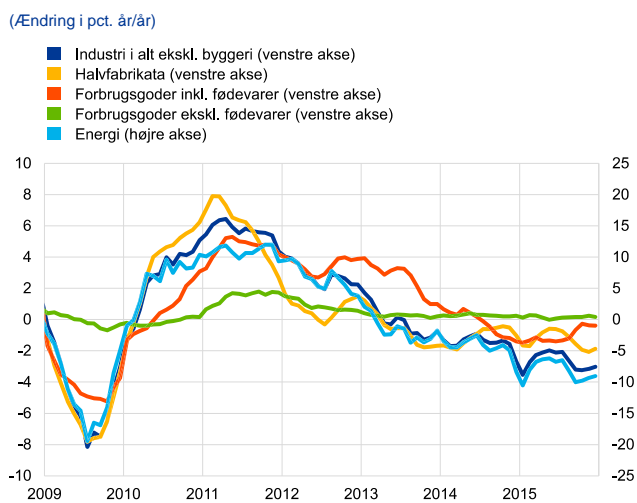
Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Hvis man ser nærmere på i hovedkomponenterne i HICP, viser det sig, at energikomponenten lagde et vedvarende nedadrettet pres på den samlede HICP-inflation i hele 2015. Prisstigningstakten for energi var negativ i alle måneder af 2015, hvilket primært skyldtes udviklingen i oliepriserne i euro.

Prisstigningstakten for fødevarer har været tiltagende siden begyndelsen af 2015, hvilket primært kan tilskrives uforarbejdede fødevarer. Den kraftige opgang i prisstigningstakten for uforarbejdede fødevarer i efteråret afspejlede den effekt, som det usædvanligt varme sommervejr havde på frugt- og grøntpriserne. Prisstigningstakten for forarbejdede fødevarer var nogenlunde stabil i løbet af året.

Den årlige vækst i priserne på industrivarer ekskl. energi steg fra de meget lave niveauer i 2014 og begyndelsen af 2015. Stigningen kunne især tilskrives priserne på varige forbrugsgoder og, i mindre grad, priserne på halvvarige forbrugsgoder, mens prisstigningstakten for ikke-varige forbrugsgoder var nogenlunde stabil. Stigningen afspejlede navnlig effekten af euroens depreciering siden maj 2014. Set over en længere periode blev prisstigningerne på industrivarer ekskl. energi holdt nede af det kraftige fald i priserne på højteknologiske varer, der er udsat for stærk konkurrence i detailhandelsleddet både nationalt og internationalt.

**Figur 15**  
Underkomponenter i producentpriserne i industrien



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

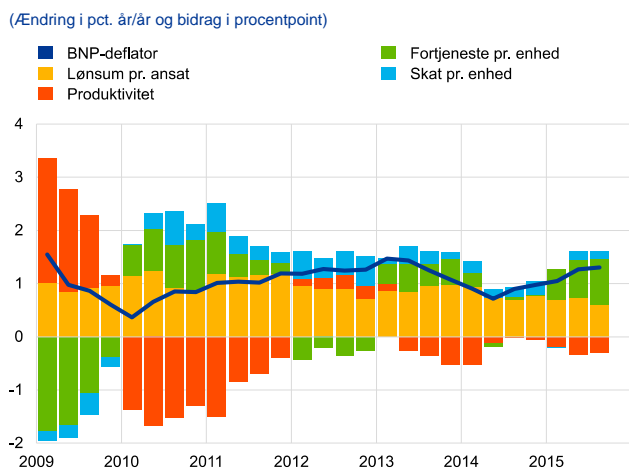
Importpriserne var hovedårsagen til det opadrettede prispres som følge af stigende inputpriser, der afspejlede euroens depreciering. Importpriserne på forbrugsvarer ekskl. fødevarer viste fortsat solid vækst hele året. Indenlandsk var presset på forbrugerpriserne for industrivarer ekskl. energi som følge af prisstigninger tidligere i værdikæden fortsat afdæmpet og var tydeligst i udviklingen i producentpriserne i forbrugsvarerindustrien ekskl. fødevarer, der lå lige over nul hele året. Producentpriserne på halvfabrikata samt priserne i euro på råolie og andre råvarer tyder på, at presset i de tidlige stadier i priskæden har været afdæmpet, hvilket primært kan tilskrives svage inputpriser på energi og råvarer ekskl. energi (se figur 15).

Prisstigningerne på tjenesteydelser var nogenlunde stabile inden for et interval på 1,0-1,3 pct. i 2015, hvilket afspejlede, at der fortsat var en betydelig ledig kapacitet på euroområdet produkt- og arbejdsmarkeder. Produkter, der indgår i komponenten tjenesteydelser i HICP, produceres ofte indenlandsk, hvilket betyder, at priserne på tjenesteydelser er tættere knyttet til udviklingen i den indenlandske efterspørgsel og lønomkostninger.

## Fortsat lavt indenlandsk omkostningspres

Det indenlandske omkostningspres, der skyldes lønomkostningerne, var fortsat afdæmpet i de første tre kvartaler af 2015 (se figur 16). Den betydelige ledige kapacitet i euroområdet økonomier og på arbejdsmarkederne begrænsede fortsat lønomkostningspresset og virksomhedernes "pricing power". Desuden har strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne i de senere år resulteret i en større løn- og prisfleksibilitet nedadtil i nogle eurolande. Lav inflation forbedrer alt andet lige lønningernes reelle købekraft, og det var også med til at begrænse lønpresset.

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Væksten i lønsum pr. ansat i euroområdet var 1,1 pct. (år til år) i 3. kvartal 2015, og gennemsnittet på 1,2 pct. for de tre første kvartaler af 2015 antyder, at der er sket et fald i forhold til 2014. Den årlige vækst i enhedslønomkostningerne forblev lav (mærkbart under 1 pct.). Det skyldtes primært aftagende vækst i lønsum pr. ansat, mens produktivitetsvæksten steg i begyndelsen af 1. halvår 2015, hvorefter den også faldt svagt.

Det indenlandske omkostningspres fra udviklingen i avancerne steg i 2015. Den årlige vækst i avancerne

(målt ved bruttooverskuddet af produktionen) fortsatte med at stige i de første tre kvartaler af 2015 som følge af den økonomiske fremgang, moderate lønomkostninger og forbedringer i bytteforholdet på grund af en svag udvikling i importpriserne. Det betød, at fortjenesten pr. produktionsenhed var den primære drivkraft bag stigningen i den årlige vækst i BNP-deflatoren i 2015.

## Inflationsforventningerne på langt sigt rettede sig

Konjunkturbarometrene og de markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne på langt sigt rettede sig efter at have nået et historisk lavt niveau i begyndelsen af 2015. Survey of Professional Forecasters for 4. kvartal 2015 viste, at inflationsforventningerne på 5-års sigt var 1,9 pct., mens inflationsforventningerne på langt sigt også var 1,9 pct. i Consensus Economics fra oktober 2015. De markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne på langt sigt var lavere end konjunkturbarometrene hele året. Forskellen kunne til dels tilskrives inflationsrisikopræmierne.

### Boks 5

#### Analyse af udviklingen i den underliggende inflation

---

Ultimo 2014 var spørgsmålet om, hvornår og i hvilket omfang inflationen ville vende, vigtigt i relation til de makroøkonomiske udsigter. I denne boks gennemgås udviklingen i forskellige mål for den underliggende inflation, dvs. de mere vedvarende inflationskomponenter i modsætning til de midlertidige inflationskomponenter,<sup>7</sup> og de signaler, de gav om et vendepunkt.<sup>8</sup>

Permanente delmål for den underliggende inflation udelukker forskellige midlertidige påvirkninger. Et udbredt mål er det harmoniserede forbrugerprisindeks HICP ekskl. energi og fødevarer, der udelukker den indbyggede volatilitet i energi- og fødevarerpriserne som følge af deres eksponering mod råvareprisstød, og, når det drejer sig om uforarbejdede fødevarer, vejret. Dette underindeks kan imidlertid stadig indeholde midlertidige påvirkninger. Et eksempel er kalendereffekter, der især har betydning i forbindelse med priser på rejserelaterede underkomponenter, eller underkomponenter, der påvirkes af sælsalg som fx beklædning og fodtøj. Et andet eksempel er engangsændringer i afgifter eller administrativt fastsatte priser, hvis indvirkning på prisniveauet forsvinder fra den årlige ændring efter et år.

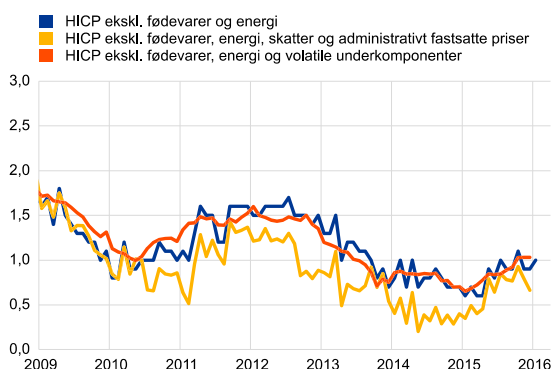
<sup>7</sup> Mål for den underliggende inflation bruges typisk på grund af deres evne til at spore inflationstendenser og/eller forudsige den samlede inflation. Se også boksen "Are sub-indices of the HICP measures of underlying inflation?", *Monthly Bulletin*, ECB, december 2013.

<sup>8</sup> Se også boksen "Has underlying inflation reached a turning point?", *Economic Bulletin*, 5/2015, ECB.

**Figur A**

Permanente delmål for den underliggende inflation

(Ændring i pct. år/år)

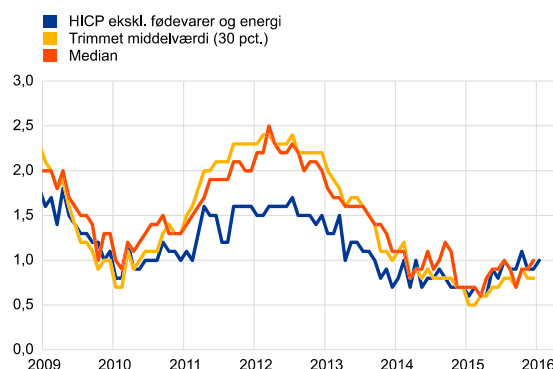


Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.  
Anm.: Volatile underkomponenter omfatter lufttransport, indkvartering, pakkerejser og beklædning og fodtøj.

**Figur B**

Statistiske delmål for den underliggende inflation

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

De forskellige delmål, som bygger på at ekskludere bestemte varegrupper, antydede, at vendepunktet indtraf på forskellige tidspunkter. Hvis man ser på udviklingen over de seneste to år, nåede HICP-inflationen ekskl. energi, fødevarer, skatter og administrativt fastsatte priser et lavpunkt i maj 2014. Men signalet om en mere vedvarende opadrettet tendens var uklart indtil årsskiftet 2014-15, hvor HICP ekskl. fødevarer og energi også nåede sit lavpunkt (se figur A). Målet for den underliggende inflation, der ud over energi og fødevarer også er ekskl. volatile, sæsonprægede underkomponenter, er meget jævner, og efter at denne indikator havde nået lavpunktet i november 2014, viste den relativt konsistent en stigning i 1. halvår 2015. Alle målene viste imidlertid et vist tab af momentum efter sommermånederne, hvilket skabte tvivl om, hvorvidt der rent faktisk var indtruffet et vendepunkt.

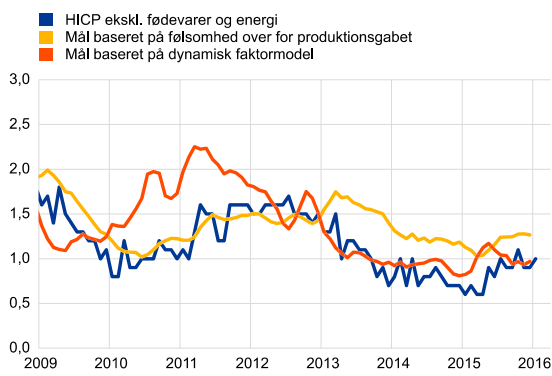
De statistiske delmål, som bygger på at udelade noget fra den samlede prisudvikling, sendte samme signal. I disse mål reduceres volatiliteten i HICP-inflationstallene ved at ekskludere underkomponenterne med den største og den mindste årlige ændring i hver måned. To eksempler på dette er den 30 pct. trimmede middelværdi<sup>9</sup> og den vægtede median. Den 30 pct. trimmede middelværdi steg efter at have nået lavpunktet i januar 2015, mens medianen nåede lavpunktet i marts 2015 (se figur B). Den opadrettede tendens i disse to mål var noget svagere end for de permanente delmål, som bygger på udeladelse.

<sup>9</sup> Den 30 pct. trimmede middelværdi har fået trimmet 15 pct. fra hver hale.

**Figur C**

Mål for den underliggende inflation baseret på økonometriske metoder

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: "Super-core"-indekset (den gule kurve; 3-måneders glidende gennemsnit) er udarbejdet ved hjælp af de underkomponenter i HICP ekskl. energi og fødevarer, hvor produktionsgab har forudsigelsesegenskaber i en "out-of-sample"-prognose. U2-core-indekset (den orange kurve) er baseret på en dynamisk faktormodel, hvor der anvendes detaljerede HICP-underkomponenter for 12 lande.

Mål for den underliggende inflation baseret på økonometriske metoder bekræftede signaler. Et af disse mål er baseret på en dynamisk faktormodel, der opfanger de fælles og vedvarende faktorer, som påvirker inflationsrater på tværs af lande og varegrupperne i HICP-indekset. Dette mål nåede sit lavpunkt i december 2014, steg betydeligt indtil maj 2015, men faldt så – ligesom medianen – i løbet af sommeren og var stabilt indtil slutningen af året (se figur C). Et andet mål bygger kun på de underkomponenter i HICP ekskl. fødevarer og energi, hvis udvikling tidligere har kunnet forklares af produktionsgab. Det bygger på det økonomiske ræsonnement, at det underliggende inflationspres bør stige, når den ledige kapacitet i økonomien falder. Målet baseret på følsomhed over for produktionsgab ser ud til at have nået sit vendepunkt i marts 2015.

Samlet gav indikationerne fra disse indikatorer i realtid anledning til en vis usikkerhed omkring vendepunktet for priserne og omfanget af den efterfølgende prisstigning. Et tilbageblik på de forskellige mål bekræfter, at den underliggende inflation steg sammenlignet med begyndelsen af 2015. Tabet af yderligere opadrettet momentum i 2. halvår tyder imidlertid på, at det stadig ikke kan endeligt fastslås, at vendepunktet er indtruffet.

## 1.5 Udviklingen i pengemængden og kreditgivningen

I en situation med afdæmpet inflation og lave pengepolitiske renter vedtog ECB yderligere ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Tre udviklingstendenser gjorde sig især gældende i 2015: Væksten i pengemængden var fortsat robust, kreditvæksten øgedes gradvis, men var stadig svag, og udlånsrenterne faldt betydeligt.

### Væksten i pengemængden var fortsat robust

I 2015 tiltog væksten i det brede pengemængdemål i årets begyndelse, hvorefter den fra april holdt sig på et robust niveau (se figur 17). I december 2015 lå den årlige vækst i M3 på 4,7 pct. sammenholdt med 3,8 pct. ultimo 2014. Navnlig to faktorer var afgørende for den monetære udvikling i euroområdet: i) den stærke vækst i det snævre pengemængdemål, M1, især dag til dag-indskud, som nød godt af de lave alternativomkostninger ved at besidde de mest likvide instrumenter, og ii) ECB's ekstraordinære tiltag, nærmere bestemt de målrettede langfristede

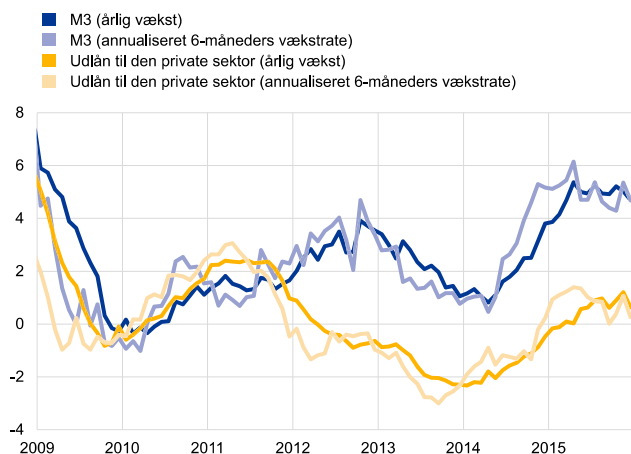


markedsoperationer (TLTRO'er), som blev annonceret i juni 2014, og det udvidede APP-opkøbsprogram, som blev annonceret i januar 2015.

**Figur 17**

### M3 og udlån til den private sektor

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



Kilde: ECB.

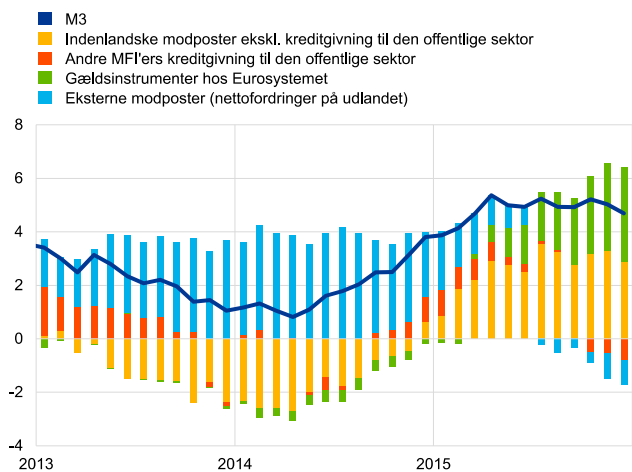
Hvad angår M3's hovedkomponenter, bidrog ECB's meget lave officielle renter og pengemarkedsrenterne til den kraftige vækst i det snævre pengemængdemål (M1), som lå på 10,7 pct. i december 2015 mod 8,1 pct. i december 2014. M1 var positivt påvirket af højere vækst i dag til dag-indskud hos både husholdninger og ikke-finansielle selskaber. De lave renter på mindre likvide monetære aktiver bidrog til den igangværende nedgang 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, blev positiv. Denne udvikling afspejlede navnlig en stigning i beholdningerne af andele i pengemarkedsforeninger, idet den forholdsmæssige forrentning af disse aktiver (sammenlignet med 1-månedes Euribor) var positiv.

### Væksten i pengemængden kom fra indenlandske kilder

En vurdering af M3's modposter (se figur 18) viser, at det først og fremmest var indenlandske kilder, der skabte vækst i pengemængden i 2015. I en situation med lave renter var udviklingen i M3 drevet af skift væk fra langfristede finansielle passiver og af voksende bidrag fra MFI'ernes kreditgivning. Den årlige ændring i MFI'ernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) hos den pengeholdende sektor aftog yderligere i årets løb, til -6,7 pct. i december mod -5,3 pct. ultimo 2014. Denne udvikling afspejlede den forholdsvis flade rentekurve, MFI'ernes udskiftning af langfristede gældsinstrumenter med TLTRO-midler, og Eurosystemets opkøb af dækkede obligationer via det tredje program til opkøb af dækkede obligationer. For så vidt at sælgerne af disse obligationer var ikke-MFI'er bosat i euroområdet, øgede det pengemængden.

**Figur 18**  
M3's modposter

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



Kilde: ECB.

Eurosystemets opkøb af statsobligationer i forbindelse med opkøbsprogrammet for aktiver udstedt af den offentlige sektor var en væsentlig kilde til pengeskabelsen (se figur 18, navnlig "Gældsinstrumenter hos Eurosystemet"). Hvad angår andre indenlandske modposter end kreditgivning til den offentlige sektor, tiltog kreditgivning til den private sektor, som var det, der især havde holdt væksten i pengemængden nede i de tidligere år, gradvis i 2015. Trods et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster mindskedes euroområdet MFI-sektors nettofordringer på udlandet (som modsvarer de nettopassiver over for udlandet hos euroområdet ikke-MFI'er, som afvikles via banker) i 2015. Disse har været en væsentlig kilde til vækst i pengemængden i tidligere år. Udviklingen afspejlede primært nettoudstrømning fra euroområdet porteføljer i forbindelse med APP, som også førte til en justering af porteføljerne i retning af investeringsinstrumenter udstedt uden for euroområdet.

### Kreditvæksten tiltog gradvis, men var fortsat svag

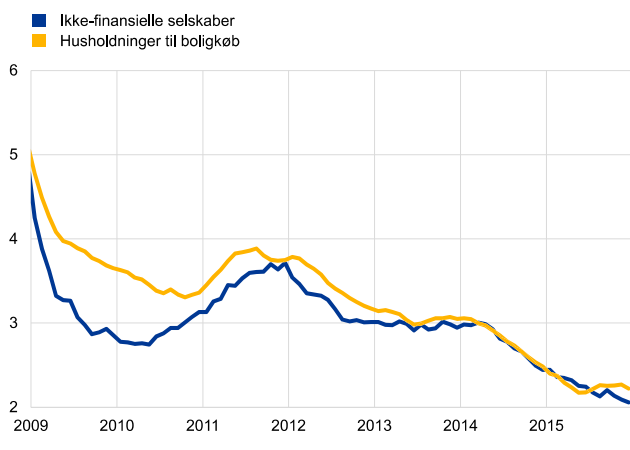
Den gradvise fremgang i kreditvæksten skyldtes udviklingen i långivningen til den private sektor (se figur 17). Den årlige vækst i MFI'ernes kreditgivning til residerer i euroområdet steg gennem hele 2015 og lå i december på 2,3 pct., hvor den i december 2014 havde ligget på -0,2 pct. Kreditgivningen blev betydeligt forbedret for både husholdninger og ikke-finansielle selskaber. Mens den årlige vækst i långivningen til husholdninger steg yderligere, blev den årlige vækst i långivningen til ikke-finansielle selskaber først positiv medio 2015. Forbedringen af kreditgivningen blev understøttet af markante fald i bankernes udlånsrenter. Disse blev hjulpet på vej af en yderligere reduktion af bankernes finansieringsomkostninger som følge af ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag.

Derudover, som ECB's udlånsundersøgelse viste, har ændringer i både kreditstandarderne og efterspørgslen efter lån bidraget til genopretningen i udlånsvæksten. Undersøgelsen viste, at det generelt lave renteniveau, et øget behov for finansiering af faste investeringer og 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. Trods fremgangen er udviklingen i långivningen fortsat svag som følge af bl.a. afdæmpede økonomiske forhold og konsolidering af bankernes balancer. Derudover er stramme låneforhold i nogle dele af euroområdet stadig med til at lægge en dæmper på långivningen.

**Figur 19**

Bankernes sammensatte udlånsrenter over for ikke-finansielle selskaber og husholdninger

(I pct. p.a.)



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.

## Bankernes udlånsrenter over for husholdninger og ikke-finansielle selskaber faldt markant

ECB's lempelige pengepolitik, styrkede balancer og mindre fragmentering på de finansielle markeder har generelt bidraget til et fald i bankernes sammensatte finansieringsomkostninger, som har stabiliseret sig på et niveau tæt på det laveste niveau nogensinde. Siden juni 2014 har bankerne ladet de faldende finansieringsomkostninger komme kunderne til gode via udlånsrenterne (se figur 19), der i 2. halvår 2015 nåede et historisk lavt niveau. Fra begyndelsen af juni 2014 til december 2015 faldt bankernes sammensatte udlånsrenter med ca. 87 basispoint for ikke-finansielle selskaber og ca. 69 basispoint for husholdninger. Desuden sås en fortsat harmonisering af bankernes udlånsrenter for både ikke-finansielle selskaber og husholdninger landene imellem.

## 1.6 Finanspolitik og strukturreformer

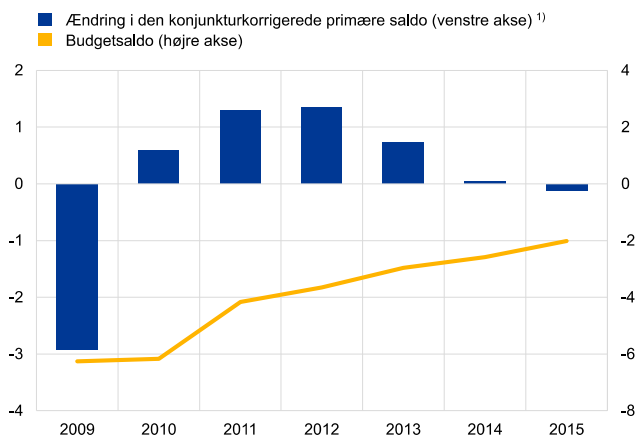
Euroområdet budgetunderskud fortsatte med at falde i 2015, hovedsagelig som følge af gunstige konjunkturforskel og lavere rentekomkostninger, mens euroområdet finanspolitik var stort set neutral. For første gang i otte år faldt den offentlige gæld som andel af BNP, men gælden ligger stadig på et højt niveau. Der kræves en yderligere finanspolitisk indsats for at sikre holdbare offentlige finanser. For at understøtte den økonomiske genopretning skal konsolideringen imidlertid være vækstvenlig. Hurtigere implementering af strukturreformer ville også gavne væksten. Tempoet var fortsat langsomt i 2015 trods indsatsen på EU-plan. Det er nødvendigt med øget fremdrift i gennemførelsen af reformer af rammerne for erhvervslivet og de lovgivningsmæssige rammer samt på produkt- og arbejdsmarkederne for at fremme konvergens hen imod dem, der klarer sig bedst, og at øge vækstpotentialet.

### Budgetunderskuddet fortsatte med at falde i 2015

Euroområdet budgetunderskud fortsatte med at falde i 2015, men i et langsommere tempo end året før (se figur 20). Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2015 faldt euroområdet offentlige budgetunderskud fra 2,6 pct. af BNP i 2014 til 2,0 pct. i 2015. Det er stort set i overensstemmelse med Europa-Kommissionens vinterprognose 2016. Det mindre underskud i 2015 kan hovedsagelig tilskrives gunstigere konjunkturforskel og lavere renteudgifter. Gevinsten fra lavere renteudgifter end oprindeligt budgetteret udgjorde for euroområdet ca. 0,2 pct. af BNP i 2015. Mange lande brugte en del af denne

**Figur 20****Budgetsaldo og finanspolitisk stramhedsgrad**

(I pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2015.

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

besparelse til at øge deres primære udgifter frem for at nedbringe gælden, som Ecofin-Rådet ellers havde anbefalet i sine landespecifikke henstillinger for 2015. I nogle få lande kunne den positive budgetudvikling også tilskrives udfasningen i 2015 af engangsfaktorer vedrørende bl.a. støtte til den finansielle sektor i 2014.

Ifølge fremskrivningen er den primære strukturelle saldo forværret en smule i 2015. Konsolideringstiltag, overvejende i form af indirekte skatteforhøjelser, blev mere end udlignet af de ekspansive finanspolitiske pakker, som en række lande indførte for at understøtte den økonomiske vækst og beskæftigelsen. Overordnet set resulterede det i en stort set neutral finanspolitisk stramhedsgrad i euroområdet i 2015, målt ved den konjunkturkorregerede primære saldo fra regnet statsstøtte til den finansielle sektor (se figur 20).

Flygtningestrømmenes umiddelbare budgetvirkning varierede betydeligt fra land til land, alt efter flygtningestrømmens størrelse i de enkelte lande, hvorvidt flygtningene blot passerede igennem et land, eller det var deres endelige destination, samt forskelle i berettigelse til sociale ydelser og lovbestemmelser om adgang til arbejdsmarkedet. I 2015 udgjorde budgetomkostningerne vedrørende flygtninge ca. 0,2 pct. af BNP i de lande, der var mest påvirket af flygtningestrømmene.<sup>10</sup>

### Yderligere konvergens mellem offentlige saldi

I forhold til krisens højdepunkt har alle eurolandene forbedret deres finanspolitiske position, primært som følge af omfattende strukturelle tilpasninger i 2010-13. Eurolandenes offentlige budgetsaldi nærmede sig hinanden yderligere, idet de fleste landes underskud nu ligger under referenceværdien på 3 pct. af BNP. Fremskridt med budgetkonsolideringen gav sig udslag i, at et stigende antal lande kom ud af proceduren for uforholdsmæssigt store underskud. I 2015 blev proceduren for uforholdsmæssigt store underskud ophævet for Malta. Endvidere forventes Irland og Slovenien at have korrigeret deres uforholdsmæssigt store underskud inden for fristen i 2015, og Cypern kan have korrigeret sit underskud et år før fristen i 2016. Portugal har sandsynligvis overskredet underskuds målet på 3 pct. i 2015 som følge af støtte til den finansielle sektor. I 2016 forventes Frankrig, Spanien og Grækenland fortsat at være underlagt proceduren for uforholdsmæssigt store underskud.

<sup>10</sup> Se boksen "A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx", *European Economic Forecast Autumn 2015*, Europa-Kommissionen.

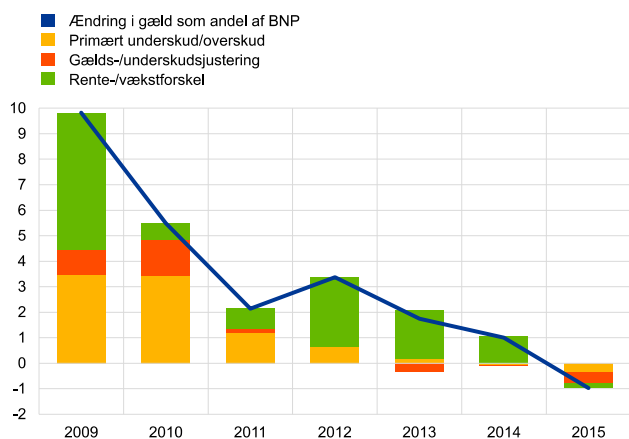
## Den offentlige gæld som andel af BNP begyndte at falde

Efter at have toppet i 2014 faldt den offentlige gæld i euroområdet (i pct. af BNP) for første gang siden finanskrisens udbrud. Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2015 udgjorde den offentlige gæld 91 pct. af BNP i 2015, mod 92 pct. i 2014, og nedgangen skyldtes en gunstig udvikling i spændet mellem rente og vækst og små overskud på den primære saldo (se figur 21). Desuden bidrog negative underskuds-/gældsjusteringer, som bl.a. afspejlede indtægter fra privatisering, til forbedringen. I nogle få lande steg gældsandelen imidlertid yderligere.

**Figur 21**

### Faktorer bag den offentlige gæld

(I pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2015.

Den offentlige gæld ligger dog stadig på et højt niveau i en række eurolande. I betragtning af de væsentlige langsigtede udfordringer som følge af en aldrende befolkning og stigende udgifter til sundheds- og langtidspleje er det så meget desto vigtigere at begrænse risiciene for gældens holdbarhed. Faktisk fremgår det af Europa-Kommissionens rapport fra 2015 om befolkningens aldring ("2015 Ageing Report"), at de samlede omkostninger til befolkningens aldring vil stige fra 26,8 pct. af BNP i 2013 til 28,3 pct. af BNP i 2060. Stigningen skyldes hovedsagelig demografiske faktorer, som forventes at medføre næsten en fordobling af ældreomsørgelsesbyrden, dvs. andelen af befolkningen, der er i aldersgruppen 65 og derover i forhold til befolkningen i den arbejdsdygtige alder (aldersgruppen 15-64), til over 50 pct. i 2060. For at sætte de aldersrelaterede omkostninger i perspektiv bemærkes det, at disse fremskrivninger er forbundet med

betydelige negative risici, da de til dels er baseret på meget gunstige underliggende økonomiske og befolkningsmæssige antagelser.<sup>11</sup> Europa-Kommissionen bekræftede i sin Fiscal Sustainability Report 2015, at der er betydelige risici vedrørende de offentlige finansers holdbarhed i en række eurolande på mellemlangt og langt sigt under antagelse af, at politikkerne ikke ændres yderligere. Endvidere understreger analysen, hvor vigtigt det er at overholde stabilitets- og vækstpagten fuldt ud med henblik på at stabilisere eller endda reducere gældskvoten i de lande, der i dag har et højt gælds niveau.

## Behov for yderligere finanspolitisk indsats i flere lande

I løbet af 2015 måtte en række lande tackle udfordringen med nøje at tilpasse deres finanspolitiske stramhedsgrad for at finde balancen mellem at nedbringe deres høje gælds niveauer og undgå at lægge hindringer i vejen for den økonomiske genopretning og samtidig efterleve kravene i stabilitets- og vækstpagten fuldt ud. For

<sup>11</sup> Se boksen "The 2015 Ageing Report: how costly will ageing in Europe be?", *Economic Bulletin*, 4/2015, ECB.

flere eurolande blev der konstateret store konsolideringsgab i forhold til kravene i stabilitets- og vækstpagten i 2015 og fremadrettet, hvilket kræver en yderligere finanspolitisk indsats. Den 17. november 2015 offentliggjorde Europa-Kommissionen sin vurdering af budgetudkastene for 2016 i forhold til kravene i stabilitets- og vækstpagten.<sup>12</sup> Kommissionen fandt, at kun fem (Tyskland, Estland, Luxembourg, Holland og Slovakiet) ud af 16 budgetudkast overholdt stabilitets- og vækstpagten fuldt ud. Syv landes budgetudkast (Belgien, Irland, Frankrig, Letland, Malta, Slovenien og Finland) overholdt "stort set" pagtens krav efter Kommissionens vurdering, idet de sandsynligvis ville nå de samlede underskudsmål, mens den forventede strukturelle indsats ikke ville opfylde kravene, og for fire lande (Spanien, Italien, Litauen og Østrig) var der "risiko for manglende overholdelse" af stabilitets- og vækstpagten.

Den 23. november opfordrede Eurogruppen kraftigt de lande, hvor der var risiko for manglende overholdelse, til at indføre de yderligere foranstaltninger, der var nødvendige for at imødegå de risici, som Kommissionen havde konstateret.

Det er vigtigt, at budgetkonsolideringen er vækstvenlig. På udgiftssiden er gennemgang af udgifterne en lovende mulighed for at identificere ydelser, der ikke nødvendigvis medfører øget velfærd. På indtægtssiden er et mere vækstvenligt skattesystem og begrænsning af skatteunddragelse vigtige reformområder i en række lande. Navnlig reduktion af skatteken for arbejde kan have positive effekter på vækst og beskæftigelse.

## Fortsat langsomme fremskridt med implementeringen af strukturreformer i 2015

Mens den økonomiske genopretning varierede i styrke eurolandene imellem, var indsatsen for at understøtte udbudssiden og øge den økonomiske modstandskraft generelt begrænset i 2015. Det gik stadig langsomt med at gennemføre strukturreformer ligesom i 2014. Det var tilfældet trods ændringerne i det europæiske semester 2015, som havde til formål at fremme ejerskab af reformer og understøtte gennemførelsesindsatsen. På tværs af politikområderne fokuserede indsatsen på at styrke rammebetingelserne (navnlig ved at forbedre rammerne for konkurs), gøre aktive arbejdsmarkedspolitikker mere effektive og reducere skatteken for arbejde. Der blev gjort mindre for at mindske beskyttelsen og fremme konkurrencen i beskyttede servicesektorer, forbedre den offentlige forvaltning og øge lønfleksibiliteten.

Tabel 1 viser fremskridtene med efterlevelsen af de landespecifikke henstillinger for 2015. Det fremgår, at der kun er gjort begrænsede fremskridt med implementeringen af mange af henstillingerne. Blandt eurolandene var implementeringen særligt svag, med begrænsede fremskridt inden for de fleste områder, i Tyskland, Litauen, Luxembourg, Holland, Østrig og Slovakiet. Blandt de eurolande, som, ifølge

<sup>12</sup> En analyse af Kommissionens vurdering findes i boksen "[Review of draft budgetary plans for 2016](#)", *Economic Bulletin*, 8/2015, ECB.






Kommissionens vurdering i 2015, havde uforholdsmæssigt store ubalancer, gik implementeringen noget hurtigere i Italien end i Portugal og Frankrig.

**Tabel 1**

Europa-Kommissionens vurdering af gennemførelsen af landespecifikke henstillinger fra 2015

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

	= fuldt gennemført
	= gennemført i betydelig grad
	= gennemført i en vis grad
	= gennemført i begrænset grad
	= ikke gennemført

Kilde: Europa-Kommissionen, landerapporter 2016.

Anm.: Følgende kategorier anvendes i vurderingen af fremskridt med de landespecifikke henstillinger for 2015: Ikke gennemført: medlemslandet har hverken annonceret eller vedtaget tiltag til at imødekomme henstillingen. Denne kategori finder også anvendelse, hvis et medlemsland har bestilt en undersøgelse med henblik på vurdering af eventuelle tiltag. Gennemført i begrænset grad: medlemslandet har annonceret visse tiltag til at imødekomme henstillingen, men tiltagene forekommer utilstrækkelige, og/eller deres vedtagelse/implementering er tvivlsom. Gennemført i en vis grad: medlemslandet har annonceret eller vedtaget tiltag til at imødekomme henstillingen. Tiltagene er lovende, men ikke alle er implementeret endnu, og det er ikke i alle tilfælde sikkert, at de bliver det. Gennemført i betydelig grad: medlemslandet har vedtaget tiltag, og de fleste er implementeret. Disse tiltag imødekommer henstillingen langt hen ad vejen. Fuldt gennemført: medlemslandet har vedtaget og implementeret tiltag, der imødekommer henstillingen hensigtsmæssigt. De grå felter vedrører reformer relateret til overholdelsen af stabilitets- og vækstpagten, som ikke blev vurderet i landerapporterne. Cypern og Grækenland indgik ikke i det europæiske semester i 2015, fordi de var i gang med makroøkonomiske tilpasningsprogrammer og derfor ikke medtog landespecifikke henstillinger.

## Stærkere implementering af strukturreformer er nødvendig for vedvarende at fremme BNP-væksten

Eftersom det er gået langsomt med at implementere reformer, halter nogle eurolande stadig betydeligt bagud i forhold til de lande, der klarer sig bedst, hvad angår strukturer, som øger modstandskraften og påvirker vækstudsigterne på langt sigt. Det gælder rammerne for erhvervslivet og de lovgivningsmæssige rammer samt produkt- og arbejdsmarkedene. Disse forskelle understreger, at der er et potentiale, som kan udnyttes ved at implementere strukturreformer. Da mange økonomier stadig er et stykke vej fra bedste praksis, kan strukturreformer give store gevinster. Ifølge World Bank Groups publikation "Doing Business" er der kun ét euroland blandt de 10 bedste lande. Opbremsningen i implementeringen af reformer i 2014 og 2015 understreger behovet for en stærkere tilskyndelse til at øge reformindsatsen for at understøtte konjunkturgenopretningen og øge vækstpotentialet. En øget reformindsats kan underbygges af stærkere styring af strukturreformerne og stærkere tilsagn blandt eurolandene om at udnytte de aktuelle lavrentemiljø til at indføre reelle strukturændringer i deres respektive økonomier.

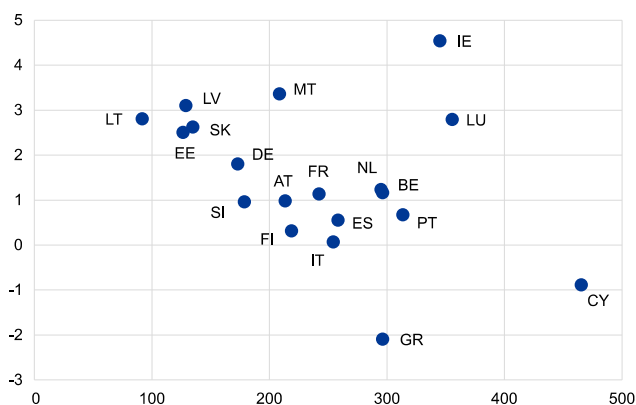
Lav produktivitetsvækst, høj ledighed og i nogle lande udprægede ubalancer i beholdninger, fx et højt gælds niveau og negative udenlandske nettoaktiver, udgør risici for en holdbar økonomisk genopretning og kræver politiske initiativer (se fx figur 22). Tilgængelige estimater fra forskellige internationale institutioner (fx Europa-Kommissionen, IMF og OECD) tyder på, at væksten i total faktorproduktivitet vil være under 1 pct. i de næste 3-5 år i de fleste eurolande. Hvis strukturreformerne er



troværdige, omhyggeligt udvalgt og godt udformede, kan de hurtigt have en mærkbar positiv effekt (fx ved at øge tilliden) og dermed understøtte genopretningen.<sup>13</sup> I mange lande er der stadig behov for reformer på produkt- og arbejdsmarkedene samt vedrørende erhvervsliv og lovgivning.

**Figur 22**  
Gennemsnitlig potentiel vækst i forhold til offentlig og privat gæld

(X-aksen: konsolideret gæld i den offentlige og private sektor, 2. kv. 2015, i pct. af BNP; y-aksen: gennemsnitlig potentiel produktionsvækst, 2016-17)



Kilder: Eurostat og Europa-Kommissionen.

Tidligere erfaringer viser, at der er varierende udfordringer med hensyn til gennemførelse af reformer alt efter politikområde. Det kan være en af grundene til, at gennemførelsen af produktmarkedsreformer går langsommere end reformer på andre områder, fx arbejdsmarkedet. Reforme af produktmarkederne, som gør det nemmere at få adgang til beskyttede sektorer, kan imidlertid bidrage betydeligt til at forbedre justeringskapaciteten i euroområdet. Der er behov for vidtrækkende reformer for at øge konkurrencen i regulerede erhverv i detailhandlen og forsyningsbrancher, eftersom det er nødvendigt med åbne og konkurrenceprægede markeder for at fremme en effektiv fordeling af ressourcer og sætte gang i investeringerne, der fortsat ligger på et meget lavt niveau. Højere investeringsniveauer og en mere effektiv fordeling af ressourcer kan også fremmes ved at begrænse bureaukratiet for erhvervslivet, gøre

retssystemet mere effektivt, forbedre lovgivningsmiljøet og styrke rammerne for konkurs og afviklingsværktøjerne. Desuden er der stadig betydelige forskelle mellem eurolandene, hvad angår arbejdsmarkedets funktion. Der skal fortsat indføres politikker, der har til formål at forbedre kvaliteten af den udbudte arbejdskraft og gøre det nemmere at gå fra ledighed eller inaktivitet til beskæftigelse, og justeringer af lovgivningen på arbejdsområdet skal sikre en bedre balance mellem fleksibilitet og sikkerhed.<sup>14</sup>

Efter offentliggørelsen af de fem formænds rapport er der taget skridt til at øge gennemførelsen af reformer og fremme ejerskab af reformerne. Navnlig har Kommissionen udstedt en henstilling med henblik på Rådets henstilling om oprettelse af nationale konkurrenceevneråd i euroområdet. Disse råd kan fremme forståelsen af, hvilke faktorer der har betydning for konkurrencesituationen i hvert enkelt land og på tværs af eurolandene. Deres rolle og påvirkning, når det gælder om at sætte skub i reformindsatsen, er dog betinget af deres uafhængighed og mandat.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Se D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan og D. Muir, "Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth", *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, IMF, 2013, som viser den positive udvikling i BNP på kort sigt for euroområdet.

<sup>14</sup> Se artiklen "Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts", *Economic Bulletin*, 2/2015, ECB.

<sup>15</sup> Se meddelelse fra Europa-Kommissionen "om skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union", 21. oktober 2015, samt boksen "The creation of competitiveness boards in the context of striving towards a genuine economic union", *Economic Bulletin*, 8/2015, ECB.



## 2 Pengepolitik i krævende tider

### 2.1 Inflationsudsigterne gjorde det nødvendigt for ECB at tage yderligere målrettede skridt

I begyndelsen af januar 2015 foretog Styrelsesrådet en grundig revurdering af udsigterne for prisudviklingen og af virkningen af de stimulerende pengepolitiske foranstaltninger, som var gennemført siden medio 2014. Inflationsudviklingen vedblev at være svagere end forventet, der var stadig en betydelig ledig kapacitet i økonomien, og udviklingen i pengemængden og kreditgivning var fortsat afdæmpet. Som følge af disse forhold var de markedsbaserede mål for inflationsforventningerne over forskellige tidshorisonter faldet, og de fleste indikatorer for den faktiske eller forventede inflation var enten historisk lave eller tæt på at være det. Styrelsesrådet stod dermed over for en forhøjet risiko for en alt for lang periode med lav – og måske endda negativ – inflation. De pengepolitiske tiltag, som var på plads – navnlig de målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er), programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP), det tredje program til opkøb af dækkede obligationer (CBPP3) samt den tidligere indførte forward guidance – havde allerede et tilfredsstillende gennemslag, og den private sektors låneomkostninger var begyndt at falde betydeligt i sommermånederne. Det voksende gab mellem realiseret og forventet inflation på den ene side og det inflationsniveau, som Styrelsesrådet mente var passende i forhold til dets mål på mellemlangt sigt, på den anden side betød dog, at den kvantitative effekt af disse tiltag på Eurosystemets balance og dermed på pengepolitikken blev anset for utilstrækkelig til at sikre, at inflationen på mellemlangt sigt vendte tilbage til et niveau, som lå tættere på 2 pct. Der var derfor brug for virkningsfulde pengepolitiske foranstaltninger.

Da de officielle renter var tæt på deres effektive nedre grænse, besluttede Styrelsesrådet den 22. januar at udvide det opkøbsprogram (APP), der var blevet iværksat i oktober 2014, til også at omfatte "investment-grade" obligationer i euro udstedt af stater og agencies i euroområdet samt europæiske institutioner. De samlede månedlige opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige og private sektor under det udvidede APP ville beløbe sig til 60 mia. euro. Eurosystemets opkøb på det sekundære marked af aktiver udstedt af den offentlige sektor begyndte i marts 2015, og planen var, at de skulle fortsætte i hvert fald til og med september 2016, og under alle omstændigheder indtil Styrelsesrådet kunne konstatere en vedvarende justering af inflationsudviklingen, som var i overensstemmelse med dets mål om at opnå en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Desuden blev det besluttet at ændre prissætningen i de seks resterende TLTRO'er og fjerne det spænd på 10 basispoint i forhold til renten ved de primære markedsoperationer, som der havde været i de to første TLTRO'er.

APP og TLTRO'erne gav sammen med den negative rente på indlånsfaciliteten mærkbare resultater, navnlig i form af en forbedring af finansieringsforholdene for virksomheder – herunder også de små og mellemstore – og husholdninger (se kapitel 1, afsnit 1.2). Ved at gøre kredit billigere har disse tiltag stimuleret

efterspørgslen efter kredit. Ved at mindske det risikokorrigerede afkast, som bankerne kan opnå på værdipapirer, har de tilskyndet bankerne til at sprede deres engagementer i retning af lån, hvilket har fremmet kreditgivningen. Forbruget har derfor været mere robust, end det ellers ville have været, hvilket har ført til højere vækst i realt BNP og højere inflation (se boks 6).

Takket være den kraftigere pengepolitiske stimulus, øget tillid og de lave energiprisers positive virkning på den disponible indkomst styrkedes den økonomiske genopretning i 1. halvår. Inflationsforventningerne rettede sig betragteligt i forhold til lavpunkterne i måneden inden januarbeslutningen.

Fra juni og i det meste af 3. kvartal forværredes finansieringsforholdene og tillidsindikatorerne imidlertid igen, i en periode som følge af øget finansiel volatilitet i forbindelse med de vanskelige forhandlinger vedrørende den makroøkonomiske hjælpepakke til Grækenland, men primært på grund af voksende og vedvarende bekymring for den globale økonomi. Den faldende tillid havde sammen med svag ekstern efterspørgsel en afdæmpende effekt på genopretningen, som aftog i 3. kvartal. Samtidig bremsede en fornyet nedadrettet tendens i den udefrakommende inflation – kombineret med lavkonjunktur i en række vigtige vækstøkonomier – den proces, hvorved inflationen langsomt steg og kunne forventes at nå et normalt niveau på mellemlangt sigt.

**Tabel 2**  
Udviklingen i ECB's/Eurosystemets egne  
makroøkonomiske fremskrivninger

(Ændring i pct. år/år)

Fremskrivninger/ Horisont	Realt BNP			HICP		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
December 2014	1,0	1,5		0,7	1,3	
Marts 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
Juni 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
September 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
December 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6

Kilde: Eurosystemet.

Alt i alt førte udviklingen i sommeren 2015 til en markant nedjustering af udsigterne for vækst og inflation i grundscenariet i de fremskrivninger, som ECB's og Eurosystemets stab udarbejdede (se tabel 2). Vurderingen var også, at de nedadrettede risici var øget, navnlig på grund af usikkerheden om den globale økonomi samt den stigende volatilitet på finans-, valuta- og råvaremarkederne. Styrelsesrådet fulgte udviklingen nøje og holdt ikke mindst øje med, hvad prisjusteringerne på de finansielle markeder betød for pengepolitikens stramhedsgrad. Styrelsesrådet vurderede dog, at usikkerheden var så stor, at der ikke var et tilstrækkeligt robust grundlag for

at beslutte, om yderligere lempelser var nødvendige. På det pengepolitiske møde i oktober meddelte Styrelsesrådet derfor, at det ville gennemføre en grundig analyse af styrken og varigheden af de faktorer, der hindrede inflationen i igen at nå op på et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, og på sit næste pengepolitiske møde i december ville revurdere pengepolitikens grad af lempelighed og effekten og tilstrækkeligheden af de pengepolitiske instrumenter, der var taget i brug. Udmeldingen efter oktobermødet affødte en kraftig reaktion på markederne, og finansieringsforholdene vendte tilbage til det mere stimulerende niveau fra begyndelsen af 2015, hvor opkøbene under det udvidede APP begyndte.

I sidste ende valgte Styrelsesrådet på sit møde i begyndelsen af december at justere pengepolitikens grad af lempelighed af hensyn til målet om prisstabilitet. Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2015, der i

nogen grad indregnede den gunstige udvikling på finansmarkederne i kølvandet på det pengepolitiske møde i oktober, indikerede, at der sandsynligvis ville gå længere tid end forventet tidligere på året, før inflationen nåede op på et niveau, som Styrelsesrådet anså for at være tilstrækkeligt tæt på 2 pct., og at de nedadrettede risici for inflationsudsigterne dermed var tiltaget. Selv om svage råvarepriser bidrog til den lave inflation, forventedes den betydelige ledige kapacitet i økonomien og de ugunstige eksterne forhold fortsat at ville dæmpe det indenlandske prispres. Der var således behov for yderligere pengepolitiske foranstaltninger for at afværge anden runde-effekter og sikre, at inflationen igen ville stige til et niveau under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

På mødet i december besluttede Styrelsesrådet at: i) nedsætte renten på indlånsfaciliteten med 10 basispoints til -0,30 pct., mens renten ved de primære markedsoperationer og den marginale udlånsfacilitet blev fastholdt på henholdsvis 0,05 pct. og 0,30 pct., ii) forlænge APP, så de månedlige opkøb for 60 mia. euro fortsætter til udgangen af marts 2017, eller om nødvendigt endnu længere, og i hvert fald indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende ændring i inflationsudviklingen, som svarer til dets målsætning om en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, iii) geninvestere afdragene på hovedstolen på de værdipapirer, som købes inden for APP, efterhånden som de forfalder, så længe det er nødvendigt, iv) medtage omsættelige gældsinstrumenter i euro udstedt af regionale og lokale regeringer i euroområdet på listen over aktiver, der er godkendt til opkøb af de respektive nationale centralbanker, og v) fortsætte med at udføre primære og 3-måneders langfristede markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt og i hvert fald indtil udgangen af den sidste reservekravsperiode i 2017.

Hensigten med de nye foranstaltninger var at sikre lempelige finansielle forhold og yderligere styrke den betydelige lempende effekt af de foranstaltninger, der var truffet siden juni 2014. De forventedes også at give den økonomiske genopretning i euroområdet fornyet momentum og gøre det mere modstandsdygtigt over for globale økonomiske stød.

Navnlig forlængelsen af Eurosystemets nettoopkøb inden for APP til udgangen af marts 2017 og beslutningen om at geninvestere afdragene på hovedstolen på værdipapirer, efterhånden som de forfalder, så længe det er nødvendigt, forventes at tilføre ca. 680 mia. euro i likviditet i 2019 sammenlignet med den tidligere politik. Det vil styrke ECB's forward guidance med hensyn til renter og vil sikre, at likviditetsforholdene fortsat er meget gunstige på langt sigt.

Styrelsesrådet overvåger løbende de økonomiske og finansielle forhold. Styrelsesrådet har gjort det klart, at hvis forholdene ændrer sig på en måde, som gør det nødvendigt at reagere igen for at opretholde tilpas lempelige monetære forhold, er det parat og i stand til at handle ved at benytte alle de værktøjer, det har til rådighed inden for sit mandat, for at sikre, at inflationsmålet nås uden forsinkelse. Især blev det fremhævet, at APP er et fleksibelt program, så dets størrelse, sammensætning og varighed kan tilpasses efter behov.

## Boks 6

### Gennemslaget fra de pengepolitiske foranstaltninger til de finansielle markeder og realøkonomien

---

De pengepolitiske foranstaltninger, der er gennemført siden juni 2014, har haft et markant gennemslag til euroområdet økonomi.<sup>16</sup> De stimulerende tiltag har ført til en betydelig lempelse af låneforholdene i økonomien og har været en væsentlig faktor bag den økonomiske genopretning i euroområdet, da de har været med til at bremse den negative prisudvikling og bringe inflationen nærmere et niveau under, men tæt på 2 pct. I denne boks sammenfattes evidensen vedrørende gennemslaget fra ECB's tiltag.<sup>17</sup>

En række transmissionskanaler er i spil.<sup>18</sup> For det første har de ekstraordinære tiltag forbedret låneforholdene i den ikke-finansielle private sektor ved at lempe bankernes refinansieringsforhold og fremme långivning, hvilket har tilskyndet til låntagning til investering og forbrug (det direkte gennemslag). For det andet er renten på en bred vifte af aktiver faldet, hvorved den stimulerende effekt har spredt sig til andre dele af økonomien (transmissionen via justering af porteføljer). For det tredje har brugen af ekstraordinære tiltag, navnlig dem, der har en betydelig effekt på centralbankens balance, understreget, at ECB tager målet om prisstabilitet alvorligt (signalværdien).

#### Effekt på toneangivende finansielle aktiver

Effekten på de finansielle markeder af de tiltag, der er annonceret siden juni 2014, er første led i transmissionskæden fra pengepolitikken til realøkonomien og i sidste ende inflationen<sup>19</sup>. De målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'erne) og opkøbsprogrammet (APP) har sammen med den negative rente på indlånsfaciliteten medført en betragtelig lempelse på store dele af de finansielle markeder. Først og fremmest er statsobligationsrenterne blevet holdt nede af værdipapiropkøb og via porteføljusteringskanalen ECB's opkøb har sammen med forward guidance bidraget til at reducere den gennemsnitlige varighedsrisiko på den private sektors portefølje, hvilket har betydet, at den pris, som investorer kræver for langfristet långivning – løbetidspræmien – er faldet. Desuden har en afsmittende virkning på renten på aktiver, som ikke opkøbes, såsom finansielle og ikke-finansielle erhvervsobligationer, medført en markant indsnævring af kreditspændene i samme periode. Kombineret med lavere diskonteringsratser som følge af faldende obligationsrenter har de afsmittende virkninger også været med til at løfte aktiekurserne. Forventningerne om, annonceringen af og gennemførelsen af de pengepolitiske foranstaltninger, herunder tre nedsættelser af renten på indlånsfaciliteten siden medio 2014, har også bidraget til en depreciering af den nominelle effektive eurokurs, idet investorer har justeret deres porteføljer ved at sælge fastforrentede værdipapirer med lav rente udstedt i euroområdet og købt aktiver med højere rente udstedt uden for euroområdet.

---

<sup>16</sup> Se også C. Altavilla, C. Carboni og R. Motto, "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, nr. 1864, ECB, november 2015.

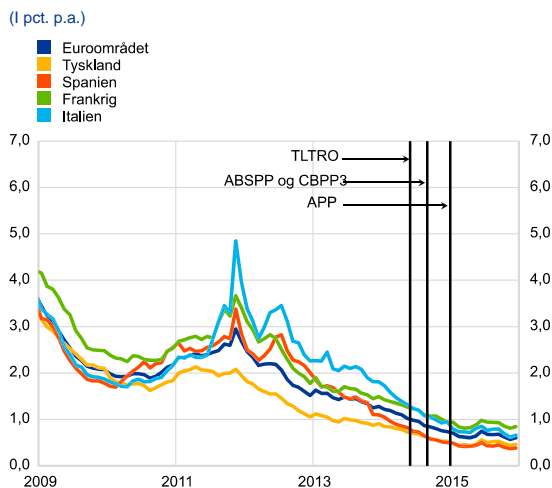
<sup>17</sup> En nærmere gennemgang findes i artiklen "The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures" i *Economic Bulletin*, 7/2015, ECB, samt den litteratur, artiklen henviser til.

<sup>18</sup> Læs mere i artiklen "The role of the central bank balance sheet in monetary policy" i *Economic Bulletin*, 4/2015, ECB.

<sup>19</sup> Se artiklen "The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures" i *Economic Bulletin*, 7/2015, ECB, og navnlig boks 2, som indeholder en nærmere beskrivelse og studiebaseret evidens.

**Figur A**

**Sammensatte omkostninger ved bankernes indlåns- og obligationsfinansiering**



Kilder: ECB, Merrill Lynch Global Index og ECB's beregninger.  
Anm.: Gennemsnit af indlånsrenter på nye forretninger og omkostninger ved markedsbaseret gæld vægtes med de tilsvarende udeståender. De lodrette linjer angiver datoerne for annoncering af de forskellige tiltag.

**Bankernes markedsbaserede finansieringsomkostninger**

De pengepolitiske foranstaltninger har ført til et betydeligt fald i bankernes markedsbaserede finansieringsomkostninger – som er et vigtigt led i transmissionskæden i en bankbaseret økonomi. For det første er det sket direkte ved, at bankerne har fået mulighed for at udskifte dyrere og kortere finansiering med TLTRO-finansiering. For det andet er det sket indirekte, idet de mellemlange og lange renter på en bred vifte af finansielle aktiver, herunder bankernes finansieringsinstrumenter, er blevet presset betydeligt nedad. Det har i vid udstrækning resulteret i en lempelse af finansieringsforholdene for banker, uanset hvor meget de har benyttet sig af Eurosystemets långivningstransaktioner (herunder TLTRO'erne), som det fremgår af det markante fald i de sammensatte omkostninger ved gældsfinansiering for banker i hele euroområdet (se figur A).<sup>20</sup>

**Bankernes lånebetingelser**

Den betydelige lempelse af bankernes finansieringsforhold har, sammen med øget konkurrence blandt långivere<sup>21</sup>, forbedret gennemslaget fra ECB's pengepolitiske tiltag til bankernes kreditvilkår og mindsket fragmenteringen inden for euroområdet.

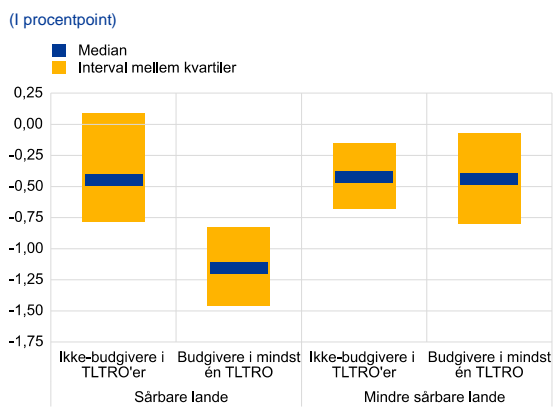
Før de tiltag, der er gennemført siden juni 2014, blev iværksat, slog nedsættelsen af ECB's officielle renter – med i alt 125 basispoint fra september 2011 til juni 2014 – for det meste kun ufuldstændigt og ujævnt igennem i et fald i medianudlånsrenten. Siden foråret 2014 har ECB's tiltag bidraget til et markant fald i bankernes udlånsrenter. Hvor ECB's officielle renter blev nedsat med 20 basispoint fra juni til september 2014, faldt bankernes udlånsrenter over for euroområdet's ikke-finansielle selskaber faktisk med ca. 80 basispoint frem til oktober 2015. ECB anslår – ud fra de mønstre, der blev observeret før krisen – at en tilsvarende effekt på bankernes renter for erhvervsudlån ville have krævet, at de ordinære pengepolitiske renter blev nedsat med omkring 100 basispoint. Det indikerer, at APP og TLTRO'erne også har understøttet gennemslaget fra ECB's pengepolitik.

<sup>20</sup> At ECB's ekstraordinære tiltag har været med til at skabe denne udvikling bekræftes af ECB's udlånsundersøgelse. Ca. en fjerdedel af respondenterne i undersøgelsen i juli 2015 angav, at TLTRO'erne havde bidraget til at lempe forholdene, når de skulle finde finansiering i markedet. Den positive effekt af APP er endnu større, idet næsten halvdelen af bankerne i undersøgelsen i april 2015 mente, at programmet havde haft en positiv indvirkning på finansieringsforholdene på markedet.

<sup>21</sup> Som det fremgår af ECB's udlånsundersøgelse, har konkurrence været den primære faktor bag bankernes lempelse af kreditstandarderne for lån til ikke-finansielle selskaber.

**Figur B**

## Ændringer i udlånsrenterne over for ikke-finansielle selskaber



Kilde: ECB.

Anm.: Figuren dækker perioden fra juni 2014 til juli 2015. I de "sårbare" lande omfatter gruppen "ikke-budgivere i TLTRO'er" 10 banker, og "budgivere i mindst én TLTRO" omfatter 49 banker. I de "mindre sårbare" lande omfatter gruppen "ikke-budgivere i TLTRO'er" 71 banker, og "budgivere i mindst én TLTRO" omfatter 43 banker.

officielle renter stort set har stemt overens med tidligere mønstre i disse økonomier.<sup>22</sup> Samlet set bekræfter stabens analyse, at den direkte effekt af TLTRO'erne og den indirekte effekt af TLTRO'erne og APP på obligationsrenterne har bidraget til det observerede fald i udlånsrenterne. De indirekte effekter er blevet forstærket af den gavnlige virkning af lavere lange renter på de makroøkonomiske udsigter og dermed på den kreditkomponent, der er indregnet i udlånsrenten.

## Mængden af udlån

TLTRO'erne og APP giver sig udslag i forbedrede vilkår for kreditgivningen og -efterspørgslen, hvorved de bidrager til en gradvis genopretning i långivningen til de ikke-finansielle selskaber og husholdningerne (se figur C og D samt kapitel 1, afsnit 1.5). Kreditgivningen er styrket på baggrund af de forbedrede finansieringsforhold for bankerne og den øgede lyst til at låne ud, idet faldende statsobligationsrenter har bevirket, at det risikokorrigerede afkast på lån nu er mere fordelagtigt.<sup>23</sup> Efterspørgslen efter kredit er også steget yderligere som følge af lave renter, mere lempelige kreditvilkår og øget behov for finansiering af investeringer.

Gennemslaget fra ECB's pengepolitik er navnlig blevet forbedret i de lande, der har været hårdest ramt af krisen, og fragmenteringen er således mindsket. Faktisk har faldet i udlånsrenterne over for ikke-finansielle selskaber efter gennemførelsen af de tiltag, ECB har lanceret siden juni 2014, været væsentligt større i de største lande, der var hårdest ramt af krisen (omkring 110-140 basispoint). Det kan i nogen grad hænge sammen med effekten af TLTRO'erne, idet mediannedsættelsen af udlånsrenten har været større blandt de banker i disse lande, som deltog i mindst én af de fire første TLTRO'er, end blandt dem, der ikke deltog (se figur B). Samtidig synes deltagelse i TLTRO'erne ikke at have haft nogen systematisk effekt på bankernes udlånsrenter i andre lande, primært fordi gennemslaget fra ændringerne i ECB's

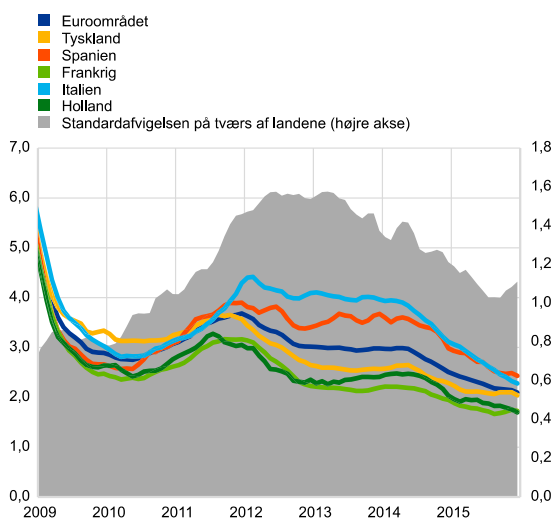
<sup>22</sup> Efterspørgslen efter TLTRO'er fra banker i andre lande steg dog også i forbindelse med prisændringerne på obligationsmarkedet i perioden fra april til juni 2015, hvor markedsbaseret finansiering blev dyrere. Det har formodentlig mindsket stramningen af bankernes markedsbaserede finansieringsforhold.

<sup>23</sup> I ECB's udlånsundersøgelse fra juli 2015 angav bankerne, at flere af midlerne fra fremtidige TLTRO'er formodentlig ville blive brugt til at yde lån og færre til at købe andre aktiver. Ligeledes angav en stor del af respondenterne i april 2015, at de forventede at anvende den øgede likviditet som følge af APP til at yde lån.

**Figur C**

Bankernes sammensatte udlånsrenter over for ikke-finansielle selskaber

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



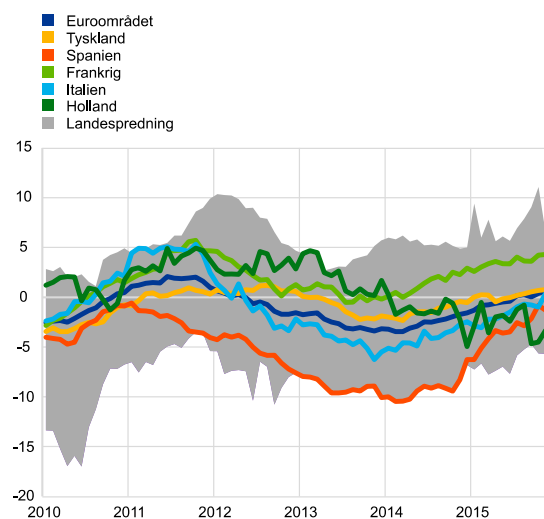
Kilde: ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Indikatoren for de samlede omkostninger ved banklån beregnes ved at aggregere korte og lange renter ved brug af et 24-måneders glidende gennemsnit for nye forretninger. Standardafvigelsen på tværs af landene beregnes for en fast gruppe bestående af 12 eurolande. Den seneste observation vedrører oktober 2015.

**Figur D**

Udlån fra MFI'er til ikke-finansielle selskaber i udvalgte eurolande

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

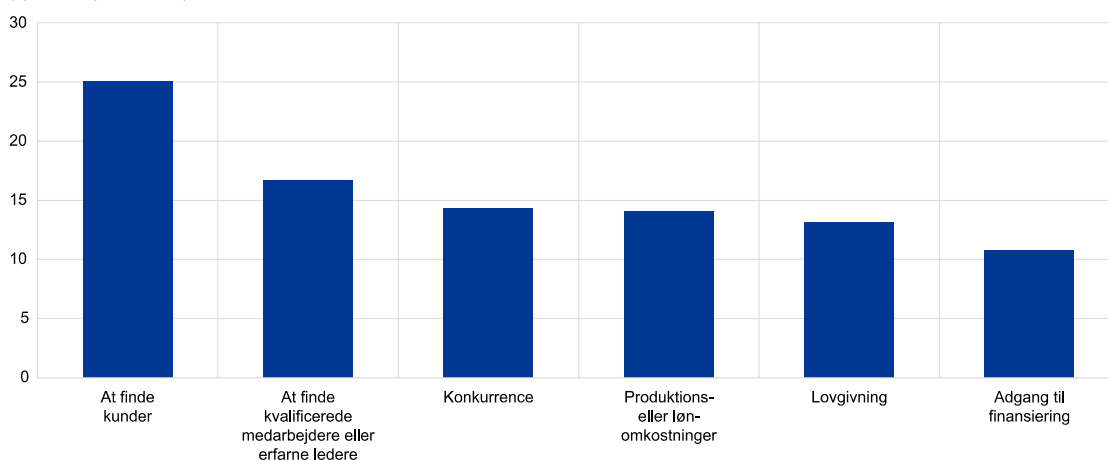
Anm.: Korrigeret for effekten af salg og securitisering af lån. Landespredningen beregnes som minimums-/maksimumsintervallet for en fast gruppe bestående af 12 eurolande. Den seneste observation vedrører september 2015.

ECB's tiltag har også haft betydning for mindre virksomheder, som typisk er sværere at nå via pengepolitikken. I ECB's undersøgelse fra december 2015 om virksomheders adgang til finansiering var der færre små og mellemstore virksomheder, der angav, at kredit havde været en begrænsende faktor for virksomheden, selv om der fortsat var betydelige forskelle landene imellem (se figur E).

**Figur E**

De væsentligste problemer for små og mellemstore virksomheder i euroområdet

(I pct. af respondenterne)



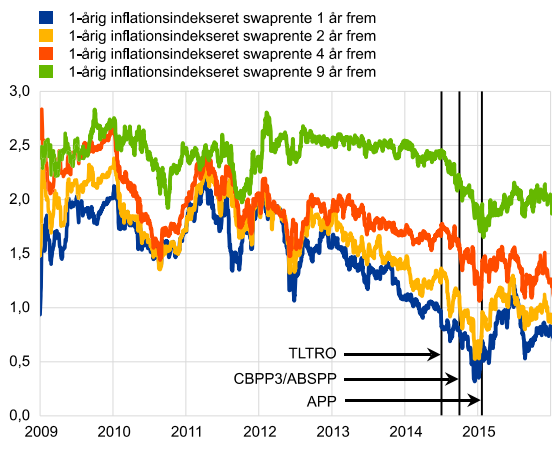
Kilde: ECB's undersøgelse af euroområdets virksomheders adgang til finansiering, december 2015.



**Figur F**

## Markedsbaserede inflationsforventninger

(Implícite inflationsindekserede forward swaprenter i pct. p.a.)



Kilder: Reuters og ECB's beregninger.

Anm.: Den seneste observation vedrører 19. november 2015.

## Effekt på økonomien

Alt i alt bekræfter evidensen, at ECB's pengepolitiske foranstaltninger har haft en konkret, positiv effekt. De tiltag, der er blevet annonceret siden juni 2014, har affødt en nedjustering af markedsforventningerne til de fremtidige korte renter. På et tidspunkt, hvor et nyt fald i oliepriserne har øget risikoen for en mere vedvarende nedadrettet tendens i inflationen på mellemlangt sigt, har disse tiltag bidraget til at standse nedgangen i de markedsbaserede mål for inflationsforventningerne (se figur F). Dermed har de – sammen med lavere nominelle obligationsrenter – bidraget til lavere realrenter og en mere lempelig pengepolitik, hvilket understøtter den økonomiske genopretning i

eurområdet og bringer inflationen tilbage på et niveau under, men tæt på 2 pct.

Faktisk tyder empiriske skøn foretaget inden for Eurosystemet<sup>24</sup> på, at uden ECB's initiativer ville inflationen have ligget et halvt procentpoint lavere i 2016 og ca. en tredjedel af et procentpoint lavere i 2017. Der er også en betydelig effekt på BNP: ECB's tiltag anslås at forøge BNP med næsten 1 procentpoint i årene 2015 til 2017.

## 2.2

### Opkøbsprogrammet og de målrettede langfristede markedsoperationer blev gennemført uden problemer i 2015

#### Opkøbsmængden under det udvidede opkøbsprogram

Opkøbsprogrammet (APP) omfatter opkøb af tre typer værdipapirer: i) værdipapirer udstedt af den offentlige sektor under programmet til opkøb af aktiver udstedt af den offentlige sektor (PSPP), som blev iværksat i marts 2015; ii) dækkede obligationer under det tredje program til opkøb af dækkede obligationer (CBPP3), som blev iværksat i oktober 2014, og iii) asset-backed securities (ABS) under programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP), som blev iværksat i november 2014.

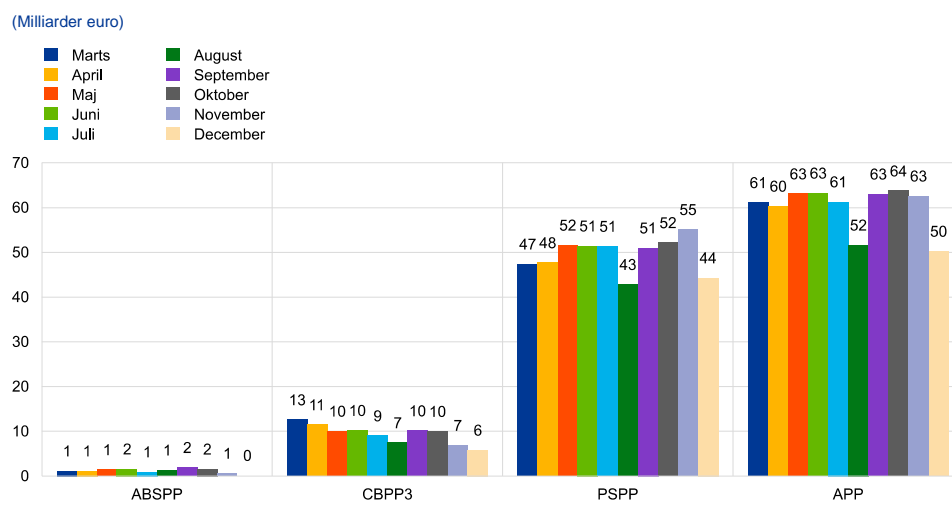
De samlede månedlige opkøb under APP-programmet udgjorde i gennemsnit 60 mia. euro i 2015, hvilket var i overensstemmelse med Styrelsesrådets mål. Den overordnede gennemførelse af opkøbsprogrammerne forløb problemfrit. Opkøb af

<sup>24</sup> Estimerne er baseret på en række modeller, herunder tidsserie-, makrofinans- og dynamisk-stokastiske generelle ligevægtsmodeller (DSGE-modeller), hvor APP først og fremmest påvirker inflationen og væksten via obligationernes varighed, således at programmet bidrager til en udfladning af rentekurven, samt via valutakurs- og kreditkanalen i nogle af modellerne.

værdipapirer udstedt af den offentlige sektor under PSPP udgør langt den største andel af den samlede mængde i APP (se figur 23). De generelle markedsforhold var medvirkende til, at mængdemålene blev nået, selv om markedslikviditeten i enkelte tilfælde blev reduceret noget i løbet af sommeren, navnlig i de mindre eurolande.

**Figur 23**

Månedlige opkøb under APP og de underliggende opkøbsprogrammer



Kilde: ECB.

APP-opkøbsprogrammets udformning giver en vis fleksibilitet i forhold til gennemførelsen for at undgå, at obligationsopkøbene får indflydelse på markedets prisfastsættelse, og for at bevare markedslikviditeten. Mønsteret i de månedlige opkøb afspejlede denne fleksibilitet. For eksempel tilpassede Eurosystemet sine APP-opkøb i lyset af forventet lavere markedslikviditet hen over sommeren og mod slutningen af året ved at hæve dem til over målet på 60 mia. euro i et par måneder og lade dem være under målet i august og december.

I programmets daglige gennemførelse tages der i obligationsopkøbene også hensyn til tegn på knaphed på enkelte obligationer. Eurosystemet undgår så vidt muligt at købe obligationer, der er cheapest-to-deliver i henhold til futureskontrakter, obligationer med særlige egenskaber på repomarkedet eller obligationer, der af en anden årsag har relativt begrænset likviditet. Programmets gennemførelse er beskrevet nærmere på [ECB's websted](#).

Statsobligationsrenterne nåede et historisk lavt niveau flere gange i løbet af 2015, hvor en betydelig del af de obligationer, der var godkendt til PSPP-programmet, i en række lande blev handlet til renter, der lå under renten på indlånsfaciliteten. Dette reducerede mængden af obligationer, der var til rådighed til opkøb under PSPP, da der ikke foretages opkøb til renter under indlånsrenten. I slutningen af november afspejlede dette bl.a. markedets forventninger om, at ECB ville nedsætte indlånsrenten yderligere. Andelen af obligationer, der ikke var tilgængelige for opkøb på grund af deres lave rente, blev væsentligt mindre, efter at Styrelsesrådet besluttede at nedsætte renten på indlånsfaciliteten til -0,30 pct. i december 2015.

## Værdipapirudlån i forbindelse med PSPP

For at undgå, at PSPP skulle forstyrre funktionen af euroområdet statsobligationsmarked, har de fleste af Eurosystemets centralbanker (herunder ECB) indført ordninger for værdipapirudlån. ECB's ordning giver markedsdeltagere, der er involveret i market making, mulighed for at låne af ECB's beholdning af værdipapirer i forbindelse med PSPP og Securities Markets Programme (SMP). Lånekriterierne er beskrevet på [ECB's websted](#). Markedsdeltagerne ser generelt Eurosystemets værdipapirudlånsfaciliteter som en betryggende funktion under APP-opkøbsprogrammet.

## Udvidelse af listen over agencies

Eurosystemet udvidede listen over agencies, hvis værdipapirer er godkendt til at blive købt under PSPP, to gange i 2015, i april og juli, fra syv agencies til 30 ved årets slutning for at fremme programmets gennemførelse. Udvidelsen af listen tog hensyn til pengepolitiske og risikostyringsmæssige overvejelser.

## Forhøjelse af grænsen for beholdning af værdipapirer

I endnu et tiltag for at bevare en fleksibel og markedsneutral gennemførelse af PSPP-programmet forhøjede Eurosystemet grænsen for beholdning af enkeltpapirer i programmet. Da PSPP oprindeligt blev gennemført, var denne grænse 25 pct., hvilket betyder, at Eurosystemets samlede beholdning af de enkelte PSPP-godkendte værdipapirer ikke må udgøre mere end 25 pct. af det nominelle udestående beløb. I forbindelse med en planlagt gennemgang besluttede Styrelsesrådet dog i september 2015 at hæve grænsen til 33 pct. I tilfælde, hvor en sådan forhøjelse af Eurosystemets beholdninger ville medføre et blokerende mindretal i forbindelse med CAC-klausuler (collective action clauses), var den øvre grænse dog uforandret på 25 pct.

## PSPP-godkendelse af regionale og lokale statsobligationer

Den 3. december 2015 besluttede Styrelsesrådet, at omsættelige gældsinstrumenter i euro udstedt af regionale og lokale regeringer i euroområdet skulle medtages i PSPP-programmet og optages på listen over aktiver, der er godkendt til opkøb af de respektive nationale centralbanker. Denne beslutning omfattede kun de regionale og lokale obligationer, der opfylder alle andre godkendelseskriterier, navnlig minimumskravene til rating, som angivet i ECB's beslutning om et program til opkøb af den offentlige sektors aktiver på det sekundære marked (beslutning ECB/2015/10). Udvidelsen af listen over værdipapirer, der er godkendt til at blive opkøbt under PSPP, med regionale og lokale statsobligationer gav programmet større fleksibilitet og bidrog til at fremme en fortsat smidig gennemførelse af opkøbene. Opkøb af disse værdipapirer under PSPP begyndte primo 2016, efter at de relevante retsakter var blevet ændret.

## PSPP-opkøb af statsobligationer, der ikke opfylder rating-kriteriet

For at værdipapirer kan godkendes til at blive købt under PSPP, skal de have en rating med en kreditkvalitet på mindst trin 3 på Eurosystemets harmoniserede rating-skala, som fastsat i beslutning ECB/2015/10. Ifølge disse bestemmelser kan der kun foretages opkøb af statspapirer udstedt af eurolande under et finansielt støtteprogram, hvis Eurosystemets grænseværdi for kreditkvalitet er blevet suspenderet af Styrelsesrådet. I 2015 var dette kun tilfældet for cypriotiske statsobligationer, der blev opkøbt i to perioder: Den første var fra 3. til 17. juli, og den anden var fra 6. oktober til 4. november. Disse obligationsopkøb fulgte i kølvandet på en positiv afslutning af den sjette og syvende evaluering af Cyperns EU-IMF-støtteprogram. Suspenderingsdatoerne markerede begyndelsen på nye programevalueringer.

Der blev ikke opkøbt græske statsobligationer under PSPP i 2015, da de ikke opfyldte kriterierne for at suspendere Eurosystemets grænseværdi for kreditkvalitet.

## Tilbageførselsforretninger under PSPP

I oktober måned indledte Banque de France, De Nederlandsche Bank og Lietuvos bankas et forsøg med at benytte tilbageførselsforretninger for at få erfaring med brugen af denne type transaktion i forbindelse med opkøb af statsobligationer, agency- og overnationale værdipapirer under PSPP. Forsøgsperioden blev forlænget til december, og konklusionen var, at tilbageførselsforretninger kan være en god supplerende opkøbsmetode i mindre likvide markedssegmenter. Styrelsesrådet godkendte herefter, at tilbageførselsforretninger kunne anvendes regelmæssigt af visse nationale centralbanker under PSPP som et supplement til den bilaterale opkøbsmetode i bestemte markedssegmenter.<sup>25</sup>

## Tilpasning af opkøbsprocessen under ABSPP

I september annoncerede ECB en forhøjelse af andelen af opkøb foretaget af nationale centralbanker frem for eksterne porteføljeforvaltere i ABSPP. Siden den 27. oktober 2015 har både Banque de France (som dækker et stigende antal jurisdiktioner) og Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique foretaget opkøb i rollen som Eurosystemets porteføljeforvaltere. Desuden vedtog ECB at udvide aftalerne for to af sine eksterne porteføljeforvaltere (Amundi and NN Investment Partners).<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Se også [ECB's websted](#).

<sup>26</sup> Se også [ECB's websted](#).

## Vejledende principper for ABSPP

På de tidlige trin af gennemførelsen af ABSPP gav markedsdeltagerne udtryk for et behov for større kendskab til Eurosystemets præferencer for de asset-backed securities, det overvejede at købe. I begyndelsen af juli svarede ECB på disse opfordringer ved at offentliggøre "Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs", der indeholdt en række vejledende principper, som skulle tydeliggøre Eurosystemets præferencer, når det gælder asset-backed securities. Markedsdeltagerne tog generelt godt imod publikationen, der findes på [ECB's websted](#).

## Gennemførelse af målrettede langfristede markedsoperationer

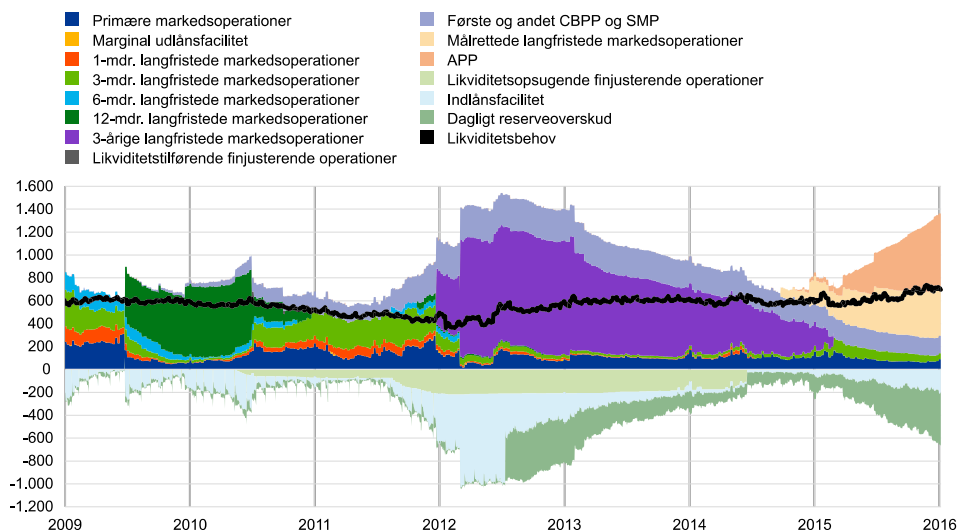
Tildelingen af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) fortsatte, og der blev gennemført fire operationer i 2015. Formålet med disse operationer er at øge bankernes udlån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet. I juni 2014 blev der annonceret otte målrettede langfristede markedsoperationer, som skulle tildeles kvartalsvis med tildeling af den sidste operation i juni 2016. Med de første to markedsoperationer i september og december 2014 blev den samlede tildeling på 212,4 mia. euro. I de resterende seks markedsoperationer i perioden fra marts 2015 til juni 2016 har alle modparter mulighed for at låne yderligere beløb, afhængigt af udviklingen i deres godkendte långivning ud over det bankspecifikke benchmark.<sup>27</sup> Jo mere bankerne har udlånt ud over benchmarket, desto mere har de mulighed for at låne (dvs. op til tre gange den positive forskel). Renten på de seks målrettede langfristede markedsoperationer svarer til den rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer, der er gældende på tidspunktet for tildelingen, og er fast i hele løbetiden for hver enkelt målrettet langfristet markedsoperation. Alle målrettede langfristede markedsoperationer udløber i september 2018, mens tvungne og frivillige førtidsindfrielse begynder i september 2016.

For de fire operationer i 2015 udgjorde tildelingen i alt 205,4 mia. euro (97,8 mia. euro i marts, 73,8 mia. euro i juni, 15,5 mia. euro i september og 18,3 mia. euro i december) og bidrog dermed til stigningen i Eurosystemets balance, som det fremgår af figur 24. I alt 239 forskellige modparter deltog i markedsoperationerne i 2015. Eftersom banker, som ikke havde den fornødne udlånsportefølje, fik mulighed for på særlige betingelser at gå sammen med banker, som havde en tilstrækkelig stor udlånsportefølje, i forbindelse med de målrettede langfristede markedsoperationer, omfattede disse markedsoperationer reelt 845 kreditinstitutter. På den måde nåede markedsoperationerne ud til en bred vifte af modparter i hele euroområdet. Ved at lade de lavere finansieringsomkostninger slå igennem i deres lånebetingelser kunne de deltagende banker forbedre deres konkurrencemæssige position på lånemarkedet og bidrog til en lempelse af lånebetingelserne.

<sup>27</sup> Benchmarkene bestemmes ved at tage højde for hver enkelt modparts nettoudlån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet ekskl. lån til husholdninger til boligkøb i 12-måneders perioden indtil 30. april 2014.

**Figur 24**  
Eurosystemets balance

(Milliarder euro)



Kilde: Eurosystemet.

Deltagelsen i de måltrettede langfristede markedsoperationer aftog i løbet af 2015, da de af forskellige årsager blev mindre attraktive for modparterne. For det første blev bankernes prismæssige incitament mindre i takt med, at markedskurserne faldt som følge af stigende overskudslikviditet og forventninger om en yderligere lempelse fra ECB's side. Desuden har hver ny måltrettet langfristet markedsoperation en kortere løbetid end den forrige, da alle markedsoperationerne udløber den samme dag i 2018. For det andet havde de banker, for hvilke prisfastsættelsen fortsat kunne være attraktiv, allerede fået tildelt betydelige beløb med måltrettede langfristede markedsoperationer og ønskede at anvende disse beløb først. For det tredje oplevede banksektoren ikke det høje niveau af finansieringsstress, der gjorde tidligere måltrettede langfristede markedsoperationer attraktive.

Deltagelsen i de forskellige måltrettede langfristede markedsoperationer var ikke altid forudset af markedsdeltagerne, og det medførte nogle mindre justeringer af terminskurserne. For markedsoperationen i marts 2015 forudsagde en undersøgelse foretaget af Reuters, at tildelingen ville blive 40 mia. euro, men den faktiske tildeling viste sig at blive 97,8 mia. euro. Terminsrenterne faldt en smule efter annonceringen af tildelingsresultatet, hvilket tyder på, at forventningerne til størrelsen af fremtidige måltrettede langfristede markedsoperationer og overskudslikviditet var blevet opjusteret. Ifølge markedsdeltagerne var den højere tildeling et udtryk for bankernes tillid til det fremtidige lånebehov og forventedes at understøtte långivningen til realøkonomien. Det modsatte var tilfældet ved operationen i september, hvor tildelingen på 15,5 mia. euro var betydeligt mindre end markedets forventninger. Markedets reaktion blev mere afdæmpet i takt med, at tildelingerne ved de måltrettede langfristede markedsoperationer fik mindre betydning på et tidspunkt, hvor overskudslikviditeten allerede var høj (omkring 470 mia. euro), og renterne allerede var lave. Den nedadgående tendens i markedskurserne i løbet af 2015 var en af hovedårsagerne til den lavere tildeling, da den gjorde de måltrettede

langfristede markedsoperationer mindre attraktive i forhold til markedsbaseret finansiering. Samlet set synes overraskelserne på markedet at afspejle, at markedsdeltagerne havde svært ved at bedømme bankernes låneramme og dermed også disse bankers potentielle tildeling.

De målrettede langfristede markedsoperationer understøttede overskudslikviditeten og den gennemsnitlige løbetid for Eurosystemets markedsoperationer og lagde dermed et yderligere nedadrettet pres på pengemarkedsrenterne. Visse banker skiftede deres deltagelse i de målrettede langfristede markedsoperationer ud med primære markedsoperationer, 3-måneders langfristede markedsoperationer og 3-årige langfristede markedsoperationer. Det tildelte beløb i de målrettede langfristede markedsoperationer var dog betydeligt højere end dette skift, således at overskudslikviditeten blev øget ved hver tildeling ved de målrettede langfristede markedsoperationer (se boks 7).

## Boks 7

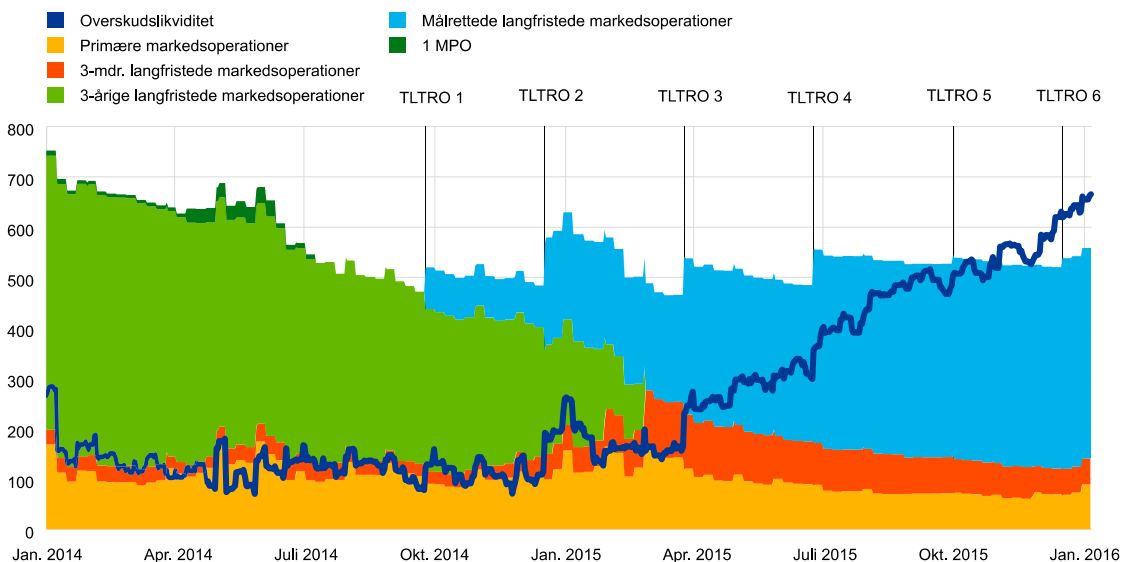
### Deltagelse i markedsoperationer

Eurosystemet fortsatte med at tilbyde likviditet i form af fuld tildeling ved de regelmæssige markedsoperationer, dvs. de primære markedsoperationer og de 3-måneders langfristede markedsoperationer. Som i de foregående år siden 2008 var det derfor modparternes efterspørgsel efter likviditet i Eurosystemet, der afgjorde størrelsen af udeståendet.

### Figur A

#### Overskudslikviditet og deltagelse i regelmæssige markedsoperationer og målrettede langfristede markedsoperationer

(Milliarder euro)



Kilde: Eurosystemet.

Anm.: De lodrette, sorte streger angiver afvikling af målrettede langfristede markedsoperationer. "1 MPO" står for den operation med 1 reservkravsperiode, der ophørte i juni 2014.

Deltagelsen i Eurosystemets markedsoperationer har svinget omkring et niveau på 500 mia. euro siden medio 2014, men sammensætningen har gradvis ændret sig i retning mod øget brug af



målrettede langfristede markedsoperationer (se figur A). I denne periode nåede det samlede beløb af udestående operationer et maksimum på 629 mia. euro primo 2015 og et minimum på 465 mia. euro i marts 2015. I slutningen af februar 2015 var de 3-årige langfristede markedsoperationer udløbet, men banker med en låneramme i målrettede langfristede markedsoperationer var allerede begyndt at skifte de 3-årige langfristede markedsoperationer ud med målrettede operationer i september 2014. Dette skift omfattede ikke nødvendigvis de samme institutter, men bevirkede dog, at de samlede udestående operationer forblev i niveauet omkring 500 mia. euro. Da de 3-årige langfristede markedsoperationer udløb, øgede bankerne først andelen af primære markedsoperationer og 3-måneders langfristede markedsoperationer til knap 276 mia. euro, hvorefter de gradvis reducerede denne andel, så det udestående beløb var nået ned på 126 mia. euro i december 2015.

Den kvartalsvise afvikling af nye målrettede langfristede markedsoperationer øgede den overskydende nettolikviditet hver gang, men effekten var midlertidig som følge af den nedadgående tendens i de regelmæssige operationer. Deltagelsen i målrettede langfristede markedsoperationer erstattede delvis deltagelsen i regelmæssige operationer og 3-årige langfristede markedsoperationer, der var tæt på at udløbe, med det resultat, at overskudslikviditeten og det samlede udestående for markedsoperationer steg midlertidigt, hver gang en målrettet langfristet markedsoperation blev afviklet (se figur A). Stigningen i overskudslikviditet som følge af opkøbsprogrammet (APP) og forbedret markedsadgang for visse banker var de primære årsager til den lavere interesse for regelmæssige operationer i løbet af året.

Den samlede sikkerhedsstillelse i Eurosystemets pengepolitiske operationer faldt fortsat i 2015, hvilket afspejlede Eurosystemets modparters faldende behov for likviditet. Faldet var mest udtalt for udekkede bankobligationer, men var også betydeligt for værdipapirer udstedt af centrale og regionale regeringer samt andre omsættelige aktiver. Derimod forblev brugen af erhvervsobligationer, asset-backed securities og gældsfordringer stabil.

---

## Boks 8

### Likviditetstilførsel til det græske banksystem i en periode med øgede spændinger

---

Sideløbende med normaliseringen af finansieringsforholdene i Grækenland oplevede det græske banksystem forbedrede finansieringsforhold og en mere positiv stemning på markedet i det meste af 2014, hvilket førte til en betydeligt mindre brug af centralbankfinansiering, herunder fuld tilbagebetaling af likviditetsstøtte (ELA)<sup>28</sup>. Politisk usikkerhed udløste imidlertid en massiv udtrækning af indlån og førte til øgede spændinger på de finansielle markeder i 1. halvår 2015. Det betød, at der igen var behov for likviditetsstøtte, og samtidig steg brugen af centralbankfinansiering. Spændingerne på markederne aftog, og indlånet stabiliserede sig i løbet af sommeren 2015 efter indgåelsen af aftalen mellem Grækenland og de andre eurolande om det tredje makroøkonomiske tilpasningsprogram. Spændingerne på de finansielle markeder i Grækenland kunne overordnet set inddeles i tre faser i løbet af 2015.

---

<sup>28</sup> Se også [ECB's websted](#).

### **Første fase: gradvis brug af Eurosystemets markedsoperationer (fra december 2014 til januar 2015)**

Da markedets bekymring om fremtiden for det makroøkonomiske tilpasningsprogram og den politiske udvikling i Grækenland steg, mistede det indenlandske banksystem stort set adgangen til markedsbaseret finansiering. Dette tab af finansiering bestod hovedsagelig i en udstrømning af detail- og engrosindlån samt i, at interbankfinansieringsaftaler med internationale modparter ikke blev fornyet. Da bankerne havde bevaret tilstrækkelige beholdninger af aktiver, der var godkendt som sikkerhed i Eurosystemets markedsoperationer, havde de mulighed for at erstatte dette finansieringstab ved gradvis at skifte til Eurosystemets kreditoperationer (hovedsagelig primære markedsoperationer).

### **Anden fase: brug af likviditetsstøtte (ELA) og tilknyttede afgørelser (fra februar til juni 2015)**

I slutningen af januar og begyndelsen af februar 2015 var der kraftigt stigende bekymring om konklusionen på den igangværende gennemgang i forbindelse med Grækenlands andet makroøkonomiske tilpasningsprogram. Den var i december 2014 blevet forlænget med to måneder. Da udløbet af de to måneders forlængelse nærmede sig, var det ikke længere muligt at antage, at det ville lykkes at færdiggøre gennemgangen. Derfor besluttede Styrelsesrådet den 4. februar 2015 at ophæve suspensionen af rating-kravet for omsættelige instrumenter, der var udstedt eller garanteret af Den Helleniske Republik, med virkning fra den 11. februar 2015. Det betød, at disse omsættelige instrumenter ikke længere var godkendt som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer. Derfor blev en stor del af den likviditet, der på det tidspunkt blev tilført via Eurosystemets kreditoperationer, erstattet med likviditet, som Bank of Greece stillede til rådighed i form af likviditetsstøtte.

Eurogruppen besluttede den 24. februar 2015 at forlænge facilitetsaftalen om finansiel støtte fra EFSF indtil udgangen af juni 2015 med henblik på at få afsluttet gennemgangen. Forhandlinger mellem de græske myndigheder og institutionerne fortsatte derefter, men Grækenlands finansielle udsigter og de makroøkonomiske forhold forværredes støt. Det lagde yderligere pres på banksystemet, primært i form af en øget udstrømning af indlån, hvilket igen medførte en øget brug af likviditetsstøtte.

I slutningen af juni 2015 førte flere forskellige begivenheder, herunder de græske myndigheders beslutning om at afholde en folkeafstemning samt beslutningen om ikke at forlænge Grækenlands andet makroøkonomiske tilpasningsprogram, til yderligere spændinger. Disse begivenheder havde en negativ indvirkning på, hvorvidt de aktiver, der blev brugt af de græske banker som sikkerhed i likviditetsstøttende operationer med Bank of Greece, udgjorde behørig og tilstrækkelig sikkerhedsstillelse, da denne sikkerhed i høj grad afhang af Grækenlands evne til at opfylde sine finansielle forpligtelser. I lyset af de aktuelle omstændigheder besluttede Styrelsesrådet den 28. juni 2015 at bevare loftet for likviditetsstøtten (ELA) til græske banker på niveauet, der blev vedtaget den 26. juni 2015, som det fremgår af [pressemeldelsen](#) offentliggjort af ECB den 28. juni 2015.

### **Tredje fase: stabilisering og forbedring af likviditetsforholdene (fra juli til december 2015)**

For at løse problemet med den generelle udstrømning af likviditet vedtog de græske myndigheder den 28. juni 2015 at indføre nogle lukkedage for bankerne for at stabilisere banksystemets likviditetssituation.

Den finansielle situation i Grækenland forværredes yderligere de følgende dage, hvilket førte til, at Styrelsesrådet den 6. juli 2015 vedtog en beslutning om at justere haircuts for græske omsættelige statspapirer, der accepteres som sikkerhed af Bank of Greece i forbindelse med likviditetsstøtte (ELA), samt en beslutning om at opretholde loftet for likviditetsstøtte, vedtaget den 26. juni 2015, som det fremgår af [pressemeldelsen](#) offentliggjort af ECB den 6. juli 2015.

På eurolandenes topmøde den 12. juli 2015 blev et tredje makroøkonomisk tilpasningsprogram for Grækenland vedtaget. Programmet vil løbe over tre år og finansieres af den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM). På grund af den positive udvikling i Grækenlands finansielle situation i de foregåede dage blev loftet for tildeling af likviditetsstøtte (ELA) til græske banker hævet den 16. juli 2015.

Efter forbedringen af den græske regerings finansielle udsigter i forbindelse med det nye ESM-program og de græske myndigheders gennemførelse heraf, begyndte likviditetsforholdene i det græske banksystem også at vise tegn på bedring. Bankerne genåbnede den 20. juli 2015, men der var fortsat restriktioner på hævning af kontanter og kapitaloverførsler. De græske myndigheder begyndte dog hurtigt gradvis at lempe disse restriktioner for bankerne. Sideløbende med, at markedets tillid til det indenlandske banksystem blev genoprettet, begyndte en vis indstrømning af indlån, og de græske bankers markedsadgang blev delvis genoprettet. De græske bankers likviditetsforhold blev væsentligt forbedret, efter at rekapitaliseringen blev afsluttet i årets sidste kvartal.

---

### 3 Den europæiske finansielle sektor: moderat stress og fremskridt hen imod en bankunion

Efter etableringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) – bankunionens første søjle – den 4. november 2014 var 2015 det første hele år, hvor ECB varetog sine makro- og mikroprudentielle opgaver. Opgaverne blev understøttet af ECB's regelmæssige vurdering af nye risici og det finansielle systems robusthed og modstandsdygtighed over for stød.

ECB bidrog også til oprettelsen af bankunionens anden søjle, som er Den Fælles Afviklingsmekanisme, og støtter fuldt op om oprettelsen af den tredje søjle – en europæisk indskudsgarantiordning. Den bidrog også til andre vigtige lovgivningsmæssige tiltag, der sigter mod i) at bryde forbindelsen mellem banker og stater, ii) begrænse risikotagning og opbygge robusthed og iii) løse problemet med banker, som er for store til at blive nødlidende ("too big to fail").

I dette afsnit beskrives den vigtigste udvikling inden for de nævnte områder med fokus på, hvordan ECB's aktiviteter og de institutionelle og lovgivningsmæssige ændringer har bidraget til at gøre bankunionen til en realitet i Europa.

### 3.1 Risici og sårbarheder i euroområdet finansielle system

ECB overvåger udviklingen i euroområdet og de finansielle systemer i EU for at finde eventuelle sårbarheder og kontrollere finansielle formidlers robusthed. 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 (FSR).<sup>29</sup> ECB yder også analytisk bistand til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) vedrørende analyse af finansiell stabilitet.

#### Lavt stressniveau i euroområdet finansielle system i 2015, men der er fortsat risici

Det generelt begrænsede stressniveau i det finansielle system i euroområdet i 2015 afspejlede forbedrede udsigter for realøkonomien understøttet af ECB's tiltag for at dæmpe frygten for deflation, der truede med at skade både prisstabilitet og finansiell stabilitet. De globale finansielle markeder oplevede ikke desto mindre episoder med spændinger, der omfattede valuta-, råvare-, obligations- og aktiemarkederne. Det var en klar indikation om, at der stadig var sårbarheder. Det sås tydeligt, da der opstod mere udprægede politiske risici først på sommeren i forbindelse med forhandlingerne om et nyt finansielt støtteprogram for Grækenland. Aktiemarkederne oplevede perioder med høj volatilitet. Navnlig statsobligationsrenterne i euroområdet steg markant ultimo april og primo maj, mens de globale aktiemarkeder blev ramt af følgevirkningerne af en korrektion af de kinesiske aktiekurser i slutningen af august. Denne udvikling havde en relativt begrænset indvirkning på euroområdet finansielle system, og standardindikatorerne for bankmæssig, finanspolitisk og finansiell stress holdt sig på et lavt niveau (se figur 25).

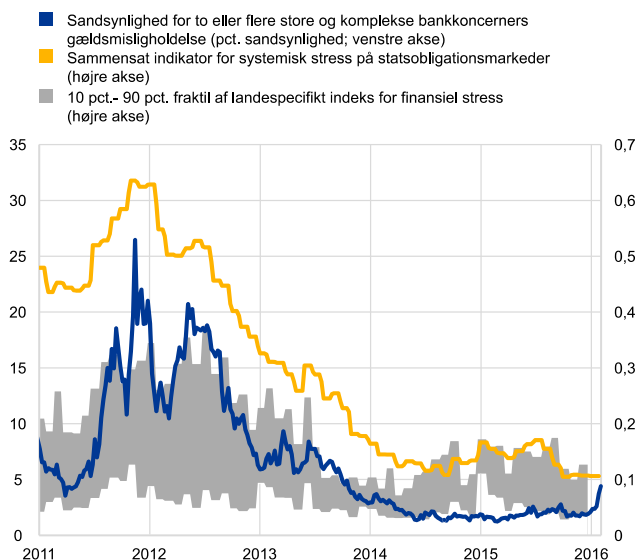
---

<sup>29</sup> Se *Financial Stability Review*, ECB, maj 2015 og *Financial Stability Review*, ECB, november 2015.

**Figur 25**

Indeks for finansiel stress, sammensat indikator for statsobligationsrelateret stress og sandsynligheden for to eller flere bankkoncerners misligholdelse af gæld

(Jan. 2011 – feb. 2016)



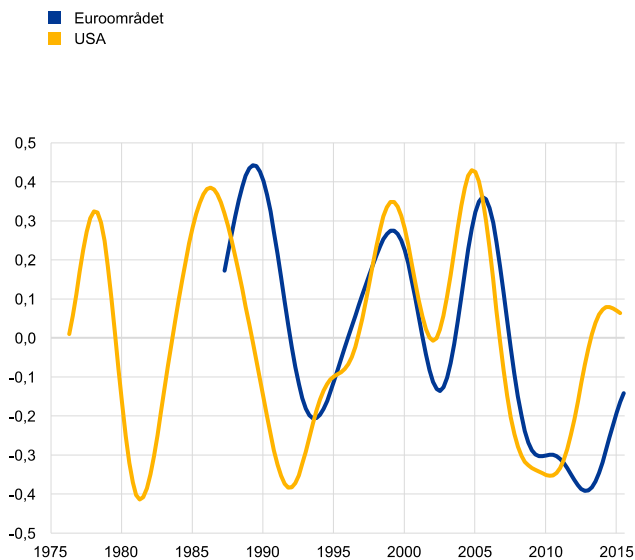
Kilder: Bloomberg og ECB's beregninger.

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. Indekset for finansiel stress måler stress på de finansielle markeder på landniveau baseret på tre markedssegmenter (aktier, obligationer og valuta) og det indbyrdes forhold mellem dem. Yderligere oplysninger findes i T. Duprey, B. Klaus og T. Peltonen, "Dating systemic financial stress episodes in the EU countries", *Working Paper Series*, nr. 1873, ECB, december 2015.

**Figur 26**

Skøn for den finansielle cyklus i euroområdet og USA

(2. kv. 1975 – 3. kv. 2015; normaliseret skala; serien for euroområdet starter i 2. kv. 1988; y-aksen: normaliseret afvigelse fra den historiske median)



Kilder: Bloomberg og ECB's beregninger.








Anm.: Den finansielle cyklus er en filtreret, tidsvarierende lineær kombination, der fremhæver en tilsvarende udvikling i underliggende indikatorer (samlet kredit, ejendomspriser, aktiekurser og toneangivende obligationsrenter). Se Y. Schuler, P. Hiebert og T. Peltonen, "Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach", *Working Paper Series*, nr. 1846, ECB, 2015. For USA vedrører de seneste observationer 1. kv. 2015.

På denne baggrund blev der i 2015 udpeget fire centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet (se tabel 3). I de seneste år er værdiansættelserne blevet presset i vejret for en række forskellige aktivklasser. Det udgør en vigtig sårbarhed i og med, at stigende værdiansættelse de på et tidspunkt kan føre til betydelige justeringer i risikopræmierne. Delvis som følge af øgede sårbarheder vedrørende vækstøkonomierne var der en stigende risiko for et pludseligt skift i de globale risikopræmier i den sidste del af 2015. Selv om der ikke var tydelige tegn på bredt funderede uforholdsmæssigt høje værdiansættelser i euroområdet i 2015, så priserne på visse finansielle aktiver ud til at afvige fra de økonomiske grundforhold. Skønnene for den finansielle cyklus i euroområdet var fortsat afdæmpede (se figur 26). Disse skøn, der omfatter udviklingen i kreditgivning i den private sektor og i de vigtigste segmenter på aktivmarkedet, understøttede ikke opfattelsen af en kraftig kreditbaseret stigning i aktiekurserne i euroområdet. Skøn for den finansielle cyklus i USA lå højere igennem 2015, delvis som følge af en smule højere værdiansættelse af aktiekurser og større efterspørgsel efter kredit.

Udfordringerne inden for euroområdet i 2015 kunne på mange måder tilskrives eftervirkningerne efter bank- og statsgældskrisen. Euroområdets banksystem var fortsat udfordret af lav indtjening som følge af svag økonomisk vækst, mens mange bankers egenkapitalforrentning holdt sig under deres tilsvarende egenkapitalomkostninger. Dette, kombineret med en stor beholdning af misligholdte

**Tabel 3**

### Centrale risici for finansiel stabilitet i euroområdet påpeget i Financial Stability Review for november 2015

	Nuværende niveau (farve) og seneste ændring (pil) <sup>1)</sup>
 Betydelig systemisk risiko  Middelhøj systemisk risiko  Potentiel systemisk risiko	
Pludselig ændring i de pressede globale risikopræmier, forstærket af begrænset likviditet på det sekundære marked	
Dårlige udsigter for bankernes og forsikringssekskabernes rentabilitet under forhold med lav nominal vækst og uafsluttede balancejusteringer	
Stigende bekymring om gældens holdbarhed i den offentlige og den ikke-finansielle private sektor samtidig med lav nominal vækst	
Udsigter til stress i en hastigt voksende skyggebanksektor, forstærket af følgevirkninger og likviditetsrisiko	

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

lån i en række lande, begrænsede bankernes udlånskapacitet og deres evne til at opbygge yderligere kapitalstødpuder.

Risici for finansiel stabilitet rækker i stigende grad ud over traditionelle enheder som banker og forsikringssekskaber. Skyggebanksektoren voksede fortsat betydeligt både globalt og i euroområdet (se boks 9). Med den kraftige vækst og indbyrdes forbundethed i denne sektor, navnlig i investeringsforeningssektoren, vil der nemt kunne opbygges sårbarheder under overfladen. Ikke alene fortsatte euroområdets investeringsforeningssektor med at vokse, foreningernes balancer viste også tegn på, at de var mere risikovillige.

Rapporten om finansielle strukturer<sup>30</sup> gennemgår de vigtigste strukturelle forhold og den strukturelle udvikling i euroområdets bredere finansielle sektor.

Rapporten blev i 2015 udvidet til ikke kun at omfatte

banksektoren, men også andre finansielle formidlere, navnlig forsikringssekskaber og pensionskasser samt skyggebanker.

Bekymringerne vedrørende finansiel stabilitet kom også fra andre sektorer end den finansielle i 2015. På trods af en tiltrængt forbedring, både hvad angår budgetkonsolidering og de institutionelle rammer, siden statsgældskrisen i euroområdet var på sit højeste, var der fortsat udfordringer med gældens holdbarhed for euroområdets regeringer, navnlig i de lande, der er dybt forgældede og derfor mere sårbare over for økonomiske og finansielle stød. Der hersker også bekymring om gælden i den private sektor. Virksomhedernes gæld er fortsat meget stor i euroområdet i forhold til andre udviklede økonomier.

## Boks 9

### Skyggebanker i euroområdet

Skyggebanksektoren er blevet en stadig vigtigere finansieringskilde for euroområdets økonomi. Men den er samtidig en betydelig risikokilde for stabiliteten af euroområdets finansielle system og kræver derfor nøje overvågning.

Der er forskellige måder at definere skyggebanksektoren på,<sup>31</sup> men begrebet bruges bredt om en gruppe institutioner, der ikke er banker, men formidler kredit, udsteder pengelignende fordringer eller er finansieret af kortfristede passiver, samtidig med at de investerer i langfristede kreditbaserede aktiver. Disse institutioner omfatter først og fremmest kreditformidlende selskaber,

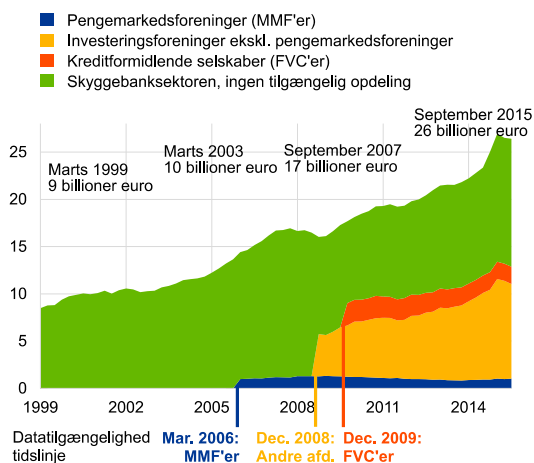
<sup>30</sup> Se *Report on Financial Structures*, ECB, oktober 2015.

<sup>31</sup> De mulige definitioner af skyggebanker gennemgås nærmere i boksen "Defining the shadow banking perimeter", *Report on financial structures*, ECB, oktober 2015.

**Figur A**

Aktiebeholdninger i pengemarkedsforeninger, investeringsforeninger, kreditformidlende selskaber og andre ikke-monetære finansielle institutioner

(1. kv. 1999 – 3. kv. 2015, billioner euro)



Kilder: ECB's regnskaber for euroområdet, statistik om henholdsvis kreditformidlende selskaber og investeringsforeninger samt MFI-statistik. Anm.: MMF'er står for pengemarkedsforeninger, og FVC'er står for kreditformidlende selskaber.

pengemarkedsforeninger og andre investeringsforeninger. Selv om skyggebankssektoren vokser på globalt niveau, som det fremgår af Financial Stability Boards Global Shadow Banking Monitoring Report<sup>32</sup>, er euroområdet en af de regioner med den stærkeste vækst. Det brede mål for de samlede aktiver for euroområdets skyggebankssektor, der omfatter finansielle institutioner uden for banksektoren, bortset fra forsikrings-selskaber og pensionskasser, er mere end fordoblet i det seneste årti. De samlede aktiver i euroområdets finansielle system udgør ca. 67 billioner euro, hvoraf over 26 billioner euro nu ejes af euroområdets brede skyggebankssektor.

Navnlig investeringsforeningssektoren er vokset hurtigt siden den globale finansielle krise som følge af en intens søgen efter afkast blandt globale investorer (se figur A). Væksten i denne sektor har suppleret det traditionelle banksystem og fungerer som en vigtig buffer for økonomien, da banklån er gået tilbage i de

seneste år. Samtidig kan en eventuel negativ udvikling i skyggebankssektoren have større indvirkning på det finansielle system og realøkonomien som helhed. Det skyldes dens voksende betydning på kapitalmarkederne og højere forbundethed inden for denne sektor såvel som med andre dele af den finansielle sektor, herunder banker.

Voksende eksponeringer samt tegn på en øget likviditets- og løbetidsomlægning<sup>33</sup> og større risikovillighed understreger behovet for en tæt overvågning af investeringsforeningssektoren. Der er bekymring for, at hvis investorerne trækker betydelige midler tilbage i tilfælde af spændinger på de finansielle markeder, vil visse typer investeringsforeninger forstærke salgspres og/eller udløse et generelt stormløb på markederne. Jo flere fonde og foreninger, der er aktivt engageret i en likviditetsomlægning, desto større sandsynlighed er der for, at de bliver nødt til at sælge ud i tilfælde af en alvorlig markedsnedgang. Et højt gearingsniveau<sup>34</sup> kan forstærke likviditetsspiralen ved at tvinge fondsforvaltere til at sælge en større del af deres investeringsportefølje for en given udstømning af midler.

<sup>32</sup> Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, Financial Stability Board, 12. november 2015.

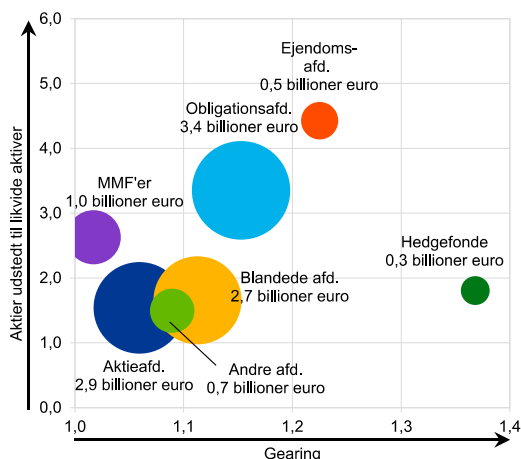
<sup>33</sup> En betydelig del af investeringsforeningerne udsteder daglige indløselige fordringer på finansielle aktiver, som er relativt illikvide. Målt i forhold til de samlede aktiver er 99 pct. af investeringsforeningerne i andre sektorer end ejendomshandel åbne, hvilket betyder, at investorerne kan indløse deres aktier med ret kort varsel. For investeringsforeninger inden for ejendomshandel er denne andel lavere (80 pct.), og varslene ved indløsning er ofte længere, hvilket afspejler de meget illikvide aktiver, disse foreninger ejer.

<sup>34</sup> Se boksen "Synthetic leverage in the investment fund sector", *Financial Stability Review*, ECB, maj 2015.



**Figur B**  
Samlet balancegearing, likviditetsomlægning og samlede aktiver efter afdelingstype

(3. kv. 2015)



Kilde: ECB og ECB's beregninger.

Anm.: X-aksen: gearing (samlede udstedte aktiver/aktier og andele); y-aksen: likviditetsmæssigt misforhold (udstedte aktier og andele/likvide aktiver); boblestørrelse: samlede aktiver i milliarder euro.

Det samlede billede af sårbarheder (se figur B) kan skjule sårbarheder i individuelle store og systemisk vigtige institutioner. Koncentrationen af aktiver i et begrænset antal institutioner, der spiller en særlig stor rolle, kan påvirke udviklingen på markederne under både stressede og normale forhold. Der er tegn på, at investeringsforeningerne har øget deres risikovillighed<sup>35</sup> i form af porteføljeomlægninger til gældsinstrumenter med lavere rating, højere afkast og øget løbetidsbaseret risiko.

Selv om den statistiske dækning af skyggebanksektoren er blevet bedre i de seneste år, er der behov for at få belyst sektorens sammensætning og vækstfaktorer, mere information og forbedrede oplysningskrav for at overvåge og imødegå denne voksende potentielle risikokilde. De sparsomme oplysninger om likviditetsmæssige foranstaltninger i situationer med stress og

foranstaltninger for det samlede niveau af gearing uden for den traditionelle banksektor vil fortsat være en hindring for fuldt ud at forstå typen af risici for finansiel stabilitet og omfanget af disse. Der findes ingen statistisk fordeling for omkring 50 pct. af sektorens samlede aktiver, hvoraf nogle vedrører enheder, der ikke er engageret i skyggebankaktiviteter, mens andre vedrører enheder, der er engageret i risikobetonede aktiviteter. Et begrænset datagrundlag gælder således stadig for ECB's overvågning af risici og sårbarheder.

Visse faktorer, fx tilstrækkelige risikostyringsprocesser og likviditetsstødpuder, mindsker risikoen for, at skyggebanker bidrager til at forstærke et scenarie med et uønsket stød. Selv om investeringsforeningssektoren er underlagt tilsynsregulering, mangler de fleste eksisterende regler et systemisk perspektiv og vil muligvis ikke være egnet til at forebygge en akkumulering af risici i sektoren som helhed eller imødegå risici for finansiel stabilitet i tilfælde af en systemisk hændelse.

## 3.2 ECB's makroprudentielle funktion

Den 4. november 2014 påtog ECB sig de makroprudentielle beføjelser, den havde fået tildelt i henhold til SSM-forordningen til at tackle nye mulige systemiske risici i det finansielle system, og 2015 var derfor det første hele år, hvor ECB varetog sine

<sup>35</sup> Se boksen "Debt securities holdings of the financial sector in the current low-yield environment", *Financial Stability Review*, ECB, november 2015.

nye opgaver på dette område. ECB har to mandater inden for makroprudentielle politikker i SSM-lande.<sup>36</sup>

For det første kan ECB indføre større krav til kapitalstødpuder end dem, der pålægges af de nationale myndigheder, og indføre strengere foranstaltninger for at imødegå systemiske eller makroprudentielle risici i overensstemmelse med de procedurer, der er angivet i relevant EU-lovgivning. ECB kan fx pålægge bankerne højere krav til: modcykliske stødpuder, stødpuder mod systemiske risici (hvis de er gennemført i national ret), kapitalgebyrer på systemisk vigtige institutioner, risikovægte på eksponering over for risici i ejendomssektoren og den intra-finansielle sektor, begrænsninger på store engagementer og yderligere rapporteringskrav.

For det andet er nationale myndigheder forpligtet til at underrette ECB, når de planlægger at indføre eller ændre en makroprudentiel foranstaltning. ECB vurderer de planlagte foranstaltninger og kan vedtage at anvende højere krav ("top-up"). Nationale myndigheder overvejer ECB's kommentarer, før de træffer en beslutning.

Da de makroprudentielle foranstaltninger, der er gennemført i de enkelte medlemslande, kan have konsekvenser på tværs af grænser eller sektorer, overvåger ECB aftaler om gensidighed. De skal anvendes gennemsigtigt for at begrænse en utilsigtet negativ afsmittning på tværs af grænser eller sektorer, fortrinsvis i henhold til ESRB's anbefaling 2015/2 om vurderingen af grænseoverskridende virkninger af og frivillig gensidighed vedrørende makroprudentielle politiske foranstaltninger (se nedenfor).<sup>37</sup> Med dette for øje støtter ECB også en konsekvent anvendelse af makroprudentielle instrumenter i alle SSM-lande via det igangværende arbejde i Udvalget for finansiel stabilitet samt drøftelser i ECB's besluttende organer.

## Makroprudentielle beslutninger i 2015

ECB's styrelsesråd har ansvaret for at træffe makroprudentielle beslutninger. ECB har nedsat et makroprudentielt forum, som består af ECB's styrelsesråd og tilsynsråd. Det makroprudentielle forum mødtes en gang i kvartalet i 2015 for at drøfte risici for SSM-området og de enkelte SSM-lande samt andre emner, der er relevante ud fra et makroprudentielt perspektiv. Styrelsesrådets makroprudentielle beslutninger træffes i samråd med Udvalget for finansiel stabilitet, der består af repræsentanter fra ECB, nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder, og en struktur internt i ECB bestående af repræsentanter fra ECB's makro- og mikroprudentielle områder.

ECB's Financial Stability Review identificerer de risici i euroområdet som helhed, som danner udgangspunkt for en makroprudentiel risikoafdækning. Den makroprudentielle drøftelse har dog primært fokus på de risici, der er mest relevante

<sup>36</sup> Formålet med de makroprudentielle politikker er at forebygge en for stor koncentration af risici, gøre den finansielle sektor mere robust og begrænse afsmittende virkninger.

<sup>37</sup> Se specialudgaven "A framework for analysing and assessing cross-border spillovers from macroprudential policies", *Financial Stability Review*, ECB, maj 2015.

for banker som følge af de tilgængelige makroprudentielle politiske værktøjers fokus på banksektoren og ECB's mandat inden for det makroprudentielle område.

Styrelsesrådets vurdering i 2015 var, at der på det aktuelle stadie i den finansielle cyklus ikke var behov for at vedtage bredt funderede modcykliske makroprudentielle foranstaltninger. Vurderingen tog også hensyn til de tiltag på det makroprudentielle område, som eurolandene allerede har indført for at gøre banksystemet mere robust og forebygge, at der opstår ubalancer, især i ejendomssektoren. ECB gennemgik desuden de makroprudentielle politikker, som medlemslande havde benyttet eller kan benytte som svar på situationen med lav rente.

I 2015 underrettede de nationale myndigheder i de 19 SSM-lande ECB om 48 makroprudentielle politikker, hvoraf 28 vedrørte modcykliske kapitalstødpuder, 18 vedrørte andre systemisk vigtige institutioner, og to vedrørte indførelsen af en stødpude mod systemiske risici. I næsten alle tilfælde var der forud for den formelle underretning sket en uformel orientering som led i samarbejdet mellem ECB og de nationale myndigheder.

Da ECB var blevet underrettet om de makroprudentielle beslutninger vedtaget af nationale kompetente og udpegede myndigheder, foretog Styrelsesrådet sin vurdering af foranstaltningerne i henhold til SSM-forordningens artikel 5, stk. 1, og besluttede ikke at gøre indsigelser mod myndighedernes beslutninger.

## 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. ESRB's primære opgave er at bidrage til forebyggelse og begrænsning af systemiske risici for finansiell stabilitet i EU i banksektoren, forsikringssektoren, andre finansielle institutioner og finansielle markeder. I sit arbejde trækker ESRB på de nationale centralbankers, de nationale tilsynsmyndigheders og de europæiske tilsynsmyndigheders ekspertise.

I 2015 iværksatte ECB og ESRB et fælles arbejde vedrørende overvågning og vurdering af risici for finansiell stabilitet, der opstår under forholdene med lave renter, og eventuelle makroprudentielle politiske tiltag. Vurderingen af disse risici er endnu ikke afsluttet. Den omfatter ikke kun banker, men også andre typer finansielle institutioner, finansielle markeder og markedsinfrastruktur, generelle spørgsmål i det finansielle system og samspillet med den bredere økonomi.

På EU-niveau spillede ESRB fortsat en vigtig rolle i koordineringen af den makroprudentielle politik. I januar 2016 blev der offentliggjort to anbefalinger vedrørende grænseoverskridende aspekter af den makroprudentielle politik: den ene om fastlæggelse af den modcykliske kapitalstødpude for eksponeringer over for lande uden for Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EØS) og den anden om frivillig gensidighed for makroprudentielle politiske tiltag.

### 3.3 SSM – ECB's mikroprudentielle funktion

#### Det første hele år med SSM-tilsyn

2015 var det første hele år med Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) i funktion. SSM blev som den første søjle i bankunionen fuldt operationel den 4. november 2014. Efter den omfattende vurdering i 2014 koncentrerede tilsynet med signifikante banker, dvs. 123 i 2015, sig om opfølgning på disse resultater. Det omfattede først og fremmest opfølgning på resultaterne af en gennemgang af aktivkvaliteten og tilsyn med kapitalplanerne for de banker, der ifølge den omfattende undersøgelse havde et kapitalunderskud.

ECB's banktilsyn spillede også en afgørende rolle for håndteringen af den finansielle uro i Grækenland. Efter at der var opnået politisk enighed i juli, foretog ECB en omfattende vurdering for at bedømme de græske signifikante bankers behov for rekapitalisering. Sammen med Bank of Greece overvågede ECB situationen for de græske mindre signifikante banker. ECB vil fortsat være aktivt engageret i at sikre, at Grækenland har et sundt og robust banksystem.

At sikre lige vilkår for tilsynet med banker i euroområdet var en forudsætning for en vellykket SSM. SSM har bidraget til at sikre dette ved at udarbejde en fælles metode for tilsynet med banker. Et godt eksempel på den fælles tilgang til tilsyn var, at 2015 var det første år, hvor alle signifikante banker i euroområdet blev vurderet efter en tilsynskontrol- og evalueringsproces (SREP).

Hvad angår tilsynet med mindre signifikante banker, som de nationale kompetente myndigheder har det direkte ansvar for, var ECB's primære mål at sikre en ensartet anvendelse af høje tilsynsstandarder i hele SSM. Til dette tilsyn blev der i 2015 udviklet en række forskellige fælles tilsynsstandarder, som kunne vejlede de nationale kompetente myndigheder i at udføre visse procedurer, fx fælles standarder for tilsynsplaner og genopretningsplaner. I den forbindelse var et andet vigtigt igangværende arbejde udviklingen af en fælles metode for risikovurderingssystemerne.

I sin nye rolle arbejdede ECB på aftalememoranda med de andre regulerende og tilsynsførende myndigheder, fx Den Fælles Afviklingsinstans, der skulle sikre en effektiv informationsudveksling og et velfungerende samarbejde.

Yderligere oplysninger om ECB's mikroprudentielle funktion findes i [ECB's Årsberetning om tilsynsarbejdet 2015](#).

## 3.4 ECB's bidrag til lovgivningsmæssige tiltag

Ud fra hensynet til såvel mikroprudentielt tilsyn som finansiel stabilitet bidrager ECB aktivt til udarbejdelsen af et regelsæt på europæisk og internationalt plan. De vigtigste lovgivningsmæssige spørgsmål for ECB i 2015 vedrørte politikker, der sigter mod at i) bryde forbindelsen mellem banker og stater, ii) begrænse risikotagning og opbygge robusthed og iii) løse problemet med banker, som er for store til at blive nødlidende ("too big to fail").

### 3.4.1 Nedbrydning af forbindelsen mellem banker og stater

ECB bidrog i 2015 til en række tiltag, der sigter mod at bryde forbindelsen mellem banker og stater. Disse tiltag kan opdeles i to store politikområder: i) oprettelsen af bankunionen og ii) drøftelser om en mulig revision af den reguleringsmæssige behandling af statseksponeringer.

Der blev gjort store fremskridt hen imod oprettelsen af bankunionen i 2015. Oprettelsen af Den Fælles Afviklingsmekanisme (SRM) den 1. januar 2015, som er et nødvendigt supplement til SSM, betyder, at to af bankunionens søjler er på plads. SSM og SRM afstemmer sammen ansvars- og beslutningsniveauerne for tilsyn med og afvikling af banker i bankunionen. Europa-Kommissionens forslag til bankunionens tredje søjle – en europæisk indskudsgarantiordning – blev offentliggjort den 24. november 2015.

### Bankunionens anden søjle: Den Fælles Afviklingsmekanisme med en Fælles Afviklingsfond

Den Fælles Afviklingsinstans (SRB) begyndte sit indledende arbejde i 2015 med at udarbejde procedurer, afviklingsplaner og andre lignende opgaver. Siden 1. januar 2016 har SRB haft kontrollen over alle afviklingsbeføjelser for alle enheder, der falder inden for dens kompetenceområde, i henhold til SRM-forordningen, herunder brugen af Den Fælles Afviklingsfond (SRF). Et tilstrækkeligt antal medlemslande opfyldte deres forpligtelse til at ratificere den mellemstatslige aftale<sup>38</sup> om SRF ultimo november 2015. Det gjorde SRM-forordningens væsentlige bestemmelser (navnlig afviklingsbeføjelserne) gyldige og gjorde SRF operationel fra den 1. januar 2016.

<sup>38</sup> Aftalen omfatter: i) overførsel af bidragene fra de nationale afviklingsmyndigheder til de nationale afdelinger; ii) fremrykket gensidiggørelse af de midler, der er til rådighed i de nationale afdelinger; iii) den rækkefølge, som finansielle ressourcer skal mobiliseres i for at finansiere afvikling fra afdelingerne og andre kilder; iv) eventuel efterfølgende tilførsel af midler til afdelingerne; v) eventuelt midlertidige udlån mellem nationale afdelinger.

Hvis SRM skal være troværdig, er det helt afgørende at sikre en effektiv og tilstrækkelig finansiering af SRF. I en overgangsperiode på otte år, mens SRF fyldes op til sit målniveau<sup>39</sup>, vil SRF bestå af nationale afdelinger. I denne periode vil afholdelsen af afviklingsomkostninger gradvis blive gjort gensidige, indtil afdelingerne til sidst er smeltet sammen til en fælles, fuldt gensidig fond. Da der kan opstå situationer, hvor SRF mangler tilstrækkelige midler, og de ex post-bidrag, der opkræves for at dække kapitalmanglen, ikke er umiddelbart tilgængelige, præciserer SRM-forordningen, at SRB skal kunne bringe alternativ finansiering af SRF i stand. I lyset heraf vedtog de deltagende medlemslande og SRB også i 2015 et system med nationale kreditfaciliteter, der om nødvendigt skal sørge for mellemfinansiering til SRF i overgangsperioden. De samlede kreditfaciliteter udgør 55 mia. euro, hvilket stort set svarer til det stabile målniveau for SRF. Næste skridt bliver at udvikle en fælles bagstopper som erstatning for de nationale kreditfaciliteter. Den fælles bagstopper bør være operationel før udgangen af overgangsperioden.

## Bail-in-foranstaltningerne er blevet fuldt implementeret

Nødlidende bankers tab og rekapitaliseringsbehov skal først og fremmest bæres af aktionærene og kreditorerne. Dette sikres navnlig med bail-in-værktøjet, der kan anvendes for godkendte passiver, for hvilke de relevante bestemmelser i EU-direktivet om genopretning og afvikling af banker (BRRD) og SRM-forordningen trådte i kraft den 1. januar 2016. Kapitalinstrumenter kan nedskrives eller konverteres til egenkapital i henhold til BRRD og SRM-forordningen, og alle passiver, der er omfattet af bail-in-værktøjet, kan nedskrives eller konverteres, når og hvis det er nødvendigt, for at absorbere tab og tilføre frisk kapital til en nødlidende bank. For at sikre, at værktøjet er effektivt, fastsætter SRB og de nationale afviklingsmyndigheder i samråd med ECB og de kompetente myndigheder niveauet for minimumskravet til egenkapital og passiver anerkendt til bail-in for bankerne i henhold til deres respektive ansvar. Dette minimumskrav fastsættes på et niveau, der er passende for at sikre afvikling i forbindelse med den afviklingsplan, der er udarbejdet for hver bank. Samarbejde mellem myndighederne i bankunionen er nødvendigt og har høj prioritet.

## Samarbejde mellem SRM og SSM

EU-rammen for krisestyring forpligter tilsyns- og afviklingsmyndigheder til at samarbejde. På den ene side skal SSM som kompetent myndighed arbejde tæt sammen med SRM om genopretningsplaner, gennemførelse af foranstaltninger til tidlig indgriben og vurdering af banker, der er nødlidende eller forventeligt nødlidende. På den anden side skal SRM samarbejde med SSM om afviklingsplaner og vurdering af en banks afviklingsmuligheder samt om gennemførelse af afviklingsforanstaltninger. Dette samspil hviler på tre grundpiller: komplementære institutionelle roller, samarbejde og tæt koordinering.

<sup>39</sup> Målniveauet er 1 pct. af de samlede dækkede indskud i bankunionen, hvilket svarer til ca. 55 mia. euro.

For at samarbejdet kan fungere, kræver det en effektiv koordinering mellem SSM og SRM. Med dette for øje har ECB udnævnt næstformanden for Tilsynsrådet, Sabine Lautenschläger, som fast observatør på SRB's eksekutiv- og plenarmøder. Tilsvarende vil ECB invitere SRB's formand, Elke König, til at deltage som observatør i ECB's tilsynsråds møder i forbindelse med drøftelser om spørgsmål, der er relevante for SRB. Begge myndigheder underskrev den 22. december 2015 et aftalememorandum, der fastlægger samarbejdet og informationsudvekslingen mellem dem.

## Bankunionens tredje søjle: en europæisk indskudsgarantiordning

Foruden SSM og SRM er en europæisk indskudsgarantiordning også en vigtig søjle, der skal sikre, at indskydernes tillid altid er lige stor i hele bankunionen. Det er en forudsætning for at sikre lige vilkår. Europa-Kommissionen stillede den 24. november 2015 et forslag til en sådan ordning som den tredje søjle i bankunionen. Forslaget fastlægger en klar køreplan mod en fælles europæisk indskudsgarantiordning, der starter med et genforsikringsystem og derefter går til en medforsikringsfase via et gradvis stigende finansieringsbidrag på europæisk plan for til sidst at nå et system, hvor al finansiering til indskudsgarantien ydes af en europæisk indskudsgarantifond. En europæisk indskudsgarantiordning støttes af Kommissionen og blev fremlagt i de fem formænds rapport som et vigtigt skridt mod en styrkelse af bankunionen efter at have løftet ansvaret for banktilsyn og -afvikling over niveauet for de deltagende medlemslande. En europæisk indskudsgarantiordning vil samtidig styrke de to andre søjler. Den 24. november 2015 offentliggjorde Kommissionen også en meddelelse om færdiggørelsen af bankunionen, der – ud over indførelsen af en sådan ordning – indeholder yderligere tiltag til at fjerne de resterende hindringer for fuldstændigt lige vilkår i alle banksektorer, fx ved at reducere nationale valgmuligheder og skøn i anvendelsen af tilsynsregler eller fremme konvergens i konkurslovgivningen.

## Den reguleringsmæssige behandling af statseksponeringer

Den seneste finansielle krise har vist, at den implicite antagelse om, at statsgæld er risikofri, ikke stemmer. Derfor er der behov for en gennemgang af de gældende retlige rammer for statsgældsrisici. En finansiell regulatorisk ændring inden for dette område kræver en global løsning for at sikre lige vilkår for bankerne. Baselkomiteen for Banktilsyn varetager gennemgangen af den eksisterende reguleringsmæssige behandling af statsgældsrisiko på globalt plan og vil overveje mulige politiske løsninger. Baselkomiteen foretager sin gennemgang på en omhyggelig, holistisk og gradvis måde. Det er målet også at vurdere de bredere spørgsmål vedrørende statsobligationsmarkedernes rolle og den indvirkning, ændringer i de retlige rammer kan have på denne rolle og på visse markedssegmenter.

Fordele og ulemper ved enhver ændring af de retlige rammer bør nøje afvejes. Det er vigtigt, at vurderingen afspejler den mulige indvirkning på markedets funktion og finansiell stabilitet og tager højde for en eventuel negativ påvirkning af andre



aktivklasser, der forringer bankernes kapacitet som finansielle formidlere. Derudover bør der tages behørigt hensyn til statsobligationers likviditetsfunktion og eventuelle konsekvenser for den pengepolitiske transmission.

### 3.4.2 Begrænsning af risikotagning og opbygning af robusthed

ECB bidrog til færdiggørelsen af flere lovgivningsmæssige reformer i 2015, men der er fortsat en række centrale spørgsmål på dagsordenen. Disse vedrører primært færdiggørelsen af reglerne for gearing og den strategiske gennemgang af kapitalkravsreglerne.

#### Færdiggørelsen af reglerne for gearing

En overdreven gearing var utvivlsomt en af de grundlæggende årsager til den finansielle krise. De største banker i Europa havde opbygget en betydelig gearing før den finansielle krise, da deres mediagearing var steget til ca. 33 gange kernekapitalen i tiden op til krisen, og nogle banker havde endda en gearing på 50 gange kernekapitalen.<sup>40</sup> En samlet og velkalibreret gearingsgrad, der fungerer sideløbende med de risikobaserede kapitalkravsregler, er et vigtigt værktøj til imødegåelse af risici ved overdreven gearing. ECB's undersøgelser tyder på, at gearingsgraden, der er et effektivt supplement til risikobaserede kapitalkravsregler, markant ville mindske sandsynligheden for, at højt gearede banker bliver nødlidende.<sup>41</sup> Visse aspekter af reglerne for gearing bliver stadig drøftet i Baselkomiteen, og det forventes, at gennemgangen af kalibreringen af gearingsgraden vil blive afsluttet engang næste år. Et minimumskrav på 3 pct. for Tier 1-gearingsgraden afprøves indtil 1. januar 2017, hvorefter eventuelle endelige justeringer af regelsættet skal foretages for efterfølgende at overgå til søjle 1-behandling den 1. januar 2018. På europæisk plan har Den Europæiske Banktilsynsmyndighed påbegyndt sin rapport om kalibrering og virkninger af gearingsgraden. Rapporten vil indeholde en vurdering af gearingsgradens virkninger under hensyntagen til mulige adfærdsmæssige følger af et gearingskrav, samspillet med andre tilsynskrav og konjunkturfølsomhed.

#### Den strategiske gennemgang af kapitalkravsreglerne

Et vigtigt politisk mål for ECB er at sikre, at bankernes kapitalprocenter er robuste og sammenlignelige på tværs af landene. I den forbindelse har flere undersøgelser foretaget af Baselkomiteen og Den Europæiske Banktilsynsmyndighed påpeget uforholdsmæssigt store variationer i bankernes kapitalkrav i de seneste år. Som et samlet politisk svar på bekymringerne har Baselkomiteen iværksat en strategisk

<sup>40</sup> Se "Is Europe overbanked?", *Reports of the Advisory Scientific Committee*, nr. 4, ESRB, juni 2014.

<sup>41</sup> Se M. Grill, J. H. Lang og J. Smith, "The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability", Special Feature A, *Financial Stability Review*, ECB, november 2015.

gennemgang af Basel-kapitalkravene. Formålet med det igangværende arbejde er at udarbejde en metode, der kan begrænse brugen af bankernes egne modeller til et udvalg af porteføljer, der er egnet til modellering. Denne metode pålægger yderligere restriktioner på modelleringen af disse porteføljer, bl.a. ved at definere nedre grænser eller fjerne modelleringen af bestemte parametre. Den ville også kræve, at lovpligtig kapital for alle tilbageværende porteføljer beregnes ved hjælp af alternative metoder, der var defineret af Komiteen. Gennemgangen sigter mod at opnå bedre balance mellem enkelhed, sammenlignelighed og risikofølsomhed og at nå Komiteens målsætninger om tilstrækkelighed, robusthed og ensartethed i gennemførelsen.

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

#### Standarden for den samlede tabsabsorberende kapacitet for globalt systemisk vigtige banker og konsekvenserne for EU

Standarden for den samlede tabsabsorberende kapacitet (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) for globalt systemisk vigtige banker (G-SIB'er), der blev vedtaget af Financial Stability Board i november 2015, er udformet sådan, at nødlidende G-SIB'er vil have tilstrækkelig tabsabsorberende kapacitet og rekapitaliseringskapacitet til at gennemføre en velordnet afviklingsstrategi. Det markerer en vigtig milepæl i at løse "too big to fail"-problematikken. Det er vigtigt for ECB både af hensyn til finansiell stabilitet og i en tilsynsmæssig sammenhæng, og ECB har derfor bidraget aktivt til udarbejdelsen af TLAC-kravet.

TLAC-standarden opstiller et minimumskrav til den samlede tabsabsorberende kapacitet og definerer kriterier for godkendelse af instrumenter og passiver som TLAC, der skal sikre, at disse instrumenter og passiver er frit tilgængelige til at absorbere tab i en afviklingssituation. Et sådant minimumskrav til TLAC for alle G-SIB'er vil bidrage til at sikre lige vilkår på globalt plan. Myndigheder kan om nødvendigt også hæve TLAC-kravet til over minimum for en G-SIB i det enkelte tilfælde. Minimumskravet til TLAC måles mod et risikovægtet og ikke-risikovægtet benchmark. G-SIB'er skal således have en TLAC på mindst 16 pct. af afviklingskoncernens risikovægtede aktiver fra 1. januar 2019 og mindst 18 pct. fra 1. januar 2022. For det ikke-risikovægtede benchmarks vedkommende skal deres TLAC desuden være mindst 6 pct. af Basel III-gearingsgradens nævner fra og med 1. januar 2019 og mindst 6,75 pct. fra og med 1. januar 2022.<sup>42</sup>

TLAC-kravet ligner minimumskravet til egenkapital og passiver godkendt til bail-in i EU's afviklingsramme, selv om der er væsentlige forskelle. Først og fremmest gælder TLAC-kravet kun for G-SIB'er, mens minimumskravet til egenkapital og

<sup>42</sup> TLAC indskrænker ikke myndighedernes beføjelser til om nødvendigt at nedskrive andre passiver eller konvertere dem til egenkapital, hvis de er omfattet af bail-in-værktøjet.

godkendte passiver gælder for alle kreditinstitutter og investeringsselskaber og ikke har nogen nedre minimumsgrænse i modsætning til TLAC. De to standarder bør bringes i overensstemmelse med hinanden via revisionsklausulen i BRRD ved udgangen af 2016, dog under hensyntagen til forskellen i anvendelsesområde.

### 3.5 Kapitalmarkedsunion

Eurosystemet støtter op om oprettelsen af en kapitalmarkedsunion i Europa. En kapitalmarkedsunion vil kunne supplere bankunionen og styrke Den Økonomiske og Monetære Union ved at forbedre risikodelingen på tværs af grænser og gøre det finansielle system mere robust.<sup>43</sup> Kapitalmarkedsunionen vil også på en afgørende måde støtte europæisk vækst ved at diversificere finansieringskilderne og forbedre virksomhedernes adgang til finansiering. Den 30. september 2015 offentliggjorde Europa-Kommissionen en handlingsplan, der opridsede en række foranstaltninger til etablering af hovedelementerne i kapitalmarkedsunionen inden udgangen af 2019. ECB hilser handlingsplanen velkommen og bakker op om dens tidlige tiltag, navnlig forslagene til et fælles europæisk regelsæt for securitisering, der også omfatter differentieret tilsynsmæssig behandling for at opnå en enkel, gennemsigtig og standardiseret securitisering, inklusive reducerede kapitaludgifter for bankerne. Det vil bidrage til at puste nyt liv i securitiseringsmarkedene.

Men for at kunne høste fordelene ved kapitalmarkedsunionen kræver det, at der arbejdes på at opnå en højere grad af finansiel integration. Der opnås fuld integration, hvis alle markedsdeltagere med samme relevante karakteristika er underlagt samme regelsæt, har lige adgang til markedene og behandles lige, når de er aktive på markedet. Men det kræver en langsigtet vision kombineret med en ambitiøs dagsorden for det videre arbejde. National lovgivning om insolvens, skat og værdipapirer bør fx i højere grad være harmoniseret.

Den handlingsplan, Kommissionen har offentliggjort, fremsætter en række tidlige tiltag. Foruden forslaget om et europæisk regelsæt for securitisering offentliggjorde Kommissionen en høring om udvikling af et fælleseuropæisk regelsæt for dækkede obligationer og et forslag om at gå reglerne for udarbejdelse af prospekter efter i sømmene. Førstnævnte sigter mod at bygge videre på nationale ordninger og undersøge mulighederne for dækkede obligationer for lån til små og mellemstore virksomheder, mens sidstnævnte søger at forbedre adgangen til finansiering for virksomhederne og forenkle oplysningerne for investorerne. Navnlig bør hindringer for adgangen til information om små og mellemstore virksomheder fjernes. Disse tiltag vil bidrage til den videre integration af kapitalmarkederne.

Alt i alt vil en kapitalmarkedsunion kræve en kombination af tidlige tiltag med hurtig gennemslagskraft ("quick wins") for at bevare fremdriften samt en vedvarende indsats over en årrække på en lang række områder, der er helt afgørende for kapitalmarkedernes funktion.

---

<sup>43</sup> "Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper", 21. maj 2015.

# Andre opgaver og aktiviteter

## 1 Betalingsinfrastruktur og betalinger

Betalingsinfrastrukturen muliggør clearing og afvikling af betalinger, værdipapirer og derivater. Infrastrukturens sikkerhed og effektivitet er afgørende for at opretholde tilliden til euroen og understøtte de pengepolitiske operationer og stabiliteten i det finansielle system som helhed. Integrationen af betalingsinfrastruktur på tværs af landegrænser i Europa er en nødvendig forudsætning for et ægte indre marked.

Eurosystemet spiller en central rolle i betalingsinfrastrukturen og betalingerne for efterhandel i tre funktioner – som operatør, katalysator og overvåger. Eurosystemet driver Target2, som er afviklingssystemet for realtidsafvikling af store og tidskritiske betalinger i euro i centralbankpenge. For at fremme grænseoverskridende sikkerhedsstillelse tilbydes korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) i Eurosystemets kreditoperationer. Derudover har Eurosystemets nye infrastruktur – Target2-Securities (T2S) – siden juni 2015 tilbudt værdipapirafvikling i centralbankpenge. Eurosystemets vision for 2020, der opridser strategien for fremtidens betalingsinfrastruktur, er beskrevet i afsnit 1.1 nedenfor.

I sin egenskab af katalysator bidrager Eurosystemet aktivt til at hjælpe branchen med at harmonisere efterhandelsprocesser efter indførelsen af T2S og til at finde sikre og effektive løsninger for betaling, clearing og afvikling af detailbetalinger i euroområdet. Eurosystemet har udformet implementeringen af det fælles eurobetalingsområde (SEPA) fra begyndelsen og vil fortsat arbejde aktivt inden for detailbetalinger som en drivkraft for innovation. Nye tiltag som følge af den stigende digitalisering af betalingsvirksomhed er beskrevet nærmere i afsnit 1.2.

Som led i sin overvågningsfunktion sikrer Eurosystemet en effektiv risikostyring og etablering af gode ledelsessystemer for betalingsinfrastrukturen og iværksætter om nødvendigt ændringer. Som en del af sit arbejde med udvikling af internationale standarder samarbejder Eurosystemet fx med branchen om at styrke betalingsinfrastrukturens modstandskraft over for cyberangreb. Der arbejdes også på at forbedre sikkerheden og effektiviteten af detailbetalinger. I forhold til overvågningen af betalingsinfrastrukturen for værdipapirer og derivater færdiggjorde Eurosystemet – i samarbejde med de relevante overvågere og tilsynsmyndigheder – vurderingen af T2S-designet, før platformen blev sat i drift. Derudover har der været fokus på risici i centrale modparter på grund af deres stigende systemiske vigtighed. Dette er nærmere beskrevet i afsnit 1.3.

### 1.1 Idriftsættelse af T2S og den fremtidige betalingsinfrastruktur

I juni 2015 blev Eurosystemets nye fælles platform for værdipapirafvikling, Target2-Securities, sat i drift. Fem værdipapircentraler i henholdsvis Grækenland, Italien, Malta, Rumænien og Schweiz er forbundet til platformen, og de resterende

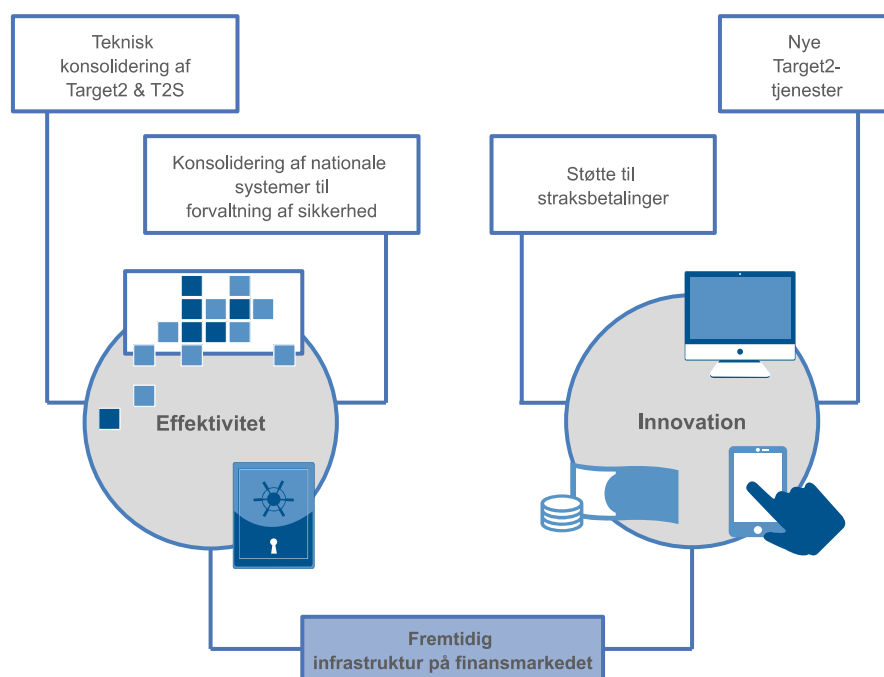
16 markeder vil følge efter i løbet af de kommende to år. Flervalutadimensionen i T2S bliver implementeret, når den danske krone kan afvikles på platformen fra 2018. Flere lande og valutaer forventes at deltage i T2S i fremtiden.

T2S udjævner forskelle mellem indenlandsk og grænseoverskridende værdipapirafvikling og fjerner dermed ulemperne ved den tidligere fragmentering af markedet. T2S har været en vigtig drivkraft for harmoniseringen af efterhandelstjenester og -standarder og bidrager til større finansiell integration med et ægte europæisk indre marked.

Efterhånden som overgangen til T2S skrider frem, ser Eurosystemet fremad for at sikre, at betalingsinfrastrukturen og betalinger holder trit med den teknologiske udvikling og dermed også kan udnytte fremtidige effektivitetsforbedringer. Eurosystemets vision for 2020 opridser en strategi for betalingsinfrastrukturen, der består af tre handlingspunkter.

### Diagram 1

Den europæiske betalingsinfrastruktur – vision for 2020 og frem



Kilde: ECB.

Det første handlingspunkt er at undersøge synergier mellem Target2 og T2S. Den tekniske infrastruktur vil blive konsolideret, så Target2 kan udnytte de nyeste funktioner, der aktuelt findes i T2S, eksempelvis ved at optimere likviditetsbesparende funktioner yderligere. Det andet handlingspunkt er at undersøge mulighederne for at understøtte udviklingen af en fælleseuropæisk løsning for straksbetalinger (se afsnit 1.2). Det tredje er at harmonisere og forbedre effektiviteten af Eurosystemets forvaltning af sikkerhedsstillelse yderligere, herunder en mulig harmonisering af teknikker og procedurer for sikkerhedsstillelse. Hvis

harmoniseringsarbejdet bærer frugt, kan forretningsgrundlaget for et fælles system til forvaltning af sikkerhedsstillelse komme under overvejelse.

I sine bestræbelser på at realisere visionen for 2020 vil Eurosystemet arbejde tæt sammen med markedet og drage fordel af dets synspunkter for at sikre, at Europas betalingsinfrastruktur er skræddersyet til markedets behov.

## 1.2 Digitaliseringen af betalingsvirksomhed

Efter den vellykkede overgang til SEPA for kreditoverførsler og direkte debiteringer i euroområdet har betalingssektoren og Eurosystemet skiftet fokus fra harmonisering og integration til modernisering og innovation. Det har været nødvendigt på grund af digitaliseringens udbredelse i hverdagen. Betalingssektoren opfylder brugernes skiftende erfaringer og forventninger. I nogle europæiske lande har mobilbaseret betaling fra person til person eller kontaktløse betalingsløsninger vundet indpas. Nogle af disse løsninger er baseret på straksbetalinger, dvs. betalingsløsninger, der giver modtageren rådighed over midlerne med det samme. Disse tjenester er kun tilgængelige på nationalt plan og har ingen fælleseuropæisk interoperabilitet og rækkevidde.

For at undgå, at de mange forskellige uafhængige nationale løsninger atter medfører en fragmentering af SEPA, støtter Eurosystemet kraftigt op om udviklingen af en fælleseuropæisk straksbetalingsløsning. Euro Retail Payments Board (ERPB), der har ECB som formand, opfordrede betalingssektoren til at fremlægge et forslag til udformningen af en SEPA-ordning for straksoverførsler af kredit i euro. Forslaget, som vil danne et fælles grundlag for europæiske straksbetalingsløsninger, blev godkendt af ERPB i november 2015 og vil danne grundlag for det regelsæt, der er under udarbejdelse i Det Europæiske Betalingsråd (EPC).

Hvad angår clearing og afvikling af straksbetalinger, har ECB indledt en dialog med leverandører af detailbetalingssystemer. ECB overvejer, som operatør af Target2, sin egen rolle i forbindelse med afviklingen af disse betalinger.

Derudover har ECB været involveret i ERPB's arbejde i forbindelse med anbefalinger, der muliggør fælleseuropæiske mobilbetalinger fra person til person og mobil- og kortbaserede kontaktløse betalinger. Fremadrettet vil nye betalingsløsninger og nye betalingstjenesteudbydere, der vinder frem i det voksende e-handelsmiljø, kræve Eurosystemets opmærksomhed.

I februar 2015 udgav ECB sin anden [rapport](#) om virtuelle valutaordninger. Generelt er fokus i branchen skiftet fra "værdi"-aspektet til den indbyggede mekanisme til at overføre værdien, dvs. "blockchain" eller "den fælles regnskabsbog". ECB vil fortsat følge udviklingen af den teknologi, der ligger bag sådanne ordninger.

## 1.3 Styling af risici for centrale modparter

Den globale finansielle krise i 2007-08 afslørede væsentlige mangler i gennemsigtheden og risikostyringen i markederne for derivater, der handles over-the-counter (OTC), navnlig i det segment, hvor transaktioner cleares bilateralt. Derfor vedtog G20-lederne på topmødet i Pittsburgh i 2009, at alle standardiserede OTC-derivativer skulle cleares centralt.

Med denne centrale clearing-forpligtelse påtager centrale modparter sig en voksende del af den finansielle risiko, som er forbundet med transaktioner med OTC-derivater, og deres robusthed får derfor stadig større betydning for den finansielle stabilitet. På den baggrund bad finansministrene og centralbankcheferne fra G20-landene i februar 2015 Financial Stability Board om, i samarbejde med komiteen for betalings- og markedsinfrastruktur (CPMI), Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO) og Baselkomiteen for Banktilsyn, at udvikle en koordineret arbejdsplan for at forbedre de centrale modparterers modstandskraft, genopretningsplaner og afviklingsmuligheder. Arbejdsplanen, der har titlen "2015 CCP Work Plan", har fire hovedelementer: i) en evaluering af tilstrækkeligheden af de eksisterende tiltag for at sikre de centrale modparterers modstandskraft (herunder deres tabsabsorberende evne og likviditet samt stresstest); ii) en status på de centrale modparterers eksisterende inddrivelsesmekanismer, herunder tabsfordelingsværktøjer, og en overvejelse om, hvorvidt der er behov for mere granulære standarder; iii) en gennemgang af de centrale modparterers eksisterende afviklingsordninger og afviklingsplaner samt en overvejelse om, hvorvidt der er behov for mere granulære standarder eller for yderligere forudfinansierede midler samt iv) en analyse af den indbyrdes afhængighed mellem de centrale modparter, deres direkte og indirekte clearingmedlemmer og andre finansielle institutioner samt muligheden for overførsel af risici via disse afhængigheder. ECB er direkte involveret i disse arbejdsområder via de relevante internationale komiteer.

I et skridt mod styrket samarbejde annoncerede ECB og Bank of England den 29. marts 2015<sup>44</sup> en række tiltag med sigte på øget finansiell stabilitet i forhold til centralt afviklede markeder i EU via en koordineret og fælles tilgang. I denne sammenhæng vedtog ECB og Bank of England en forbedret ordning for informationsudveksling og samarbejde for britiske centrale modparter med et stort omfang af eurodenomineret clearing.

Både ECB og Eurosystemets øvrige centralbanker var fortsat involveret i det igangværende arbejde i kollegierne af myndigheder, der fører tilsyn med EU-baserede centrale modparter med et stort omfang af eurodenomineret clearing i henhold til forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR). Dette omfattede i 2015 vedtagelsen af en udvidelse af centrale modparterers tjenester.

ECB offentliggjorde den 2. september 2015 sit svar på Europa-Kommissionens offentlige høring om gennemgangen af EMIR. Svaret fremsatte en række forslag til en styrkelse af de fælles tilsynsrammer for centrale modparter og en forbedring af

<sup>44</sup> Se ECB's [pressemeldelse](#) af 29. marts 2015. Annonceringen fulgte efter Den Europæiske Unions Rets afgørelse af 4. marts (se også kapitel 2, afsnit 6).



kvaliteten af dataindberetningen for derivater med henblik på at skabe øget gennemsigtighed.

## 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 \(MTFA\)](#)<sup>45</sup> og [den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme \(EFSM\)](#)<sup>46</sup>. ECB behandlede i 2015 rentebetalinger i forbindelse med lånene inden for MTFA. Det samlede udestående beløb under faciliteten pr. 31. december 2015 udgjorde 5,7 mia. euro. I 2015 behandlede ECB udbetalingen og tilbagebetalingen af et kortsigtet overgangslån til Grækenland inden for EFSM i henhold til en [beslutning vedtaget af Rådet for Den Europæiske Union](#). ECB behandlede desuden diverse betalinger og rentebetalinger i forbindelse med lånene inden for EFSM. Det samlede udestående beløb under denne mekanisme pr. 31. december 2015 udgjorde 46,8 mia. euro.

Tilsvarende har ECB ansvaret for at behandle betalinger i forbindelse med transaktioner under [den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet](#) (European Financial Stability Facility, EFSF)<sup>47</sup> og [den europæiske stabilitetsmekanisme](#) (European Stabilisation Mechanism, ESM)<sup>48</sup>. ECB behandlede i 2015 diverse rente- og gebyrbetalinger med relation til lån inden for EFSF. I 2015 behandlede ECB udbetalingen af to rater på lånet til Grækenland inden for ESM i henhold til en [beslutning vedtaget af Rådet for Den Europæiske Union](#). 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.<sup>49</sup> Det samlede udestående beløb inden for denne aftale pr. 31. december 2015 udgjorde 52,9 mia. euro.

---

<sup>45</sup> 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.

<sup>46</sup> I overensstemmelse med artikel 122, stk. 2, og 132, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde og artikel 17 og 21 i ESCB-statutten og artikel 8 i Rådets forordning (EU) nr. 407/2010 af 11. maj 2010.

<sup>47</sup> I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk. 5, i rammeaftalen for EFSF).

<sup>48</sup> 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).

<sup>49</sup> 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 2015 inden for rammerne for 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 og statsorganer uden for euroområdet og til internationale organisationer. ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal understøtte, at rammen fungerer gnidningsløst, og skal rapportere til Styrelsesrådet.

I 2015 havde 285 kunder en ERMS-forretningsaftale med Eurosystemet i forhold til 296 i 2014. Med hensyn til tjenesteydelserne steg de samlede aggregerede beholdninger (som omfatter kontante aktiver og værdipapirbeholdninger), der forvaltes inden for ERMS, med ca. 6 pct. i løbet af 2015 i forhold til ultimo 2014.

## 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

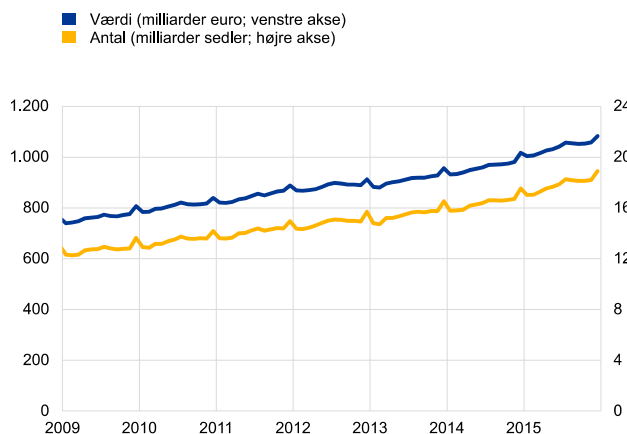
I 2015 steg antallet og værdien af [eurosedler i cirkulation](#) med henholdsvis ca. 7,8 pct. og 6,6 pct. Ultimo året var der 18,9 mia. eurosedler i cirkulation med en samlet værdi på 1.083 mia. euro (se figur 27 og 28). 50-eurosedlen udviste den højeste årsvækst, nemlig 11,8 pct., i 2015. Efterspørgslen efter denne seddelværdi steg voldsomt midt på året. Den mest sandsynlige forklaring på dette er, at turister, der rejste til Grækenland, havde flere kontanter med end normalt på grund af de begrænsninger på kontanthævninger, der blev indført i landet (som dog kun gjaldt residenter). [Produktionen af eurosedlerne](#) er fordelt mellem de nationale centralbanker, der samlet set fik tildelt produktionen af 6,0 mia. eurosedler i 2015.

Det anslås, at ca. en fjerdedel af de cirkulerende eurosedler (målt i værdi) befinder sig uden for euroområdet, primært i de omkringliggende lande. Eurosedlerne, navnlig 500- og 100-eurosedlen, bruges til værdilagring uden for euroområdet og til afvikling af transaktioner på de internationale markeder. Kontanter har den fordel, at de kan straksafvikles, uden at modpartens solvens skal vurderes.

I 2015 steg det samlede antal euromønter i cirkulation med 4,7 pct. til 116,1 mia. i slutningen af 2015. Ultimo 2015 var værdien af de cirkulerende mønter 26,0 mia. euro, hvilket var 4 pct. højere end ultimo 2014.

**Figur 27**

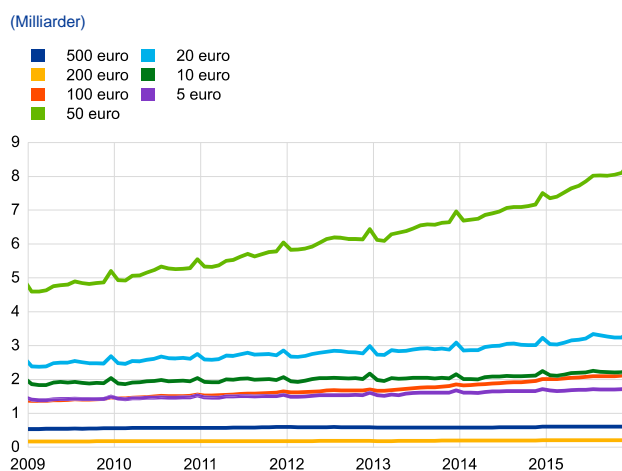
Antal og værdi af eurosedler i cirkulation



Kilde: ECB.

**Figur 28**

Antal eurosedler i cirkulation efter seddelværdi



Kilde: ECB.

I 2015 kontrollerede de nationale centralbanker ca. 32,9 mia. eurosedlers ægthed og egnethed og tog ca. 5,2 mia. af dem ud af cirkulation. Eurosystemet bistod fortsat fabrikanter af udstyr til håndtering af pengesedler for at sikre, at deres maskiner opfylder ECB's standarder for kontrol af eurosedlers ægthed og egnethed inden recirkulation. I 2015 kontrollerede kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder 31 mia. eurosedlers ægthed og egnethed ved hjælp af sådanne maskiner.

### 3.2 Falske eurosedler

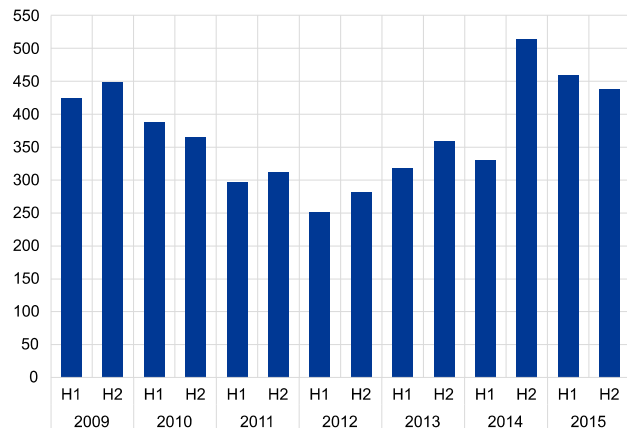
I 2015 tog Eurosystemet ca. 899.000 falske eurosedler ud af cirkulation. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger fortsat meget lavt. Figur 29 viser den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der er taget ud af cirkulation. Det er primært 20- og 50-eurosedlen fra den første serie eurosedler, der forfalskes. I 2015 udgjorde disse to sedler henholdsvis 50,5 pct. og 34,2 pct. af det samlede antal falske sedler. Den beskedne stigning i det samlede antal forfalskninger i 2015 skyldtes hovedsagelig en stigning i antallet af falske 50-eurosedler. Figur 30 viser fordelingen af forfalskninger efter seddelværdi.

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 sikkerhedsэлемент. Desuden tilbydes kontanthåndterende virksomheder både i og uden for Europa løbende uddannelse, ligesom der stilles opdateret informationsmateriale, som kan støtte Eurosystemets kamp mod forfalskning, til rådighed. ECB arbejder også sammen med Europol, Interpol og Europa-Kommissionen om at nå dette mål.

**Figur 29**

Antal falske eurosedler fundet i cirkulation

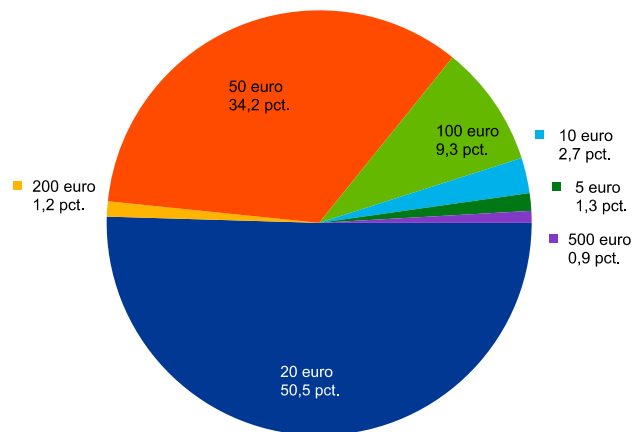
(Tusinder)



Kilde: ECB.

**Figur 30**

Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2015



Kilde: ECB.

### 3.3 Den anden serie eurosedler

Den 25. november 2015 blev en ny 20-euroseddel udsendt. Det er den tredje seddel i [Europa-serien](#). Den nye 20-euroseddel har ligesom den nye 5- og 10-euroseddel, der blev sat i cirkulation i henholdsvis maj 2013 og september 2014, flere forbedrede sikkerhedselementer, herunder et vandmærke med portræt og et "smaragdgrønt tal", der viser en lyseffekt, som bevæger sig op og ned og skifter farve, når sedlen vippes. Den nye 20-euroseddel har desuden et nyt og innovativt sikkerhedselement: et vindue i hologrammet, som viser et portræt af Europa (en figur fra den græske mytologi), når sedlen holdes op mod lyset. I tiden op til indførelsen af den nye 20-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.

De andre seddelværdier i Europa-serien bliver lanceret i løbet af de kommende år.

## 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 2015 regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser statistik for euroområdet. Desuden gjorde ESCB en stor indsats for at implementere de nye internationale statistiske standarder i alle ECB's statistikker og opfylde nye krav om meget punktligt og mere granulære statistikker af høj kvalitet på lande-, sektor- og instrumentniveau.<sup>50</sup>

## 4.1 Nye og forbedrede statistikker for euroområdet

Siden 1. januar 2015 har ECB offentliggjort den daglige 3-måneders spotrente udledt af en rentekurve, der er estimeret ud fra euroområdets statsobligationer med en rating på mindst AA. Siden denne rente blev offentliggjort første gang, har den været anvendt af IMF som eurokomponent i renten på de særlige trækingsrettigheder i stedet for 3-måneders Eurepo-renten.

Siden januar 2015 har statistiske publikationer om værdipapirudstedelser også omfattet en mere detaljeret fordeling på udstedende sektor og instrumenttype i overensstemmelse med den netop vedtagne udgave af det europæiske nationalregnskabssystem (ENS 2010).

I april 2015 blev betalings- og kapitalbalancestatistikken væsentligt forbedret med offentliggørelse af data tilbage til 2008. Dataene er i overensstemmelse med metoden i sjette udgave af IMF's betalingsbalancemanual og omfatter en detaljeret fordeling efter modparternes geografiske område.

Desuden har statistikkerne om den monetære udvikling, bankrentesatser, investeringsforeninger og kreditformidlende selskaber siden juli 2015 inkluderet nye fordelinger, fx fordeling på udstedende sektor og instrumenttype, som overholder ESA 2010. Statistikkerne om investeringsforeninger omfatter yderligere data om nye kategorier af investeringsforeninger, fx kapitalfonde og ETF'er (exchange-traded funds), der er registreret i euroområdet. Statistikkerne om bankrenter omfatter yderligere indikatorer for udestående lån fordelt på restløbetid og næste rentetilpasningsperiode. Renter vedrørende genforhandlede lån er opført særskilt under nye forretninger.

I august 2015 blev de konsoliderede bankdata (ESCB's datasæt for EU's banksystem på konsolideret grundlag) forbedret markant, og hyppigheden blev øget fra halvårligt til kvartalsvis. Forbedringen blev understøttet af, at mængden af sammenlignelig information blev øget markant, da Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds (EBA) gennemførelsesmæssige tekniske standarder for tilsynsrapportering trådte i kraft. Især indikatorerne for aktivkvalitet er i store træk blevet erstattet af nye data om misligholdte engagementer og de vigtigste poster for henstand. Der er også kommet nye mål for likviditet, finansiering og behæftede aktiver.

<sup>50</sup> Yderligere oplysninger findes på [www.ecb.europa.eu/pub/conferences](http://www.ecb.europa.eu/pub/conferences).

I september 2015 offentliggjorde ECB nye statistikker over lån korrigeret for salg og securitisation, som indeholdt mere fyldestgørende information om lån, der var ydet af euroområdet banker, men som ikke længere er opført på deres balance.

I oktober 2015 begyndte ECB at offentliggøre månedlige data om mellemværender i Target2, valutaopdeling af data om noterede aktier udstedt af resider i euroområdet og forbedrede årlige betalingsstatistikker, under hensyntagen til implementeringen af det fælles eurobetalingsområde (SEPA) og andre udviklingstendenser på det europæiske marked for betalinger.

I november 2015 begyndte ECB at udgive en ny kvartalsvis statistisk rapport om husholdningssektoren, der omfatter dens økonomiske og finansielle aktiviteter, med angivelse af nøgleindikatorer for euroområdet og en sammenligning på tværs af de 19 eurolande.

I december 2015 udgav ECB Survey of National Practices, der i detaljer dokumenterede de metoder, der i eurolandene anvendes til indsamling af MFI-balancestatistik.

## 4.2 Øvrig statistisk udvikling

I marts 2015 offentliggjorde ECB en forordning<sup>51</sup> om indberetning af finansielle oplysninger i tilsynsøjemed, som gradvis udvider rapporteringskravene til alle enheder under tilsyn, der endnu ikke indberetter finansielle oplysninger i tilsynsøjemed (FINREP), med iværksættelse fra ultimo 2015.

Mens institutter, der anvender International Financial Reporting Standards (IFRS) på konsolideret plan, allerede er forpligtet til at indsende FINREP-rapporter, udvides den tvungne indberetning nu til også at omfatte: i) signifikante koncerner under tilsyn, som anvender et nationalt regnskabssystem, ii) signifikante enheder under tilsyn, som indberetter på et individuelt grundlag under anvendelse af IFRS og et nationalt regnskabssystem, og iii) mindre signifikante koncerner, som er underlagt et nationalt regnskabssystem, og mindre signifikante enheder under tilsyn.

ESCB fortsatte sit arbejde med flere igangværende projekter for på sigt at forbedre tilgængeligheden og kvaliteten af statistikker på baggrund af nye eller væsentligt forbedrede mikrodatabaser. I 2015 blev der gjort en betydelig indsats for at udvikle den nye ramme for indsamling af granulære kreditdata, idet et udkast til en forordning blev offentliggjort i december 2015 i lyset af den store offentlige interesse for projektet, og for at udvide indsamlingen af data om udstedelser og beholdninger af de enkelte værdipapirer. Navnlig [forordningen](#) og [retningslinjen](#) om statistikker over værdipapirbeholdninger blev opdateret for at forbedre indsamlingen af data om beholdninger fra forsikringsselskaber. Der arbejdes også på at indføre nye statistikker for pengemarkedet i euroområdet, som vil omfatte en daglig indsamling af oplysninger om de enkelte transaktioner for alle de vigtigste

<sup>51</sup> Den Europæiske Centralbanks forordning (EU) 2015/534 af 17. marts 2015 om indberetning af finansielle oplysninger i tilsynsøjemed (ECB/2015/13).

pengemarkedssegmenter (dvs. segmentet for sikrede og usikrede transaktioner, valutaswap og OIS (overnight index swap)) fra og med april 2016.

På internationalt niveau var ECB – som medlem af Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics – fortsat stærkt engageret i at nå målsætningerne for initiativet vedrørende datahuller (Data Gaps Initiative), der blev lanceret i april 2009 af G20-landenes finansministre og centralbankchefer med henblik på at lukke de datahuller, der var blevet konstateret i kølvandet på den globale finansielle krise. Efter at de 20 oprindelige henstillinger fra initiativets første fase er udviklet og implementeret, støtter ECB kraftigt op om anden fase, der blev vedtaget i september 2015.

## 5 Økonomisk forskning

Produktionen af videnskabelig forskning af høj kvalitet spiller en afgørende rolle for, at ECB kan nå sine målsætninger og realisere sine skiftende prioriteringer. I 2015 blev den økonomiske forskning styrket på baggrund af de mange vigtige nye udfordringer, som beslutningstagerne stod over for. Dette arbejde blev først og fremmest reorganiseret i et mindre antal (dvs. syv) særlige forskningsklynger. Derudover bidrog tre vigtige forskningsnetværk til at fremme det videre samarbejde om vigtige forskningstemaer i hele ESCB.<sup>52</sup>

### 5.1 ECB's forskningsprioriteter og -klynger

Den økonomiske forskning hos ECB i 2015 foregik på bankplan i syv forskningsklynger, der sammen fokuserede på fire hovedprioriteter: i) indarbejdelse af effekten af ændringer i den økonomiske og finansielle struktur i konjunkturanalyser og -prognoser, ii) vurdering af den pengepolitiske transmission, herunder de ændrede operationelle rammer og gennemførelsen heraf, iii) iværksættelse af mikroprudentiel forskning og forskning i banktilsyn og videreudvikling af makroprudentielle analyser og iv) større indsigt i samspillet mellem den fælles pengepolitik og finans-, struktur- og tilsynspolitik inden for EU's ændrede institutionelle rammer.

I forbindelse med prioritet i) og ii) havde forskningsarbejdet fokus på at opnå en dybere forståelse for årsagerne til den lave inflation og de gentagne fejlskøn med hensyn til inflationen. Resultaterne understregede, at både eksterne og interne kanaler spillede en rolle. På den eksterne side blev vanskelighederne ved at forudsige oliepriserne udpeget som en afgørende faktor bag fejlene i de seneste inflationsprognoser. Derfor blev der udviklet en række nye modeller for bedre at kunne forudsige udviklingen på oliemarkedet og for at kunne sammenstille resultaterne fra forskellige modeller. Hvad angår interne faktorer, fremhævede forskningen en mulig undervurdering af omfanget af den ledige kapacitet i

<sup>52</sup> Yderligere oplysninger om ECB's forskningsaktiviteter, herunder oplysninger om forskningsarrangementer, -publikationer og -netværk, findes på [ECB's websted](#).



økonomien og en tættere forbindelse mellem den reale økonomiske aktivitet og inflationen som en mulig årsag til en overvurdering af inflationen. Forskningen bidrog desuden til at udpege nye risici ved, at inflationsforventningerne kan miste deres forankring, og viste, hvordan lav inflation har en tendens til at blive selvforstærkende, når de nominelle renter når den nedre grænse. Forskningen viste imidlertid også, hvordan forward guidance og ekstraordinære pengepolitiske tiltag kan spille en vigtig rolle i dette klima ved at afbøde risikoen for, at forankringen mistes, og understøtte den samlede efterspørgsel.

Der blev også i stigende grad sat fokus på både mikro- og makroprudentielle politikker i ECB's forskning i løbet af 2015. Efter etableringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme var forskningen koncentreret om effekten af regulering og andre statslige politikker på bankernes adfærd og deres balance. Et andet højt prioriteret område var udviklingen af modeller til analyse af makroprudentielle politikker og deres samspil med andre politikker, herunder pengepolitik. Analysen af eksisterende forskelle og ubalancer mellem eurolandene var fortsat et centralt forskningsområde i forbindelse med prioritet iv) ovenfor. Et vigtigt resultat af dette arbejde var kortlægningen af strukturelle faktorer, som kan forklare forskelle, herunder institutionelle, arbejdsmarkeds- og produktmarkedsrelaterede flaskehalse, der kan lægge en dæmper på væksten. Inden for finansielle markeder var ny, vigtig forskning koncentreret om udvikling af indikatorer til at vurdere sårbarheder i forbindelse med finansiell integration og banksektoren.

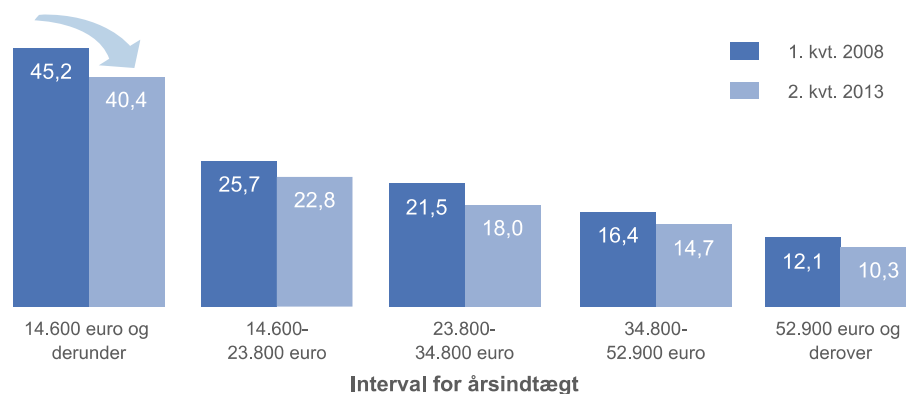
## 5.2 Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk

Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk ydede også et væsentligt bidrag i 2015. Det omfattede bl.a. arbejdet i netværket om husholdningernes økonomi og forbrug, netværket om lønudvikling og netværket om forskning i konkurrenceevne.

Arbejdet i netværket om husholdningernes økonomi og forbrug fokuserede på at analysere data fra Eurosystemets undersøgelser af husholdningernes økonomi og forbrug (HFCS). Det endelige mål med disse undersøgelser er at blive klogere på, hvordan mikroøkonomisk heterogenitet påvirker makroøkonomiske resultater. I løbet af året blev der fortsat forsket i forskellige aspekter af forbrugeradfærd og husholdningernes økonomi, herunder en analyse af effekten af ændringer i husholdningernes formue på forbruget og formuefordelingen på tværs af husholdninger og lande. Undersøgelserdataene blev brugt til at måle effekten af inflation og deflation på husholdningernes formue. En vigtig konklusion var, at unge middelklassehusholdninger, der ofte låner til boligkøb, mister mest i perioder med deflation, mens husholdninger med en opbygget formue – ældre og mere velstående husholdninger – bliver mest ramt i perioder med inflation. HFCS-dataene blev også brugt til at vurdere, hvordan rentefaldet førte til en lavere gældsserviceringsbyrde for de enkelte husholdninger, og resultaterne heraf viste, at gældsserviceringsbyrden faldt særligt markant for husholdningerne med de laveste indkomster (se diagram 2).

## Diagram 2

Andel af indkomsten, der går til betaling af ydelser på realkreditgæld



Kilde: ECB.

Netværket om lønudvikling offentliggjorde tredje omgang af sin undersøgelse med aktiv deltagelse fra 25 nationale centralbanker. Der blev indsamlet nationale data i 2014 og primo 2015, og der blev udarbejdet et harmoniseret datasæt på tværs af landene. Formålet med undersøgelsen er at se nærmere på, hvordan virksomhederne har tilpasset sig de forskellige stød og institutionelle ændringer, de har oplevet siden den finansielle krise. Flere igangværende projekter bruger disse nyligt indsamlede data på virksomhedsniveau til at foretage en mikroanalyse af tilpasninger på arbejdsmarkedet i EU-landene i perioden 2010-13. Det omfatter en analyse af i) tidspunktet og varigheden af stød og ii) beskæftigelses- og lønningernes reaktion på stød og deres sammenhæng med strukturreformer.

Med udgangspunkt i et nyt EU-datasæt på virksomhedsniveau undersøgte netværket om forskning i konkurrenceevne i 2015 drivkræfterne bag handel og konkurrenceevne, overførsel af stød mellem lande og ressourceallokering i EU. En af netværkets hovedkonklusioner var, at den europæiske konkurrenceevne i høj grad også afhænger af ikke-prismæssige elementer såsom innovation og teknologisk og organisatorisk kapacitet og ikke blot af priser, omkostninger og lønniveau. Desuden konstaterede netværket, at en underliggende spredning af virksomhedernes produktivitet er en afgørende faktor for de samlede handelsresultater, bl.a. på grund af den store variation i eksportørernes reaktioner på de forskellige stød. I løbet af året blev datasættet udvidet yderligere, hvilket gav mulighed for at foretage en opdateret vurdering af skift i produktivitetfordelingen over en periode (fx før og efter krisen) og at skelne mellem virksomhedernes forskellige karakteristika, såsom størrelse og hjemland.

## 5.3 Konferencer og publikationer

Afholdelsen af forskningskonferencer og -workshops giver mulighed for en vigtig udveksling og drøftelse af forskningsresultater. ECB var arrangør af en række af denne type arrangementer i 2015. Af vigtige arrangementer kan bl.a. nævnes ECB's centralbankforum i Sintra, Portugal, med titlen "Inflation and unemployment in

Europe". En anden vigtig workshop i november 2015 med titlen "Challenges for monetary policy in a low inflation environment" havde fokus på pengepolitiske udfordringer i forbindelse med lav inflation.

Mange af ECB's forskningsaktiviteter udmøntede sig også i udgivelsen af publikationer. ECB's Working Paper-serie bidrager til rettidig formidling af nye forskningsresultater, og der blev publiceret i alt 117 Working Papers i denne serie i 2015. Herudover blev der offentliggjort 67 artikler, som ECB var forfatter eller medforfatter til, i internationale akademiske tidsskrifter i 2015. Dette var en mærkbar stigning i forhold til 2014 og dækkede over en større andel af publikationer i førende økonomiske og finansielle tidsskrifter.

## 6 Juridiske aktiviteter og forpligtelser

I 2015 deltog ECB i flere retssager på EU-niveau. ECB vedtog desuden et betydeligt antal udtalelser i overensstemmelse med traktatens krav om, at ECB skal høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder samt overvåge, at forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang overholdes.

### 6.1 ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau

I forbindelse med de direkte monetære transaktioner havde EU-Domstolen modtaget en anmodning om præjudiciel afgørelse fra den tyske forfatningsdomstol. EU-Domstolen fulgte i det væsentlige et forslag til afgørelse fra [Generaladvokaten af 14. januar 2015](#) og bekræftede, at de direkte monetære transaktioner var forenelige med den tyske forfatning i sin afgørelse [C-62/14 af 16. juni 2015](#). Dermed anerkendte Domstolen, at ECB har vide beføjelser til at definere og gennemføre pengepolitik. De direkte monetære transaktioner falder med deres mål om at bevare en ensartet pengepolitik i euroområdet og sikre en passende pengepolitisk transmissionsmekanisme inden for rammerne af ECB's mandat, dvs. opretholdelse af prisstabilitet. Især indskrænker de direkte monetære transaktioner ikke medlemslandenes ansvar for den økonomiske politik. Ifølge Domstolen ændrede det ikke ved konklusionen, at gennemførelsen af de direkte monetære transaktioner er betinget af, at de berørte medlemslande fuldt ud gennemfører et makroøkonomisk tilpasningsprogram under den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF) eller den europæiske stabiliseringsmekanisme (ESM), da det forebygger risikoen for, at pengepolitiske tiltag bringer effektiviteten af disse medlemslandes økonomiske politik i fare. De direkte monetære transaktioner er desuden i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. Hvad angår forbuddet mod monetær finansiering, fastslog Domstolen, at opkøb af statsobligationer på sekundære markeder ikke må have samme virkning som et direkte opkøb af sådanne obligationer på det primære marked, og at disse opkøb ikke må anvendes til at omgå målsætningen i artikel 123 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde. Der skal derfor indbygges tilstrækkelige sikkerhedsforanstaltninger i et program til opkøb af statsobligationer. Domstolen fastslog, at de direkte monetære transaktioner har sådanne

sikkerhedsforanstaltninger, navnlig fordi der ikke gives nogen garantier om, at udstedte obligationer efterfølgende vil blive opkøbt af ESCB. Den påpegede, at de direkte monetære transaktioner ikke begrænser de pågældende medlemslandes incitament til at føre en sund budgetpolitik. På baggrund af den præjudicielle afgørelse vil den tyske forfatningsdomstol afsige sin endelige dom vedrørende de direkte monetære transaktioners forenelighed med den tyske forfatning.

I oktober 2015 gav Retten ECB medhold i alle fire verserende tvister med indehavere af græske statsobligationer. Sagsøgerne hævdede, at de havde lidt økonomiske tab og var blevet frataget deres grundlæggende ejendomsret og økonomiske frihed i forbindelse med en delvis omstrukturering af Grækenlands statsgæld i 2012. I sag [T-79/13](#) fandt Retten, at ECB i forbindelse med de påståede tab ikke havde begået nogen ulovlige handlinger, der kunne udløse et erstatningsansvar i henhold til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde. Retten gjorde det desuden klart, at selv om ECB deltog i overvågningen af den økonomiske udvikling i Grækenland, kunne den ikke gøres ansvarlig for den private sektors involvering i omstruktureringen af gælden, da ansvaret for disse beslutninger primært, hvis ikke helt og holdent, lå hos den græske regering. Det blev bekræftet, at ECB's overordnede rolle i forbindelse med den private sektors involvering udelukkende var at yde rådgivning inden for sine beføjelser i henhold til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde og traktaten om oprettelse af den europæiske stabiliseringsmekanisme. I overensstemmelse med EU-Domstolens afgørelse i sagen om direkte monetære transaktioner (se ovenfor) understregede Retten, at ECB har vide beføjelser til at definere og gennemføre pengepolitik, og tilføjede, at den kun kan gøres erstatningsansvarlig inden for dette område, hvis den åbenbart og groft har overtrådt grænserne for sine beføjelser. De øvrige tre sager, [T-350/14](#), [T-38/14](#) og [T-413/14](#), blev afvist.

Den 4. marts 2015 afsagde Retten sin dom [T-496/11](#) vedrørende den juridiske gyldighed af beliggenhedspolitikken for centrale clearingmodparter som led i Eurosystemets overvågningsramme. I 2011 havde Storbritannien indgivet en anmodning om at annullere overvågningsrammen, i og med at den udstak en beliggenhedspolitik for visse centrale clearingmodparter etableret i medlemslande uden for euroområdet. Retten fastslog, at overvågningsrammen indeholdt krav af reguleringsmæssig karakter, og at ECB's tilsynsmæssige beføjelser ikke omfattede at opstille sådanne krav i forhold til centrale clearingmodparter. Dermed annullerede Retten overvågningsrammen i det omfang, at den fastsatte beliggenhedskrav for visse centrale clearingmodparter. En revideret midlertidig [overvågningsramme](#), der ikke længere indeholdt beliggenhedskrav for centrale clearingmodparter, blev vedtaget af Styrelsesrådet den 10. september 2015 og offentliggjort på ECB's websted.

## 6.2 ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse

Ifølge traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, artikel 127, stk. 4, og 282, stk. 5, skal ECB høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.<sup>53</sup> Alle ECB's udtalelser er tilgængelige på [ECB's websted](#). ECB's udtalelser om foreslået EU-lovgivning offentliggøres desuden i Den Europæiske Unions Tidende.

I 2015 vedtog ECB tre udtalelser om forslag til EU-lovgivning og 55 udtalelser om national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.

På EU-niveau vedtog ECB udtalelse [CON/2015/10](#) og [CON/2015/18](#) om det harmoniserede forbrugerprisindeks og udtalelse [CON/2015/4](#) om revisionen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici opgaver og organisation.

Et betydeligt antal høringer iværksat af nationale myndigheder omhandlede overdragelsen af nye opgaver til de nationale centralbanker, herunder deres rolle som nationale afviklingsmyndigheder<sup>54</sup>, i forbindelse med gennemførelsen af nationale afviklingsordninger<sup>55</sup>, indskudsgarantiorordninger<sup>56</sup>, registre over bankkonti<sup>57</sup>, et [centralt kreditregister](#), [en lovramme for kreditformidlere](#), reguleringen af finansielle leasingselskaber og selskaber, der opkøber kreditfaciliteter,<sup>58</sup> samt [forbrugerbeskyttelse](#). ECB vedtog udtalelser om ændringer af nationale centralbankers statutter, der bl.a. vedrørte centralbankernes uafhængighed og ansættelse og afskedigelse af medlemmerne af de nationale centralbankers besluttende organer.<sup>59</sup> ECB vedtog desuden udtalelser om lovgivning vedrørende [betalinger](#), pengesedler<sup>60</sup>, [forfalskning](#), [reservekravskoefficienter](#), statistikker<sup>61</sup>, omlægning af lån i udenlandsk valuta<sup>62</sup>, tilsyn med kreditinstitutter og finansiell stabilitet<sup>63</sup>.

Der blev registreret 17 tilfælde af manglende overholdelse af pligten til at høre ECB om forslag til national lovgivning. Af disse blev følgende tilfælde anset for at være åbenbare og væsentlige<sup>64</sup>.

<sup>53</sup> Storbritannien er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten (EUT C 83, 30.3.2010, s. 284).

<sup>54</sup> Se [CON/2015/2](#), [CON/2015/22](#), [CON/2015/25](#), [CON/2015/33](#), [CON/2015/35](#) og [CON/2015/42](#).

<sup>55</sup> Se [CON/2015/3](#), [CON/2015/17](#), [CON/2015/19](#), [CON/2015/28](#), [CON/2015/47](#) og [CON/2015/48](#).

<sup>56</sup> Se [CON/2015/40](#) og [CON/2015/52](#).

<sup>57</sup> Se [CON/2015/36](#) og [CON/2015/46](#).

<sup>58</sup> Se [CON/2015/37](#) og [CON/2015/45](#).

<sup>59</sup> Se [CON/2015/6](#), [CON/2015/8](#), [CON/2015/9](#), [CON/2015/41](#) og [CON/2015/44](#).

<sup>60</sup> Se [CON/2015/29](#) og [CON/2015/51](#).

<sup>61</sup> Se [CON/2015/5](#), [CON/2015/24](#), [CON/2015/27](#) og [CON/2015/30](#).

<sup>62</sup> Se [CON/2015/26](#) og [CON/2015/32](#).

<sup>63</sup> Se [CON/2015/1](#), [CON/2015/7](#), [CON/2015/11](#), [CON/2015/12](#), [CON/2015/13](#), [CON/2015/14](#), [CON/2015/15](#), [CON/2015/16](#), [CON/2015/23](#), [CON/2015/31](#), [CON/2015/34](#), [CON/2015/38](#), [CON/2015/43](#), [CON/2015/47](#) og [CON/2015/53](#).

<sup>64</sup> 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.

ECB blev ikke hørt af den bulgarske Nationalforsamling om ændring af loven om kreditinstitutter og andre love<sup>65</sup>, hvilket gav anledning til bekymring om et eventuelt brud på centralbankuafhængigheden.

De kroatiske myndigheder hørte ikke ECB om en lov, der fastsætter kursen på de månedlige afdrag på lån i eller knyttet til schweizerfranc.<sup>66</sup> ECB blev heller ikke hørt om en opfølgende lov, der gav mulighed for konvertering af disse lån til lån i eller knyttet til euro. På grund af den sidste foranstaltnings vigtighed besluttede ECB på eget initiativ at afgive en udtalelse (CON/2015/32), om sagen, men loven blev vedtaget af det kroatiske parlament, før ECB havde vedtaget sin udtalelse.

De græske myndigheder undlod at høre ECB om en retsakt om kortvarig lukning af bankerne samt om begrænsninger på kontanthævninger og kapitaloverførsler. Den ekstraordinære og midlertidige brug af denne græske retsakt, der blev hastevtaget af hensyn til væsentlige samfundsinteresser for at sikre, at kapitalkontrollen blev justeret efter behov, blev anerkendt af ECB.

ECB blev ikke hørt af de ungarske myndigheder om nye retsakter vedrørende: i) etableringen af en ekstraordinær investeringsgarantifond,<sup>67</sup> ii) foranstaltninger ved personlig konkurs<sup>68</sup> og iii) konverteringen af visse forbrugslån i udenlandsk valuta til ungarske forint<sup>69</sup>.

ECB besluttede at afgive en udtalelse på eget initiativ (CON/2015/55) om det irske lovforslag om stempelafgift på kontanthævninger i kontantautomater, da det er af generel betydning for ESCB, fordi det potentielt kan gøre eurosedler dyrere end elektroniske betalingsformer. Det går ud over det lovlige betalingsmiddel.

De portugisiske myndigheder undlod at høre ECB om ændringer til proceduren for udnævnelse af direktører i Banco de Portugal.

ECB blev heller ikke hørt af de slovakiske myndigheder om ændringer til handelsloven og tilknyttede love<sup>70</sup>, som tillod regeringen at pålægge finansielle institutioner en særlig afgift for at styrke 100 pct. statsejede juridiske enheders egenkapital.

De slovenske myndigheder hørte ikke ECB om en lov om systemisk undersøgelse af projekter af national betydning, herunder sikkerhedsforanstaltningerne for at bevare Banka Slovenijas selvstændighed og dens besluttende organer.

ECB besluttede at afgive en udtalelse på eget initiativ (CON/2015/56) om det rumænske lovforslag om ophævelse af realkreditgæld ved at overføre retten til fast ejendom, da lovforslaget er af generel betydning for ESCB, hvad angår stabiliteten af

---

<sup>65</sup> Lov om ændring af og supplement til loven om kreditinstitutter, offentliggjort i Darjaven Vestnik, nr. 50, 3. juli 2015.

<sup>66</sup> Offentliggjort i den kroatiske statstidende, nr. 9/2015.

<sup>67</sup> Lov XXXIX af 2015, offentliggjort i Magyar Közlöny 2015/53.

<sup>68</sup> Lov CV af 2015, offentliggjort i Magyar Közlöny 2015/100.

<sup>69</sup> Lov CXLV af 2015, offentliggjort i Magyar Közlöny 2015/142.

<sup>70</sup> Lov nr. 87/2015.

Rumæniens finansielle system og den potentielle brede negative afsmittningseffekt på økonomien og banksektoren.

Det blev vurderet, at der havde været åbenbare og gentagne tilfælde af manglende høring af ECB fra Cyperns, Grækenlands, Ungarns, Irlands og Italiens side.

### 6.3 Den lovgivningsmæssige udvikling i forhold til Den Fælles Tilsynsmekanisme: Det Administrative Klagenævn

Det Administrative Klagenævn, der består af fem medlemmer og to suppleanter, udfører administrativ intern revision af ECB's tilsynsafgørelser. Det påbegyndte sit arbejde i september 2014 og har siden da revideret en række anfægtede afgørelser på anmodning af dem, som tilsynsafgørelserne rettede sig mod.

### 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 2015 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 2015 havde en politik for forrentning af statslige indskud, som i fuldt omfang overholder lofterne for forrentning. Navnlig skal nogle få nationale centralbanker sikre, at loftet for forrentning af statslige indskud er den usikrede dag til dag-rente, selv når den er negativ.



Central Bank of Ireland's reduktion af IBRC-relaterede aktiver i løbet af 2015, herunder 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.

Som opfølgning på de bekymringer, der fremgik af ECB's Årsberetning 2014, har ECB fortsat overvåget en række programmer, som Magyar Nemzeti Bank iværksatte i 2014; de 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, et program med det formål at øge kendskabet til finansielle forhold via et netværk af seks fonde, et program for overførsel af personale fra det ungarske finanstillsyn til centralbanken samt et opkøbsprogram for ungarske kunstværker og kulturejendom. Eftersom ECB's bekymringer ikke blev imødegået i løbet af 2015, vil ECB fortsat overvåge disse operationer nøje med henblik på at sikre, at programmernes gennemførelse ikke er i modstrid mod forbuddet mod monetær finansiering. Magyar Nemzeti Bank bør også sikre, at de centralbankmidler, den har tildelt sit netværk af fonde, hverken direkte eller indirekte bruges til statslig finansiering.

I 2015 købte Magyar Nemzeti Bank aktiemajoriteten i fondsbørsen i Budapest, hvilket kan opfattes som en kilde til bekymring vedrørende monetær finansiering, da Magyar Nemzeti Bank faktisk brugte centralbankmidler til at understøtte et mål for økonomisk politik, der normalt betragtes som en regeringskompetence. Magyar Nemzeti Bank vedtog også en række ændringer af sine pengepolitiske instrumenter med henblik på egenfinansieringsprogrammet. Da det giver bankerne incitament til at købe forint-denominerede statspapirer, kan nogle af ændringerne alt i alt opfattes som en måde at omgå forbuddet mod privilegeret adgang i henhold til traktatens artikel 124 på. ECB opfordrer Magyar Nemzeti Bank til at gennemgå disse operationer omhyggeligt med henblik på at undgå en eventuel konflikt med forbuddet mod henholdsvis monetær finansiering og privilegeret adgang.

Bank of Greece indfrie en låneforpligtelse for den græske stat under IMF's Stand-By Arrangement ved hjælp af SDR-beholdninger, hvor Bank of Greece påtog sig risiko og udbytte. Indfrielsen gav anledning til alvorlige bekymringer vedrørende monetær finansiering, da den i bund og grund indebærer, at Bank of Greece finansierede en offentlig forpligtelse over for tredjepart. Med den aftale om beholdning og benyttelse af SDR tildelt af IMF, som blev underskrevet med den græske regering i december 2015, undgås det, at der opstår tilsvarende situationer i fremtiden.

## 7 Internationale og europæiske relationer

### 7.1 Europæiske relationer

I lyset af erfaringerne fra krisen blev der i årets løb taget yderligere skridt mod at fuldføre bankunionen, imødegå fragmenteringen i den finansielle sektor og fortsætte arbejdet med at forbedre sektorens tilstand i euroområdet med Europa-Kommissionens forslag til en europæisk indskudsgarantiordning og etableringen af Den Fælles Afviklingsmekanisme. Samtidig satte den økonomiske situation i euroområdet og forhandlingerne om finansiel støtte til Grækenland dagsordenen for møderne i Eurogruppen og Ecofin-Rådet, hvori 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 fremme den økonomiske genopretning i Europa, var et fremtrædende punkt på de møder i Det Europæiske Råd og de topmøder mellem eurolandene, som ECB's formand var inviteret med til. I 2015 opretholdt ECB sin tætte dialog med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Ecofin-Rådet, Eurogruppen og Europa-Kommissionen.

#### 7.1.1 Fuldførelse af Europas økonomiske og monetære union

ECB's formand bidrog – sammen med formanden for Europa-Kommissionen, formanden for eurotopmødet, formanden for Eurogruppen og formanden for Europa-Parlamentet – til en rapport med titlen "Completing Europe's Economic and Monetary Union", som blev offentliggjort den 22. juni 2015. I overensstemmelse med eurotopmødets beføjelser fra oktober 2014 om "at forberede de næste skridt i retning af en bedre økonomisk styring i euroområdet" indeholdt rapporten en tretrinsskøreplan i retning af en dyb og ægte monetær union.

Som opfølgning på rapporten vedtog Europa-Kommissionen den 21. oktober 2015 en pakke med en køreplan for gennemførelse af rapportens forslag på kort sigt, navnlig vedrørende [nationale konkurrenceevneråd](#), etableringen af [et europæisk finanspolitisk råd](#) og fremskridt mod en [samlet eksternt repræsentation for euroområdet](#) i internationale fora, navnlig IMF.

Dette er de første skridt mod at forbedre rammerne for økonomisk styring. Fremadrettet bør det europæiske finanspolitiske råds beføjelser og institutionelle uafhængighed afklares og styrkes for at sikre, at rådet kan yde et vigtigt bidrag til at skabe øget gennemsigtighed og sikre en bedre overholdelse af de finanspolitiske regler.<sup>71</sup> Konkurrenceevnerådene vil kunne sætte skub i gennemførelsen af strukturreformer i eurolandene, men det kræver, at de sammensættes således, at deres uafhængighed sikres, både på nationalt plan og som et netværk i

<sup>71</sup> Yderligere oplysninger findes i boksen "The creation of a European Fiscal Board", *Economic Bulletin*, 7/2015, ECB.

euroområdet.<sup>72</sup> ECB var fortsat fortalere for målrettede skridt for at fuldføre bankunionen, herunder oprettelsen af en pålidelig fælles økonomisk bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond og indførelsen af en europæisk indskudsgarantiordning. I den forbindelse glæder ECB sig over Kommissionens lovforslag om etablering af en sådan ordning. Foruden bankunionen kan en europæisk kapitalmarkedsunion potentielt styrke Den Økonomiske og Monetære Union ved at forbedre risikodelingen på tværs af grænser og gøre det finansielle system mere robust, men også ved at fremme bredere og lettere adgang til finansiering og den videre udvikling af europæisk finansiell integration.<sup>73</sup>

Fremadrettet er det vigtigt, at disse skridt på kort sigt gennemføres hurtigt, som beskrevet i rapporten. Derefter bør arbejdet med at udforme den langsigtede vision for Den Økonomiske og Monetære Union påbegyndes så hurtigt som muligt. ECB har ofte understreget vigtigheden af at sikre en fuldstændig og konsekvent anvendelse af bestemmelserne i de nuværende rammer og for større delt suverænitæt på mellemlangt til langt sigt, fx gennem forbedret styring ved at flytte fokus fra regler til institutioner. Eurosystemet står klar til at støtte dette arbejde.

### 7.1.2 Udøvelse af demokratisk ansvarlighed

ECB stilles til ansvar for sine handlinger af Europa-Parlamentet som det organ, der består af de valgte repræsentanter for EU's borgere. I 2015 deltog ECB's formand i fire regelmæssige høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg, der fandt sted henholdsvis den **23. marts**, **15. juni**, **23. september** og **12. november**. Til disse høringer havde medlemmerne af Europa-Parlamentet især fokus på den økonomiske situation i euroområdet, ECB's udvidede opkøbsprogram, makroøkonomiske tilpasningsprogrammer og reformen af styringen af euroområdet. Foruden disse regelmæssige høringer deltog formanden den **25. februar** i plenarforsamlingens debat om Europa-Parlamentets beslutning vedrørende ECB's årsberetning for 2013. Desuden præsenterede ECB's næstformand ECB's årsberetning for 2014 for udvalget den **20. april**, mens Yves Mersch fra Direktionen deltog i en offentlig høring om Target2-Securities i samme udvalg den **16. juni**.

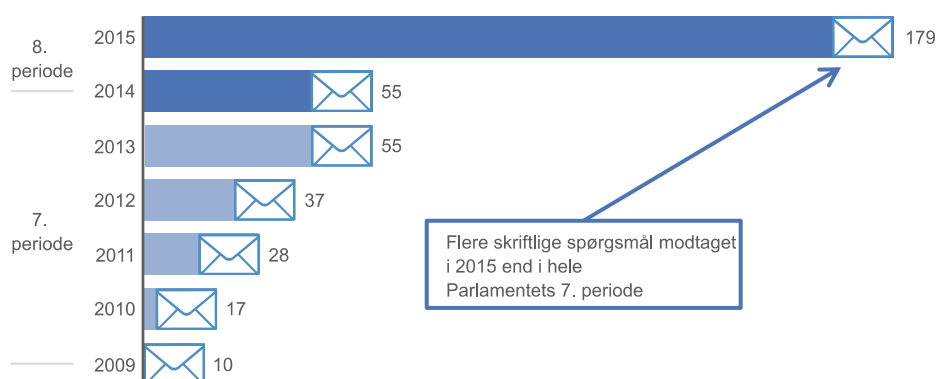
ECB opfylder også sin ansvarlighedsforpligtelse gennem regelmæssig rapportering til og besvarelse af skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet. Antallet af disse spørgsmål er steget markant: De 179 breve, der blev modtaget alene i 2015, oversteg antallet af breve modtaget i hele den foregående valgperiode (se diagram 3). Svarene på disse breve offentliggøres på ECB's websted. De fleste af spørgsmålene handlede om gennemførelsen af ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag, de økonomiske udsigter og makroøkonomiske tilpasningsprogrammer.

<sup>72</sup> Yderligere oplysninger findes i boksen "[The creation of competitiveness boards in the context of striving towards a genuine economic union](#)", *Economic Bulletin*, 8/2015, ECB.

<sup>73</sup> Se kapitel 1, afsnit 3.5.

### Diagram 3

#### Antallet af breve fra medlemmer af Europa-Parlamentet



Kilde: ECB.

Som tidligere kom ECB med input til drøftelserne i Europa-Parlamentet og Det Europæiske Råd om lovforslag inden for ECB's kompetenceområder.

ECB stilles også til ansvar for sine banktilsynsmæssige aktiviteter af både Europa-Parlamentet og Det Europæiske Råd. I denne sammenhæng deltog formanden for ECB's tilsynsråd i fem høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg samt i udvalgte møder i Ecofin-Rådet og Eurogruppen. Yderligere oplysninger findes i ECB's Årsberetning om tilsynsarbejdet 2015.

## 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 justerede deres politikker.

### 7.2.1 G20

I lyset af den afdæmpede økonomiske genopretning og øget volatilitet i nogle vækstøkonomier bidrog ECB aktivt til drøftelser i G20, der havde fokus på behovet for at fremme global vækst og økonomisk robusthed, og understregede vigtigheden af en nøje gennemførelse af reformplaner. På baggrund af store pengepolitiske og andre politiske beslutninger blev spørgsmålet om nationale økonomiske politikkers afsmittende virkning på den globale økonomi også drøftet. For at mindske usikkerhed og en negativ afsmittende virkning blev det understreget, at beslutninger og tiltag vedrørende økonomisk politik bør afstemmes nøje og meldes klart ud.

På topmødet i Antalya redegjorde G20-lederne for fremskridtene med gennemførelsen af vækststrategier med henblik på at øge det samlede BNP med (mindst) 2 pct. inden 2018. Fuldførelsen af centrale elementer af den finansielle

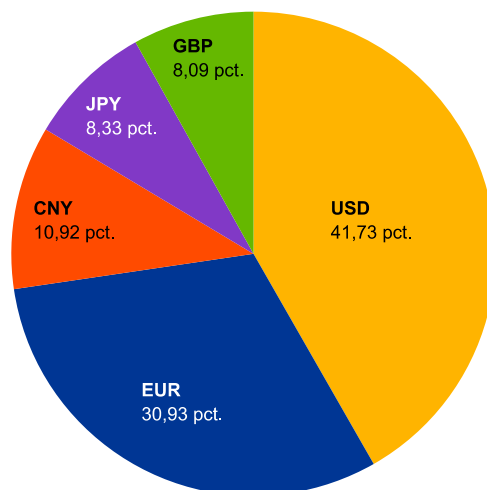
reformdagsorden blev hilst velkommen, og samtidig blev vigtigheden af en konsekvent gennemførelse understreget. G20-lederne gennemgik også fremskridtet med andre globale tiltag, først og fremmest projektet "Base Erosion and Profit Shifting" (udhuling af skattegrundlaget og overførsel af overskud), der sigtede mod at modernisere de internationale skatteregler. Overordnet set bør G20-landene søge at give den faktiske og potentielle vækst et løft, støtte jobskabelse, styrke den økonomiske modstandskraft, fremme udvikling og skabe politikker med større rummelighed.

## 7.2.2 Politikspørgsmål vedrørende IMF og den internationale finansielle arkitektur

ECB spillede en aktiv rolle i drøftelserne i IMF-regi om den internationale finansielle arkitektur. Den støttede samordningen af de fælles holdninger for at bidrage til at styrke EU's og euroområdet's stemme på dette område. I 2015 foretog IMF sin femårige gennemgang af værdiansættelsesmetoden for de særlige trækingsrettigheder (SDR) for at sikre, at SDR-kurven fortsat afspejler den relative betydning af de store valutaer i verdens handels- og finanssystemer. Et vigtigt diskussionspunkt i årets gennemgang var, hvorvidt valutaerne i SDR-kurven også skulle omfatte den kinesiske renminbi. I tiden op til gennemgangen gennemførte de kinesiske myndigheder en række reformer for at give bedre mulighed for fri brug af renminbien. IMF's bestyrelse godkendte den 30. november 2015 inklusionen af renminbien i SDR-kurven med virkning fra 1. oktober 2016.

### Diagram 4

Sammensætningen af valutakurven for særlige trækingsrettigheder (SDR) fra oktober 2016



Kilde: IMF.

IMF's kvote- og styrelsesreform, der blev vedtaget i 2010, kunne stadig ikke gennemføres i 2015, fordi den ikke var blevet ratificeret af USA, IMF's største medlem. I slutningen af året godkendte den amerikanske kongres dog ratificeringen af reformen på visse betingelser. Når reformen træder i kraft, vil det forbedre IMF's

styring, da den bedre vil afspejle vækstøkonomiernes rolle, og IMF's kvotemidler vil blive forøget betydeligt. ECB støtter opretholdelsen af et stærkt, kvotebaseret IMF med tilstrækkelige ressourcer, hvilket gør IMF mindre afhængig af lånte midler. I 2015 fortsatte arbejdet med mulige reformer for at forbedre fleksibiliteten af IMF's udlånsgrundlag. IMF foretog desuden en omfattende gennemgang af sine programmer for 27 lande (der omfatter 23 finansieringsordninger) mellem 2008 og 2015. Gennemgangen undersøgte bl.a. tilpasningsstrategien for medlemmer af en valutaunion og betydningen af regional finansiering for programmer i euroområdet.

### 7.2.3 Teknisk samarbejde

ECB fortsatte med at udvide sit tekniske samarbejde med centralbanker uden for EU. ECB's samarbejde med centralbanker i lande, der på et tidspunkt kan blive medlem af EU, omfattede to samarbejdsprogrammer samt aktiviteter, der blev gennemført som led i en række regionale workshops. De to samarbejdsprogrammer blev gennemført i samarbejde med nationale centralbanker med finansiering fra EU og var til fordel for Central Bank of Montenegro, Central Bank of the Republic of Kosovo, Bank of Albania og National Bank of the Republic of Macedonia. De regionale workshops havde fokus på institutionelle udfordringer i forbindelse med tiltrædelse til EU, makroprudentiel og mikroprudentiel overvågning og styrket anvendelse af lokal valuta i de indenlandske finansielle systemer. Teknisk samarbejde er et supplement til ECB's regelmæssige overvågning og analyse af den økonomiske og finansielle udvikling i EU-kandidatlande og potentielle kandidatlande og den policy-orienterede dialog med deres centralbanker. ECB fortsatte også sit samarbejde med centralbankerne i G20-vækstøkonomierne med henblik på at udveksle teknisk ekspertise og bedste praksis. I den forbindelse underskrev ECB et nyt aftalememorandum med Reserve Bank of India i 2015.

## 8 Ekstern kommunikation

### Forklaring af pengepolitik for Europas borgere

Kommunikation er et helt afgørende værktøj til at understøtte effektiviteten af ECB's pengepolitik og til at opbygge tillid blandt borgerne i euroområdet. ECB har lige fra begyndelsen tilstræbt en høj grad af gennemsigtighed og var fx den første store centralbank til at holde faste pressekonferencer efter pengepolitiske møder.

I de første år af den finansielle krise blev det endnu vigtigere for ECB at forklare de pengepolitiske beslutninger – herunder en række ekstraordinære tiltag – på en klar og tydelig måde. Hvis den brede offentlighed og de finansielle markeder kan forstå ECB's sandsynlige handlemåde i en given situation, vil de bedre kunne danne sig realistiske forventninger til fremtidens pengepolitik. Jo bedre forståelsen er, jo hurtigere slår ændringer i pengepolitikken igennem i finansielle variable. Det kan øge

tempoet i transmissionen af pengepolitikken til investerings- og forbrugsbeslutningerne og fremskynde en eventuel nødvendig økonomisk tilpasning.

I 2015 tog ECB's kommunikationsindsats sigte på at opnå større gennemsigtighed med henblik på at øge institutionens ansvarlighed. ECB fører pengepolitik for 338 millioner borgere i euroområdet på 16 forskellige sprog og udnytter den indbyggede fordel, som det er at have 19 nationale centralbanker i Eurosystemet. Kolleger i de enkelte lande sikrer, at ECB's budskaber bliver hørt og forstået lokalt.

I 2015 måtte ECB i en situation med stigende usikkerhed gribe til yderligere ukonventionelle tiltag for at opfylde sit mandat. Det medførte en øget forpligtelse til at forklare for offentligheden, hvorfor et tiltag blev foretrukket frem for et andet.

## Offentliggørelse af sammendrag af drøftelserne på de pengepolitiske møder

I 2014 besluttede ECB's styrelsesråd at offentliggøre et sammendrag af drøftelserne på Styrelsesrådets pengepolitiske møder fra begyndelsen af 2015. Sammendragene, der normalt offentliggøres fire uger efter et pengepolitisk møde, gør det lettere at forstå Styrelsesrådets vurdering af økonomien og dets pengepolitiske reaktion. Der er tale om et anonymiseret sammendrag af drøftelserne af den økonomiske og monetære analyse og pengepolitikken. Offentliggørelsen af disse sammendrag styrker ECB's ansvarlighed og effektivitet og bidrager til at tage den udfordring op, som det er at fastsætte pengepolitikken i en valutaunion, der består af mange lande. Herved opfyldes Eurosystemets og SSM's strategiske intentioner vedrørende ansvarlighed, uafhængighed, troværdighed og nærhed til borgeren.

## Retningslinjer for den eksterne kommunikation

I en yderligere bestræbelse på at opnå større gennemsigtighed besluttede ECB's direktion også, fra og med november 2015, regelmæssigt at offentliggøre det enkelte direktionsmedlems kalender med tre måneders forsinkelse. Offentliggørelsen af kalenderne er endnu en understregning af, at ECB efterlever sine forpligtelser med hensyn til gennemsigtighed og ansvarlighed.

I løbet af 2015 fokuserede ECB's kommunikation hovedsagelig på udvidelsen af den lempelige pengepolitik og navnlig på gennemførelsen af det udvidede opkøbsprogram. I november markerede ECB det første år som banktilsynsmyndighed. Disse emner blev taget op i langt de fleste af de taler, som medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådet holdt offentligt, samt i forbindelse med deres aftaler med medierne.

Desuden deltog direktionsmedlemmer i høringer i Europa-Parlamentet, hvor de forklarede deres handlinger for lovgiverne. Derigennem øgedes offentlighedens



kendskab til og forståelse af Eurosystemets opgaver og politikker (nærmere beskrevet i afsnit 7 i dette kapitel).

For at sikre institutionens integritet, følger direktionsmedlemmerne et sæt af [retningslinjer](#), når de holder tale (både offentlige og ikke-offentlige taler) samt i forbindelse med bilaterale møder.

Disse seneste beslutninger er yderligere skridt i retning af større gennemsigtighed.

## Nyt websted forklarer, hvordan ECB arbejder

En måde at være i forbindelse med borgere i hele euroområdet på er via internettet. I 2015 fik ECB et nyt websted, som er lettere at navigere i, og gør indholdet mere tilgængeligt. I et nyt afsnit forklares relevante emner i et enkelt sprog og ved hjælp af multimedia. Eksempelvis viser en [video](#), hvordan T2S-platformen til værdipapirafvikling fungerer. Taler, pressemeddelelser og interview med direktionsmedlemmerne er anbragt et centralt sted på ECB's websted. Mere end 300.000 følger nu ECB på [Twitter](#), som bruges til at gøre opmærksom på publikationer og hovedbudskaber i taler, mens YouTube anvendes til at offentliggøre videomateriale og Flickr til at offentliggøre fotos. ECB er nu også aktiv på LinkedIn.

To nye redskaber gør statistikken mere tilgængelig. Webstedet "[Vores statistik](#)" blev udviklet i samarbejde med de nationale centralbanker i Eurosystemet for at give lettere adgang til statistik for euroområdet og til national statistik. ECBstatsApp giver hurtig og let adgang til data, som er offentliggjort i ECB's Statistical Data Warehouse.

## Den nye bygning: indvielse af ECB's nye hovedsæde

ECB's nye bygning på grunden, hvor Frankfurts engrosmarked tidligere havde til huse, blev officielt indviet i marts. Indvielseshøjtideligheden blev gennemført på trods af antikapitalistiske protester foran hovedbygningen og i det centrale Frankfurt. I bygningen er der kontorplads til 2.900 medarbejdere foruden Styrelsesrådets mødelokale på øverste etage. ECB markerede opførelsen og indvielsen af bygningen med en lang række medieaktiviteter og -begivenheder, fx ved at arrangere guidede ture i bygningen og invitere naboerne til en åbent hus-dag.

I kælderens under fløjbygningen mod øst findes et mindesmærke til erindring om deportationen af jødiske borgere mellem 1941 og 1945. Mindesmærket, der var et fælles projekt for det jødiske samfund i Frankfurt og bystyret i Frankfurt am Main, blev officielt indviet i november 2015.

## Diagram 5

### Den nye bygning – centrale data

---



Kilde: ECB.

# Bilag 1

## Institutionelle rammer

### 1 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.<sup>74</sup> 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.

#### 1.1 Styrelsesrådet

Styrelsesrådet er ECB's vigtigste besluttende organ. Det består af medlemmerne af ECB's direktion og cheferne for de nationale centralbanker i eurolandene. Samtidig med udvidelsen af euroområdet og Litauens indtrædelse som det 19. medlemsland pr. 1. januar 2015 trådte et rotationssystem for stemmerettighederne i Styrelsesrådet i kraft.

Fra og med januar 2015 afholdes Styrelsesrådets rentemøder kun hver sjette uge. Et sammendrag af drøftelserne på de pengepolitiske møder bliver offentliggjort ca. fire uger efter det respektive møde.

#### Styrelsesrådet

**Mario Draghi** Formand for ECB

**Vítor Constâncio** Næstformand for ECB

**Josef Bonnici** Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta)

<sup>74</sup> Vedrørende ECB's forretningsorden, se afgørelse ECB/2014/1 af 22. januar 2014 om ændring af afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, 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 også på ECB's websted.

**Luc Coene** Direktør for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (indtil 10. marts 2015)

**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

**Patrick Honohan** Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (indtil 25. november 2015)

**Boštjan Jazbec** Direktør for Banka Slovenije

**Klaas Knot** Direktør for De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (fra 26. november 2015)

**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

**Christian Noyer** Direktør for Banque de France (indtil 31. oktober 2015)

**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 (fra 11. marts 2015)

**Yannis Stournaras** Direktør for Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Direktør for Lietuvos bankas

**François Villeroy de Galhau** Direktør for Banque de France (fra 1. november 2015)

**Ignazio Visco** Direktør for Banca d'Italia

**Jens Weidmann** Direktør for Deutsche Bundesbank



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

Midterste række (fra venstre mod højre): Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

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

Anm.: Jens Weidmann var ikke til stede, da billedet blev taget.

## 1.2 [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](#)

**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 (formand), Vítor Constâncio (næstformand)

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

### 1.3 Det Generelle Råd

Det Generelle Råd består af ECB's formand og næstformand og de nationale centralbankchefer i alle 28 EU-lande.

#### Det Generelle Råd

**Mario Draghi** Formand for ECB

**Vítor Constâncio** Næstformand for ECB

**Marek Belka** Formand for Narodowy Bank Polski

**Josef Bonnici** Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta)

**Mark Carney** Direktør for Bank of England

**Luc Coene** Direktør for Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique (indtil 10. marts 2015)

**Carlos Costa** Direktør for Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Direktør for Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Direktør for Eesti Pank

**Patrick Honohan** Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (indtil 25. november 2015)

**Stefan Ingves** Direktør for Sveriges riksbank

**Mugur Constantin Isărescu** Direktør for Banca Națională a României

**Ivan Iskrov** Direktør for Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank) (indtil 14. juli 2015)

**Boštjan Jazbec** Direktør for Banka Slovenije

**Klaas Knot** Direktør for De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (fra 26. november 2015)

**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

**Christian Noyer** Direktør for Banque de France (indtil 31. oktober 2015)

**Dimitar Radev** Direktør for Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank) (fra 15. juli 2015)

**Gaston Reinesch** Direktør for Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Direktør for Latvijas Banka

**Lars Rohde** Direktør for Danmarks Nationalbank

**Miroslav Singer** Direktør for Česká národní banka

**Jan Smets** Direktør for Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique (fra 11. marts 2015)

**Yannis Stournaras** Direktør for Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Direktør for Lietuvos bankas

**François Villeroy de Galhau** Direktør for Banque de France (fra 1. november 2015)

**Ignazio Visco** Direktør for Banca d'Italia

**Boris Vujčić** Direktør for Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** Direktør for Deutsche Bundesbank



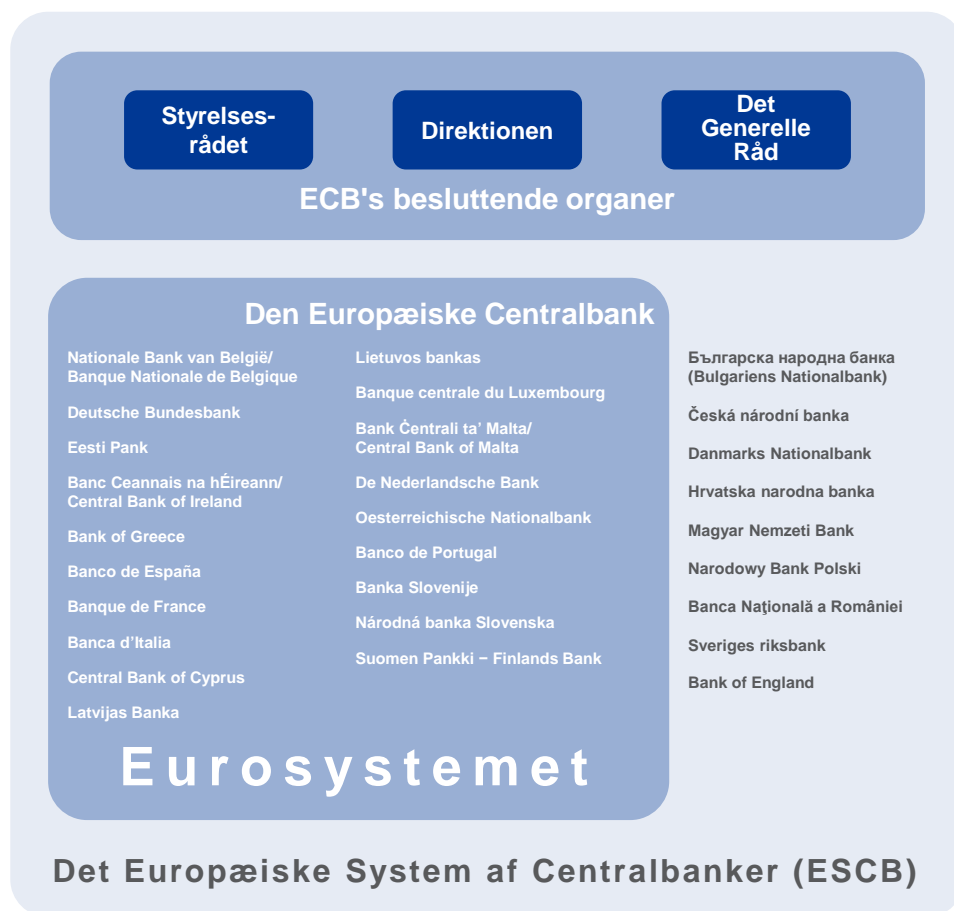


Forreste række (fra venstre mod højre): Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Midterste række (fra venstre mod højre): Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Bagerste række (fra ventre mod højre): Boštjan Jazbec, Sir Jon Cunliffe (vicedirektør for Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

Anm.: Mark Carney, Jens Weidmann og György Matolcsy var ikke til stede, da billedet blev taget.



## 1.4 Corporate governance

Ud over de besluttende organer omfatter ECB's corporate governance to udvalg på højt niveau – ECB's revisionsudvalg og ECB's etiske komite – samt forskellige eksterne og interne kontrolinstanser. Det suppleres af etiske rammer, ECB's afgørelse (ECB/2004/11) om de nærmere vilkår for undersøgelser af bekæmpelse af svig og bestemmelserne vedrørende adgang til ECB's dokumenter. Efter at Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) er etableret, har 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 adfærdskodekser og iv) udførelsen af revisionsfunktioner. Dets [mandat](#) findes på ECB's websted. Erkki Liikanen er formand for Revisionsudvalget, og de øvrige fire medlemmer i 2015 var: Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer og Jean-Claude Trichet.

## Den Etske Komite

Den Etske Komite begyndte sit virke efter udnævnelsen af dets medlemmer i 2. kvartal 2015. 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. Dets [mandat](#) findes på ECB's websted. Jean-Claude Trichet er formand for Den Etske Komite, der har yderligere to eksterne medlemmer: Klaus Liebscher og Hans Tietmeyer.

## 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, hvoraf 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 driftens effektivitet.

Overvågningsfunktioner omfatter overvågningsmekanismer og effektive procedurer til at opnå tilstrækkelig kontrol med de finansielle og operationelle risici. Disse kontrolfunktioner befinder sig på andet niveau og udføres af ECB's interne 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 og Budgetkomiteen).

Hertil kommer revisioner foretaget uafhængigt af ECB's interne kontrolsystem og risikoovervågning af ECB's interne revisionsafdeling under Direktionens direkte ansvar i henhold til ECB's revisionscharter. ECB's interne revision er i overensstemmelse med de internationale standarder for erhvervmæssig 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, med at nå Eurosystemets og SSM's 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.

## Foranstaltninger til bekæmpelse af svig og hvidvask af penge

Europa-Parlamentet og Rådet har vedtaget en forordning, 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. I 2004 vedtog Styrelsesrådet den retlige ramme vedrørende de nærmere vilkår for OLAF's undersøgelser af ECB i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet. 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 dokumenter<sup>75</sup> er i overensstemmelse med opstillede målsætninger og anvendte standarder for aktindsigt i andre EU-institutioner og -organer. Afgørelsen fremmer gennemsigtigheden, alt imens den 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. I 2015 blev afgørelsen om aktindsigt i ECB's dokumenter ændret endnu en gang for at tage højde for de nye SSM-relaterede aktiviteter.

For yderligere at understrege ønsket om at efterleve forpligtelserne med hensyn til gennemsigtighed og ansvarlighed besluttede ECB fra og med februar 2016 at offentliggøre direktionsmedlemmernes mødekalendere efter tre måneder. Medlemmerne af Direktionen forpligtede sig ydermere til at overholde retningslinjer for den eksterne kommunikation for at sikre lige vilkår for og lige behandling af interessenter (se også kapitel 2, afsnit 8).

---

<sup>75</sup> Afgørelse ECB/2004/3 af 4. marts 2004 om aktindsigt i ECB's dokumenter, EUT L 80, 18.3.2004, s. 42, med senere ændringer.

## Compliance and Governance-kontoret

Som et yderligere tegn på ECB's vilje til at sikre god virksomhedsledelse på det højeste fagetiske niveau etablerede Direktionen i januar 2015 et særligt Compliance og Governance-kontor. Kontoret, der rapporterer direkte til ECB's formand, skal støtte Direktionen 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 kontoret også sekretariat for ECB's revisionsudvalg og etiske komite. Endelig er kontoret forbindelsesled til Den Europæiske Ombudsmand og OLAF.

## Bilag 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 behandler spørgsmål i tilknytning til banktilsyn. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer.

### Eurosystem-/ESCB-komiteer, Budgetkomiteen, HR-konferencen og deres formænd (pr. 1. januar 2016)

Regnskabskomiteen (AMICO) Werner Studener	Markedsoperationskomiteen (MOC) Ulrich Bindseil
Seddelkomiteen (BANCO) Ton Roos	Den Pengepolitiske Komite (MPC) Wolfgang Schill
Komiteen for Controlling (COMCO) Joachim Nagel	Komiteen for Organisatorisk Udvikling (ODC) Steven Keuning
Komiteen for Eurosystem-/ESCB-Kommunikation (ECCO) Christine Graeff	Betalingsformidlingskomiteen (PSSC) Marc Bayle/Daniela Russo
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) Pentti Hakkarainen
Komiteen for Internationale Relationer (IRC) Frank Moss	HR-konferencen (HRC) Steven Keuning
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.



# Bilag 3

## Organisatorisk udvikling og udviklingen i personaleforvaltningen

ECB's organisationsplan (pr. 1. januar 2016)



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

Efter indførelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) i 2014 har ECB i 2015 gennemført en omfattende gennemgang af den interne organisatoriske proces og praksis. Medarbejdernes ideer blev indsamlet via en medarbejderundersøgelse med deltagelse af hele ECB. Rollen som CSO (Chief Services Officer) blev oprettet for at forbedre koordineringen af støttefunktionerne, således at de bedre kan understøtte institutionens behov som helhed. CSO'en er ansvarlig for spørgsmål vedrørende de administrative tjenester, IT, HR og budget og økonomi. CSO'en rapporterer til Direktionen via formanden og vil regelmæssigt deltage i direktionsmøderne.

Den 31. december 2015 havde ECB 2.650 godkendte stillinger omregnet til fuldtidsstillinger sammenlignet med 2.622 stillinger ved udgangen af 2014. Det faktiske antal medarbejdere, omregnet til fuldtidsstillinger, der har kontrakt med ECB, var 2.871 (sammenlignet med 2.577 den 31. december 2014).<sup>76</sup> I alt 279 nye tidsbegrænsede kontrakter (midlertidige kontrakter eller kontrakter, som senere kan føre til fastansættelse) blev indgået i 2015. For at dække orlov på mindre end et år blev 246 kortvarige kontrakter – ud over et antal kontraktforlængelser – aftalt i løbet af året. I 2015 tilbød ECB fortsat kortvarige kontrakter af en varighed på op til 36 måneder til medarbejdere i nationale centralbanker og internationale organisationer. Den 31. december 2015 arbejdede 226 medarbejdere fra nationale centralbanker og internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver, hvilket er en stigning på 50 pct. i forhold til udgangen af 2014. I september 2015 hilste ECB ti deltagere i den tiende udgave Graduate Programme velkommen. Den 31. december 2015 arbejdede 273 praktikanter i ECB (en stigning på 76 pct. i forhold til 2014). ECB gav også fire forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og fem forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship Programme.

I maj 2015 gennemførtes en medarbejderundersøgelse i hele ECB, hvor 90 pct. af ECB's medarbejdere deltog. Undersøgelsen resulterede i udarbejdelsen af en række handlingsplaner både på ECB- og forretningsområdeniveau. De centrale områder, hvor der blev fulgt op, er "karriereudvikling", "performance management", "samarbejde og informationsdeling", "ressourcer og arbejdsbyrde, arbejdspress og stress" og "åbenhed og retfærdighed". Handlingsplanen for hele ECB var tæt forbundet med gennemgangen af ECB's interne funktion, der havde til formål at optimere processer, procedurer og opbygning for at gøre ECB stærkere og mere smidig, og søgte at sikre en bæredygtig arbejdskultur.

ECB støttede fortsat medarbejdernes behov for at opnå en bedre balance mellem arbejde og privatliv. Ved udgangen af 2015 arbejdede 257 medarbejdere på deltid (259 ved udgangen af 2014), og 36 medarbejdere var på forældreorlov uden løn (29 ved udgangen af 2014). I 2015 arbejdede ca. 846 medarbejdere hjemmefra i gennemsnit én gang hver måned.

<sup>76</sup> Antallet af kontrakter baseret på fuldtidsstillinger omfatter desuden kortvarige kontrakter givet til medarbejdere på udstationering fra nationale centralbanker og internationale organisationer, samt kontrakter til deltagere i ECB's Graduate Programme.

I 2015 stod medarbejderudvikling stadig højt på ECB's personaledagsorden med indførelsen af et program for praktikanter i SSM, iværksættelsen af uddannelsesprogrammet for SSM, der fortsatte, og viljen til at oprette et permanent og inkluderende mentorprogram til at støtte medarbejdere, der er nået helt til tops i deres lønklasse, og bistå organisationen med at nå sine mål for kønsfordeling.

Efter at 24 pct. af stillingerne på ledelsesniveau og 19 pct. af stillingerne i den øverste ledelse var besat med kvinder ved udgangen af 2014, nåede ECB sit foreløbige mål for kønsfordeling ved udgangen af 2015. Siden indførelsen af målene for kønsfordeling (35 pct. kvinder på ledelsesniveau og 28 pct. kvinder i den øverste ledelse ved udgangen af 2019) i juni 2013 samt af en specifik handlingsplan har emnet kønsfordeling stået højt på ECB's dagsorden med det formål at identificere, udvikle og fremme kvinder med lederevner.

## Diagram 6

### Andelen af kvinder i ledende stillinger



Kilde: ECB.

Samtidig med at organisationen voksede marginalt i 2015, gik 53 medarbejdere med en tidsbegrænset eller en permanent kontrakt enten på pension eller opsagde deres kontrakt (samme antal som i 2014), og 217 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

# Årsregnskab

2015

<b>Ledelsens beretning for regnskabsåret 2015</b>	<b>A 2</b>
<b>ECB's årsregnskab</b>	<b>A 17</b>
Balance pr. 31. december 2015	A 17
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2015 til 31. december 2015	A 19
Anvendt regnskabspraksis	A 20
Noter til balancen	A 28
Ikke-balanceførte poster	A 44
Noter til resultatopgørelsen	A 46
<b>Revisionspåtegning</b>	<b>A 52</b>
<b>Note om fordeling af overskud/dækning af tab</b>	<b>A 54</b>

# Ledelsens beretning for regnskabsåret 2015

## 1 Formål med ECB's ledelses beretning

Ledelsens beretning er en fast bestanddel af ECB's årlige regnskabsrapportering. Beretningen giver læserne yderligere kontekstuelle oplysninger om ECB's arbejde, operationelle rammer og de forskellige operationers indvirkning på ECB's regnskab.

Beretningen indeholder oplysninger om de vigtigste processer i relation til udarbejdelsen af ECB's regnskab. Da ECB's aktiviteter og operationer gennemføres for at understøtte de pengepolitiske målsætninger, bør det regnskabsmæssige resultat desuden ses i sammenhæng med ECB's pengepolitiske tiltag. Beretningen giver derfor også information om ECB's væsentligste risici, hvordan disse risici påvirkes af ECB's operationer samt om de forhåndenværende finansielle ressourcer og effekten af ECB's hovedaktiviteter på regnskabet.

## 2 Hovedmål og opgaver

ECB's primære mål er at fastholde prisstabilitet. Som beskrevet i ESCB-statutten er 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.

Endvidere er ECB ansvarlig for at sikre, at Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) fungerer effektivt og ensartet i gennemførelsen af et indgribende og effektivt banktilsyn, som bidrager til sikkerheden og soliditeten i banksystemet og stabiliteten i Den Europæiske Unions finansielle system.

## 3 Vigtigste processer

Processen i forbindelse med udarbejdelsen af ECB's årsregnskab er knyttet til en række vigtige aktiviteter.

### 3.1 Kontrolforanstaltninger i de organisatoriske enheder

Inden for ECB's interne kontrolstruktur har hvert enkelt forretningsområde ansvaret for styringen af egne operationelle risici samt for at gennemføre kontrolforanstaltninger med henblik på at sikre en effektiv drift og sikre, at oplysningerne i ECB's regnskab er nøjagtige. Budgetansvar er også primært omfattet af de enkelte forretningsområders ansvar og ansvarlighed.

## 3.2 Budgetprocesser

Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation i Generaldirektoratet for HR, Budget og Organisation<sup>1</sup> afstikker rammerne for, udarbejder og overvåger den strategiske planlægning, for så vidt angår ECB's ressourcer, samt det dermed forbundne driftsbudget. Opgaverne udføres i samarbejde med forretningsområderne, samtidig med at princippet om uafhængighed efterleves,<sup>2</sup> og resultatet afspejles i afdelingernes årlige arbejdsprogrammer. Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation står desuden for planlægning og kontrol af ressourcer samt cost-benefit- og investeringsanalyser i forbindelse med ECB- og ESCB-projekter. Udgifter, der følger det vedtagne budget, overvåges med faste mellemrum af Direktionen,<sup>3</sup> idet der tages højde for råd fra Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation, og af Styrelsesrådet med bistand fra Budgetkomiteen (BUCOM). I overensstemmelse med artikel 15 i ECB's forretningsorden omfatter BUCOM's støtte til Styrelsesrådet en vurdering af ECB's årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse.

## 3.3 Overvågningsfunktioner vedrørende finansiel risiko

ECB's Direktorat for Risikostyring er ansvarligt for at stille forslag om politikker og procedurer, som sikrer en passende beskyttelse mod finansielle risici for a) Eurosystemet, herunder ECB, i forbindelse med gennemførelsen af pengepolitiske operationer og b) ECB i forbindelse med forvaltningen af valutareserver, guldbeholdninger og eurodenominerede investeringsporteføljer. Direktoratet for Risikostyring vurderer og foreslår desuden forbedringer af Eurosystemets operationelle rammer for pengepolitik og valutapolitik ud fra et risikostyringsperspektiv. Desuden bistår Risikostyringskomiteen (RMC), der består af eksperter fra Eurosystemets centralbanker, de besluttende organer med at sikre et passende beskyttelsesniveau for Eurosystemet. Dette opnås ved at styre og kontrollere de finansielle risici, som stammer fra markedsoperationer, i sammenhæng med både Eurosystemets pengepolitiske operationer og ECB's valutaportefølje. RMC bidrager i denne forbindelse bl.a. med at overvåge, måle og indberette finansielle risici på Eurosystemets balance samt med at definere og gennemgå de dermed forbundne metoder og rammer.

## 3.4 Porteføljestyling

ECB har to typer investeringsporteføljer; nemlig valutareserveporteføljen (i amerikanske dollar og japanske yen) og en egenportefølje (i euro). Hertil kommer

<sup>1</sup> I 2016 bliver Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation en del af det nyoprettede Generaldirektorat for Budget og Finans.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Fra og med 2016 vil den nyligt udnævnte Chief Services Officer også spille en aktiv rolle i budgetovervågningen.

midlerne i relation til ECB's pensionsordninger, som er investeret i en portefølje, der forvaltes eksternt. ECB har også 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), Public Sector Asset Purchase Programme (PSPP) og de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP).

### 3.5 Udarbejdelse af ECB's regnskab

ECB's årsregnskab udfærdiges af Direktionen i henhold til regnskabsprincipper fastlagt af Styrelsesrådet.<sup>4</sup>

Afdelingen for Finansiell Rapportering og Politik i Generaldirektoratet for Administration<sup>5</sup> er ansvarlig for udarbejdelsen af årsregnskabet i samarbejde med andre forretningsområder. Afdelingen er også ansvarlig for at sikre, at al dokumentation i tilknytning hertil rettidigt er stillet til rådighed for de eksterne revisorer og de besluttende organer. Regnskabsrapporteringen og ECB's årsregnskab kan i denne sammenhæng blive underkastet intern revision. ECB's interne revision sker i overensstemmelse med Foreningen af Interne Revisorers (IIA's) internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision. Alle revisionsrapporter fra Direktoratet for Intern Revision, som kan indeholde revisionsanbefalinger til de pågældende forretningsområder, forelægges Direktionen.

ECB's årsregnskab revideres desuden af uafhængige eksterne revisorer, som efter indstilling af Styrelsesrådet blev godkendt af Rådet for Den Europæiske Union. De eksterne revisorer gennemgår ECB's regnskaber og konti og har fri adgang til al information om ECB's transaktioner.<sup>6</sup> De eksterne revisorer skal udtrykke en konklusion om, hvorvidt årsregnskabet giver et retvisende billede af ECB's finansielle stilling, og om resultatet af ECB's aktiviteter i overensstemmelse med den regnskabspraksis, som er fastlagt af Styrelsesrådet. De eksterne revisorer skal i denne forbindelse vurdere, om de anvendte interne kontrolforanstaltninger i forbindelse med udarbejdelsen og præsentationen af årsregnskabet har været tilstrækkelige, og bedømme, om den valgte regnskabspraksis har været passende.

ECB's Assets and Liabilities Committee, der består af repræsentanter fra ECB's markedsoperations-, regnskabs-, regnskabsrapporterings-, risikostyrings- og budgetfunktioner, overvåger og vurderer systematisk alle faktorer, der kan påvirke ECB's balance og resultatopgørelse. Udvalget gennemgår årsregnskabet og den underliggende dokumentation, inden det forelægges Direktionen til godkendelse.

Efter at Direktionen har frigivet årsregnskabet, forelægges det sammen med den eksterne revisors konklusion og al relevant dokumentation for Revisionskomiteen,

<sup>4</sup> Se anvendt regnskabspraksis.

<sup>5</sup> Fra 2016 bliver Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation en del af det nyoprettede Generaldirektorat for Budget og Finans.

<sup>6</sup> 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.



som gennemgår det, inden det godkendes af Styrelsesrådet. Revisionskomiteen bistår Styrelsesrådet i forbindelse med udøvelsen af dets ansvar for bl.a. de finansielle oplysningers integritet og overvågningen af de interne kontrolforanstaltninger. I denne forbindelse gennemgår Revisionskomiteen ECB's årsregnskab og tager i denne forbindelse 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 kan have væsentlig betydning for ECB's regnskab.

ECB's årsregnskab godkendes hvert år i februar af Styrelsesrådet og offentliggøres umiddelbart derefter. Det offentliggøres sammen med ledelsens beretning og Eurosystemets konsoliderede årlige balance.

## 4 Risikostyring

Risikostyring er en meget vigtig del af ECB's aktiviteter, og den udføres i en løbende proces med identificering, vurdering, begrænsning og overvågning af risici. Nedenstående tabel viser de vigtigste risici, som ECB er eksponeret for, samt deres kilder og de risikostyringsstrategier, som ECB anvender.

Risici, som ECB er eksponeret for:

Risiko	Komponent	Risikotype	Risikokilde	Rammer for risikostyring
Finansielle risici	Kreditrisiko	<b>Kreditmisligholdelsesrisiko</b> <i>Risikoen for finansielle tab på grund af en "misligholdelsesbegivenhed", som skyldes, at en låntager (modpart eller udsteder) ikke rettidigt opfylder sine finansielle forpligtelser</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• valutareserver</li> <li>• eurodenomineret investeringsportefølje</li> <li>• værdipapirporteføljer, der holdes af pengepolitiske grunde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ belånbarhedskriterier</li> <li>✓ vurdering af rettidig omhu</li> <li>✓ engagementsbegrænsninger</li> <li>✓ sikkerhedsstillelse</li> <li>✓ spredning</li> <li>✓ overvågning af finansielle risici</li> </ul>
		<b>Kreditmigreringsrisiko</b> <i>Risikoen for finansielle tab som følge af en ændret prissætning af finansielle aktiver efter en væsentlig forringelse af deres kreditkvalitet og rating</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• valutareserver</li> <li>• eurodenomineret investeringsportefølje</li> </ul>	
	Markedsrisiko	<b>Valutakurs- og råvarerisici</b> <i>Risikoen for finansielle tab på a) positioner i udenlandsk valuta som følge af valutakursudsving og b) beholdninger af råvarer som følge af udsving i markedspriserne.</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• valutareserver</li> <li>• guldbeholdning</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ spredning af beholdningerne på forskellige valutaer og guld</li> <li>✓ revalueringskonti for guld og valuta</li> <li>✓ overvågning af finansielle risici</li> </ul>
		<b>Renterisiko</b> <i>Risikoen for finansielle tab som følge af negative rentændringer, som fører til enten a) et fald i værdien af finansielle instrumenter i forbindelse med opgørelse til markedspris eller b) på grund af en negativ effekt på nettorentindtægten</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• valutareserver</li> <li>• eurodenomineret investeringsportefølje</li> <li>• værdipapirporteføljer, der holdes af pengepolitiske grunde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ politikker for aktivfordeling</li> <li>✓ revalueringskonti vedrørende priser</li> <li>✓ grænser for markedsrisiko</li> <li>✓ overvågning af finansielle risici</li> </ul>
		<b>Likviditetsrisiko</b> <i>Risikoen for at lide finansielle tab, fordi et aktiv ikke kan realiseres til gældende markedspris inden for en passende tidsramme.</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• valutareserver</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ politikker for aktivfordeling</li> <li>✓ likviditetslimits</li> <li>✓ overvågning af finansielle risici</li> </ul>
		<b>Operationel risiko</b> <i>Risikoen for en negativ finansiell, forretningsmæssig eller omdømmemæssig effekt, som skyldes menneskers handlinger eller manglende handlinger, utilstrækkelige personaleressourcer og personalepolitikker, mangelfuld gennemførelse af eller fejlslagne interne ledelses- og forretningsprocesser, svigt i systemer, som processer er afhængige af, eller eksterne begivenheder (fx naturkatastrofer eller angreb udefra).</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• arbejdsstyrke-, personaleressource-, personalepolitik</li> <li>• interne ledelses- og forretningsprocesser</li> <li>• systemer</li> <li>• eksterne begivenheder</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ identificere, vurdere, reagere på, rapportere om og overvåge operationelle risici</li> <li>✓ risikotolerancepolitikens retningslinjer</li> <li>✓ risikomatrice</li> <li>✓ rammer for forretningsvidereførelse</li> </ul>

## 4.1 Finansielle risici

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

Der findes flere forskellige risikomål, hvormed finansielle risici kan kvantificeres. 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, teknikker og antagelser med henblik på modeller, som ligger til grund for risikomålene, bygger på markedsstandarder. For at få fuld indsigt i potentielle risikobegivenheder, som kan forekomme med forskellig hyppighed og være mere eller mindre alvorlige, anvender ECB to former for statistiske mål, Value at Risk (VaR) og Expected Shortfall,<sup>7</sup> som beregnes for et antal konfidensniveauer. Desuden anvendes følsomheds- og stressscenarieanalyser for bedre at kunne forstå og supplere de statistiske risikoestimer.

Målt som VaR ved et konfidensniveau på 95 pct. over en etårig horisont (VaR 95 pct.) pr. 31. december 2015 udgjorde de finansielle risici, som ECB var eksponeret for gennem de finansielle aktiver, i alt 10 mia. euro, hvilket var 1,4 mia. euro højere end de estimerede samlede risici pr. 31. december 2014. Denne stigning er primært relateret til stigningen i markedsværdien af ECB's valutareserveaktiver og herved ECB's eksponering for valutarisiko som følge af den amerikanske dollars og den japanske yens appreciering i forhold til euroen i 2015.

#### 4.1.1 Kreditrisiko

Den risikokontrol og de grænser, som ECB anvender til at bestemme eksponeringen for kreditrisiko, varierer for forskellige former for operationer og afspejler de forskellige portefølgers politik- eller investeringsmål og de underliggende aktivers risikoprofil.

Kreditrisikoen i forbindelse med ECB's valutareserver er minimal, da reserverne investeres i aktiver med en høj kreditkvalitet.

ECB's guldbeholdninger er ikke eksponeret for kreditrisiko, da guld ikke udlånes til tredjemand.

Formålet med den eurodenominerede investeringsportefølje er at give ECB en indtægt, som kan bidrage til at dække driftsudgifterne, mens den investerede kapital bevares. Derfor spiller afkasthensyn en forholdsvis større rolle i aktivfordelingen og risikokontrolrammen for disse beholdninger end for ECB's valutareserver. Desuagtet holdes kreditrisikoen med hensyn til disse beholdninger på et moderat niveau.

Den kreditrisiko, der er forbundet med værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde, ligger, på grund af de anvendte risikostyringsteknikker, inden for ECB's risikotolerancerammer. Kreditmigreringsrisikoen forbundet med værdipapirer købt til

<sup>7</sup> Value at Risk (VaR) defineres som maksimumgrænsen for et potentielt tab for porteføljen af finansielle aktiver, som ifølge en statistisk model med en given sandsynlighed (konfidensniveau) ikke vil blive overskredet over en bestemt risikohorisont. Expected Shortfall er et samlet risikomål, som er mere konservativt end VaR, når der anvendes den samme horisont og det samme konfidensniveau, da det måler de sandsynlighedsvægtede gennemsnitlige tab, der kan opstå i de værste tænkelige tilfælde, som overskrider VaR-grænsen. I denne sammenhæng defineres tab som forskellene mellem nettoværdien af ECB's porteføljer som opført i balancen i begyndelsen af horisonten sammenlignet med simulerede værdier i slutningen af horisonten.

pengepolitiske formål påvirker ikke ECB's finansielle konti direkte, da disse værdipapirer er værdiansat til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse og derfor ikke revalueret til markedspriser. De kan imidlertid være eksponeret for kreditmisligholdelsesrisiko, og en forringelse af deres kreditkvalitet kan påvirke ECB's finansielle konti gennem den regelmæssige analyseproces og indregningen af værdiforringelse.

## 4.1.2 Markedsrisiko

De vigtigste typer markedsrisiko, som ECB er eksponeret for i forbindelse med forvaltningen af sine beholdninger, er valutakurs- og råvarerisici (guldpriser). 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 meget volatile valutakurser og guldpriser.

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

Ifølge Eurosystemets regler kan revalueringskontiene for guld og amerikanske dollar, som pr. 31. december 2015 udgjorde henholdsvis 11,9 mia. euro (12,1 mia. euro i 2014) og 10,6 mia. euro (6,2 mia. euro i 2014), anvendes til at absorbere virkningen af en eventuel fremtidig ugunstig udvikling i guldprisen og kursen på amerikanske dollar og herved dæmpe eller endog forhindre en påvirkning af ECB's resultatopgørelse.

### Renterisiko

ECB's valutareserver og eurodenominerede investeringsporteføljer investeres primært i fastforrentede værdipapirer, som revalueres til markedspriser og derfor er eksponeret for markedsrisiko, der skyldes udviklingen i renterne. Denne renterisiko i forbindelse med opgørelsen til markedspris styres med politikker for aktivfordeling og grænser for markedsrisiko, som sikrer, at markedsrisikoen hele tiden holdes på et niveau, som afspejler ECB's risiko-afkastpræferencer for de forskellige porteføljer. Udtrykt i modificeret varighed<sup>8</sup> på de fastforrentede porteføljer resulterer de forskellige risiko-afkast-præferencer i en længere modificeret varighed for de eurodenominerede investeringsporteføljer end for valutareserverne.

<sup>8</sup> Modificeret varighed er et mål for følsomheden af porteføljernes værdi over for parallelle skift i rentekurverne.

Renterisikoen i forbindelse med opgørelse til markedspris, som ECB er eksponeret for, var fortsat begrænset i 2015.

Værdipapirer erhvervet inden for rammerne af opkøbsprogrammerne (tre CBPP'er, SMP, ABSPP og PSPP) er værdiansat til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse og derfor ikke revalueret til markedspriser. Disse værdipapirbeholdninger er derfor ikke eksponeret for renterisiko i forbindelse med opgørelse til markedspris. Imidlertid forårsager et mismatch mellem rentefølsomheden af indtægten fra disse værdipapirer og af udgifterne i forbindelse med de tilsvarende passiver en renterisiko, som vil kunne påvirke ECB's nettorenteindtægter negativt. Politikker for aktivfordeling, herunder politikker og procedurer, der sikrer, at opkøbene sker til en korrekt pris, anvendes til at styre denne type risiko, som reduceres yderligere på grund af ikke-rentebærende passiver og den overordnede aktiv-/passivstruktur i ECB's balance. Renterisikoen forbundet med værdipapirer købt til pengepolitiske formål er vokset i 2015, hvilket hovedsagelig skyldes opkøb under PSPP. Det forventes dog, at ECB's nettorenteindtægt samlet set bliver positiv i de kommende år, også selv om det usandsynlige skulle ske, at der opstår ekstremt negative renterisikoscenarier.

#### 4.1.3 Likviditetsrisiko

I betragtning af både euroens rolle som en af de store reservevalutaer og ECB's rolle som centralbank og dens aktiv- og passivstruktur stammer ECB's største eksponering for likviditetsrisiko fra valutaeserverne, idet ECB hurtigt skal kunne realisere store mængder af disse beholdninger for at kunne foretage valutainterventioner. For at styre denne risiko sikrer aktivfordelingen og limits, at en tilstrækkelig stor andel af ECB's beholdninger investeres i aktiver, som hurtigt kan realiseres med en ubetydelig indvirkning på prisen.

Likviditetsrisikoprofilen for ECB's porteføljer forblev stort set stabil i 2015.

#### 4.2 Operationel risiko

ECB's operationelle risikostyring har primært til formål at a) bidrage til at sikre, at ECB opfylder sin målsætning og sine formål, og b) beskytte ECB's omdømme og andre aktiver mod tab, misbrug og skade.

I henhold til rammerne for den operationelle risikostyring er hvert enkelt forretningsområde ansvarligt for at identificere, vurdere, reagere på, rapportere om og overvåge egne operationelle risici og kontrolforanstaltninger. Forretningsområder med en tværgående rolle gennemfører specifikke kontrolprocedurer på ECB-niveau. I denne forbindelse indeholder ECB's risikotolerancepolitik retningslinjer med hensyn til risikoforholdsregler og procedurer i forbindelse med risikoaccept. Den er knyttet til en risikomatrix, der er baseret på ECB's gradueringskala for virkning og sandsynlighed (som anvender kvantitative og kvalitative kriterier).

ECB's Operational Risk and Business Continuity Management-funktion (ORM/BCM) er ansvarlig for at vedligeholde rammerne for operationel risikostyring og forretningsvidereførelse samt for at yde metodologisk bistand i denne henseende til risiko- og kontrolejere. Desuden udarbejder den årlige og ad hoc-rapporter om operationelle risici til Operational Risk Committee og Direktionen og støtter de besluttende organer i deres overvågningsrolle, for så vidt angår styringen af ECB's operationelle risici og kontrolforanstaltninger. Den koordinerer og implementerer BCM-programmet, tester og gennemgår regelmæssigt foranstaltningerne til forretningsvidereførelse af ECB's tidskritiske operationer og støtter krisestyringsteamet, herunder dets støttestrukturer, samt forretningsområder i tilfælde af alvorlige driftsforstyrrelser.

## 5 Finansielle ressourcer

### Kapital

Som følge af Litauens indførelse af den fælles valuta pr. 1. januar 2015 indbetalte Lietuvos bankas 43 mio. euro pr. denne dato. Som resultat af denne indbetaling udgjorde ECB's indbetalte kapital 7.740 mio. euro den 31. december 2015. Nærmere information om ECB's kapital findes i note 15.1 "Kapital" i årsregnskabet.

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

På grund af ECB's betydelige eksponering for finansiel risiko (beskrevet i afsnit 4) foretager ECB hensættelser til at imødegå valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. 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 især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af den risikoeksponering, der er slået igennem i det indeværende regnskabsår, ventede resultater for det kommende år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode. 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 2014 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici 7.575 mio. euro. Lietuvos bankas bidrog med et beløb på 45 mio. euro med virkning fra 1. januar 2015, hvorved risikohensættelsen øgedes til 7.620 mio. euro. Dette beløb svarer til værdien af den del af ECB's kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2015.

## Revalueringskonti

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

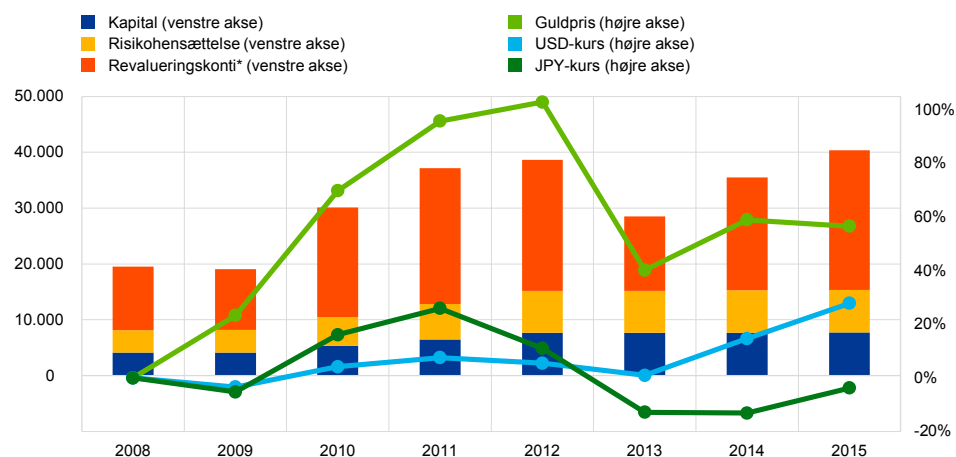
Det samlede beløb på revalueringskonti for guld, valuta og værdipapirer var ultimo december 2015 25,0 mia. euro<sup>9</sup> (20,2 mia. euro i 2014). For nærmere oplysninger henvises til noterne under ECB's regnskabspraksis og note 14 "Revalueringskonti" i noterne til balancen.

Figur 1 viser udviklingen i ECB's ovennævnte finansielle ressourcer og de vigtigste valutakurser samt guldprisen i perioden 2008-15. I denne periode a) blev ECB's indbetalte kapital næsten fordoblet, hovedsagelig som resultat af den beslutning, som Styrelsesrådet traf i 2010 om at udvide ECB's kapital; b) steg risikohensættelsen til et beløb, der svarer til den kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet, og c) udviste revalueringskontiene en betydelig volatilitet, som primært skyldtes udviklingen i valutakurserne og guldprisen.

**Figur 1**

ECB's finansielle ressourcer, vigtigste valutakurser og guldprisen<sup>10</sup> i perioden 2008-15.

(mio. euro; ændring i pct. i forhold til 2008)



\* Dette indbefatter den samlede revalueringsgevinst af guld, fremmed valuta og værdipapirer.  
Kilde: ECB.

<sup>9</sup> Balanceposten "Revalueringskonti" omfatter desuden genberegning af ydelser efter fratræden.

<sup>10</sup> Udviklingen i de vigtigste valutakurser og i guldprisen vises som ændringer i pct. i forhold til valutakurserne og guldprisen ultimo 2008.

## 6

## 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.

Operation/funktion	Effekt på ECB's årsregnskab
Pengepolitiske operationer	Pengepolitiske standardoperationer gennemføres decentraliseret af de nationale centralbanker i Eurosystemet. Disse operationer har derfor ingen direkte effekt på ECB's årsregnskab.
Værdipapirer, som holdes til pengepolitiske formål (under CBPP'er, SMP, ABSPP og PSPP)	Værdipapirer opkøbt af ECB er medtaget under posten "Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde". Beholdninger i disse porteføljer medtages til amortiseret kostpris, idet der udføres en test for værdiforringelse mindst en gang om året. Kuponrente og amortisering af over- eller underkurs medtages i resultatopgørelsen. <sup>11</sup>
Investeringsaktiviteter (forvaltning af valutareserver og egenportefølje)	ECB's valutaeserver er opført i balancen <sup>12</sup> eller afspejlet i ikke-balanceførte konti indtil afviklingsdatoen. ECB's egenportefølje er opført i balancen, primært under posten "Andre finansielle aktiver". Nettorenteindtægter, herunder kuponrente og amortisering af over- eller underkurs, medtages i resultatopgørelsen. <sup>13</sup> Urealiserede børskurs- og valutakurstab, som overstiger tidligere registrerede urealiserede gevinster, samt realiserede gevinster og tab i forbindelse med salg af værdipapirer er også medtaget i resultatopgørelsen, <sup>14</sup> mens urealiserede gevinster er medtaget på balancen under posten "Revalueringskonti".
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 en enkelt 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. Disse renter 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. Disse udgifter er opført i resultatopgørelsen under posten "Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion".
Banktilsyn	ECB's årlige omkostninger i forbindelse med tilsynsopgaverne dækkes ind med indbetalingen af årlige tilsynsgebyrer fra enhederne under tilsyn. Tilsynsgebyrerne registreres i resultatopgørelsen under posten "Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner".

<sup>11</sup> Medtaget under posterne "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter".

<sup>12</sup> Primært medtaget under "Guld og tilgodehavender i guld", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet" og "Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet".

<sup>13</sup> 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".

<sup>14</sup> Medtaget under posterne "Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner" og "Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer".



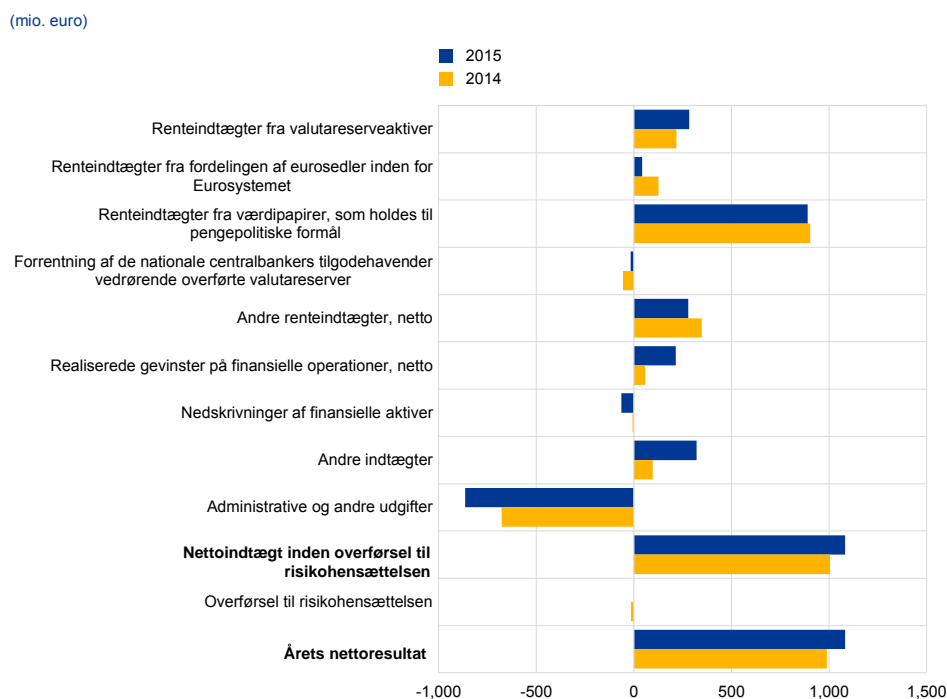
## 7 Resultat i 2015

I 2015 var ECB's nettooverskud på 1.082 mio. euro (989 mio. euro i 2014).

Figur 2 viser komponenterne i ECB's resultatopgørelse for 2015 sammenlignet med 2014.

**Figur 2**

De enkelte komponenter i ECB's resultatopgørelse for 2015 og 2014.



Kilde: ECB.

### Vigtige punkter

- I 2015 faldt nettorenteindtægterne til 1.475 mio. euro fra 1.536 mio. euro i 2014. Lavere renteindtægter fra ECB's andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb som følge af de lavere gennemsnitlige renter ved de primære markedsoperationer i 2015 samt lavere renteindtægter på egenporteføljen bidrog til dette fald. Effekterne af disse faktorer blev kun delvis udlignet af a) højere renteindtægter på valutareserveaktiver som resultat af både apprecieringen af den amerikanske dollar i forhold til euroen og de højere renteindtægter fra porteføljen af værdipapirer i amerikanske dollar og b) den lavere renteudgift på de tilgodehavender, som de nationale centralbanker i euroområdet har vedrørende de valutareserveaktiver, som de har overført til ECB.
- Renteindtægten fra værdipapirer, som er opkøbt af pengepolitiske grunde, faldt marginalt fra 903 mio. euro i 2014 til 890 mio. euro i 2015. Nedgangen i

renteindtægter, der skyldtes, at opkøbte værdipapirer under SMP og det første og andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer udløb, blev næsten helt udlignet af renteindtægter fra det udvidede opkøbsprogram.<sup>15</sup>

- Nedskrivninger af finansielle aktiver steg med 56 mio. euro til 64 mio. euro i 2015, hovedsagelig som følge af det samlede fald i markedsværdien af værdipapirer, som holdes i dollarporteføljen.
- ECB's samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 677 mio. euro i 2014 til 864 mio. euro i 2015. Denne stigning skyldtes primært, at afskrivningen af ECB's hovedbygning blev påbegyndt, samt højere omkostninger i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM). I modsætning til i 2014, hvor gebyrer indbetalt af enhederne under tilsyn kun dækkede ECB's SSM-relaterede omkostninger i november og december, dækkede disse gebyrer i 2015 alle ECB's omkostninger. Som resultat steg andre indtægter i 2015 til 320 mio. euro (96 mio. euro i 2014).

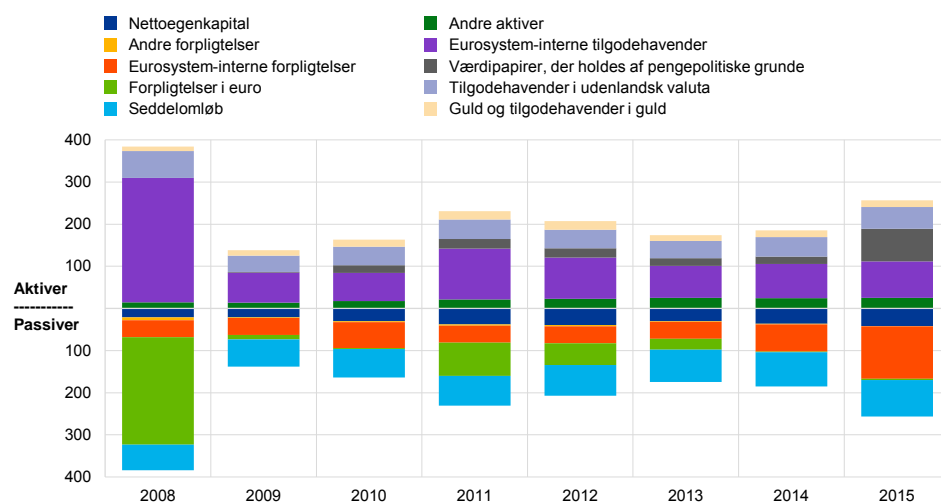
## 8 Den langsigtede udvikling i ECB's regnskab

Figur 3 og 4 viser udviklingen i ECB's balance og resultatopgørelse samt i de enkelte komponenter i perioden 2008-15.

**Figur 3**

Udviklingen i ECB's balance i perioden 2008-15<sup>16</sup>

(mia. euro)



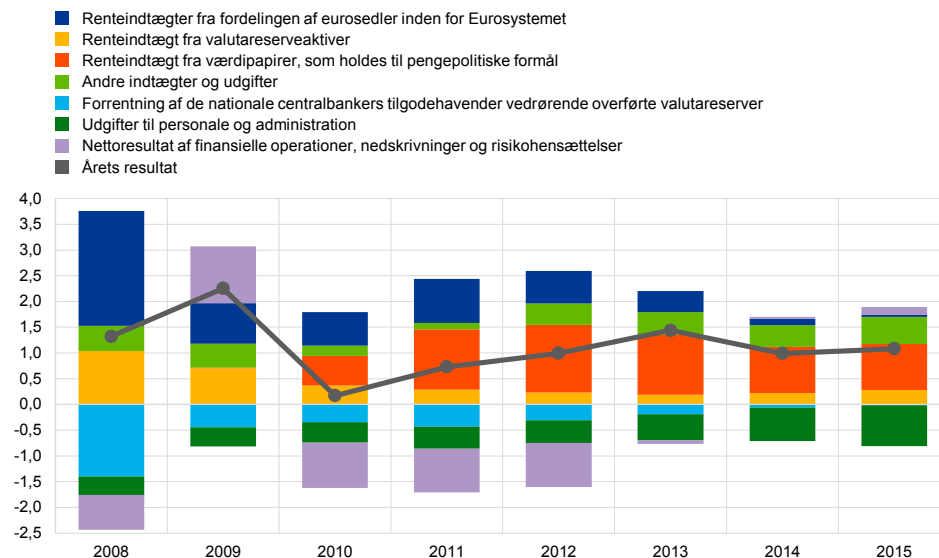
Kilde: ECB.

<sup>15</sup> Det udvidede opkøbsprogram (APP) består af CBPP3, ABSPP og PSPP. Nærmere oplysninger (på engelsk) om APP findes på [ECB's websted](#).

<sup>16</sup> Figuren er baseret på værdier ultimo året.

**Figur 4****Udvikling i ECB's resultatopgørelse i perioden 2008-15**

(mia. euro)



Kilde: ECB.

ECB's balance er faldet i forhold til 2008. Dette skyldes primært de forbedrede vilkår for dollarfinansiering for Eurosystemets modparter og den heraf følgende gradvise reduktion af Eurosystemets likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar. Faldet er afspejlet i nedgangen i ECB's Eurosystem-interne tilgodehavender og i ECB's forpligtelser i euro. I 4. kvartal 2014 begyndte ECB's balance imidlertid at udvides med opkøbet af særligt dækkede obligationer og asset-backed securities i forbindelse med det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3) og ABSPP. Udvidelsen af balancen er fortsat i 2015 med opkøbet af værdipapirer udstedt af centralregeringer i euroområdet efter indførelsen af PSPP. Opkøbene af værdipapirer under alle de ovennævnte programmer blev afviklet via Target2-konti og resulterede derfor i en tilsvarende stigning i ECB's 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 2015 var 0,05 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 0,04 mia. euro i 2015.
- Der blev foretaget overførsler til den generelle risikohensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici, navnlig i perioden 2010-12. I denne periode blev et kumulativt beløb på 3,5 mia. euro overført til risikohensættelsen, hvorved de præsenterede overskud blev 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 to år, og indtægterne udgjorde 0,3 mia. euro i 2015.

- Værdipapirbeholdninger erhvervet inden for opkøbsprogrammerne står i gennemsnit for 54 pct. af ECB's samlede nettorenteindtægter i de seneste seks år.
- SSM's oprettelse og drift i de seneste to år har bidraget til en betydelig stigning i udgifter til personale og administration. De SSM-relaterede udgifter er dog siden november 2014 blevet dækket via de gebyrer, som enhederne under tilsyn indbetaler.

# ECB's årsregnskab

## Balance pr. 31. december 2015

AKTIVER	Note	2015 €	2014 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	15.794.976.324	15.980.317.601
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet</b>	2		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	714.825.534	669.336.060
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	49.030.207.257	43.730.904.005
		<b>49.745.032.791</b>	<b>44.400.240.065</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet</b>	2.2	<b>1.862.714.832</b>	<b>1.783.727.949</b>
<b>Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	3	<b>52.711.983</b>	<b>2.120.620</b>
<b>Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet</b>	4		
Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde	4.1	<b>77.808.651.858</b>	<b>17.787.948.367</b>
<b>Eurosystem-interne forpligtelser</b>	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	5.1	<b>86.674.472.505</b>	<b>81.322.848.550</b>
<b>Andre aktiver</b>	6		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	6.1	1.263.646.830	1.249.596.659
Andre finansielle aktiver	6.2	20.423.917.583	20.626.359.858
Revalueringsforskelle på ikke-balanceførte instrumenter	6.3	518.960.866	319.624.726
Periodeafgrænsningsposter	6.4	1.320.068.350	725.224.031
Øvrige poster	6.5	1.180.224.603	1.092.627.246
		<b>24.706.818.232</b>	<b>24.013.432.520</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>256.645.378.525</b>	<b>185.290.635.672</b>

<b>PASSIVER</b>	<b>Note</b>	<b>2015 €</b>	<b>2014 €</b>
<b>Seddelomløb</b>	7	86.674.472.505	81.322.848.550
<b>Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet</b>	8		
Andre forpligtelser	8.1	1.026.000.000	1.020.000.000
<b>Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	9	2.330.804.192	900.216.447
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet</b>	10		
Indlån og andre forpligtelser	10.1	0	458.168.063
<b>Eurosystem-interne forpligtelser</b>	11		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver	11.1	40.792.608.418	40.553.154.708
Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto	11.2	83.083.520.309	23.579.372.965
		<b>123.876.128.727</b>	<b>64.132.527.673</b>
<b>Andre forpligtelser</b>	12		
Revalueringsforskelle på ikke-balanceførte instrumenter	12.1	392.788.148	178.633.615
Periodeafgrænsningsposter	12.2	95.543.989	96.191.651
Øvrige poster	12.3	891.555.907	869.549.503
		<b>1.379.888.044</b>	<b>1.144.374.769</b>
<b>Hensættelser</b>	13	7.703.394.185	7.688.997.634
<b>Revalueringskonti</b>	14	24.832.823.174	19.937.644.696
<b>Kapital og reserver</b>	15		
Kapital	15.1	7.740.076.935	7.697.025.340
<b>Årets resultat</b>		<b>1.081.790.763</b>	<b>988.832.500</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>256.645.378.525</b>	<b>185.290.635.672</b>

## Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2015 til 31. december 2015

	Note	2015 €	2014 €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver	22.1	283.205.941	217.003.159
Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	22.2	41.991.105	125.806.228
Andre renteindtægter	22.4	2.168.804.955	2.512.243.088
<i>Renteindtægter</i>		<i>2.494.002.001</i>	<i>2.855.052.475</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver	22.3	-17.576.514	-57.015.146
Andre renteudgifter	22.4	-1.001.272.846	-1.262.336.836
<i>Renteudgifter</i>		<i>-1.018.849.360</i>	<i>-1.319.351.982</i>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>22</b>	<b>1.475.152.641</b>	<b>1.535.700.493</b>
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	23	214.433.730	57.260.415
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	24	-64.053.217	-7.863.293
Overførsler til/fra hensættelser for valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici		0	-15.009.843
<b>Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser</b>		<b>150.380.513</b>	<b>34.387.279</b>
<b>Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner</b>	<b>25, 26</b>	<b>268.332.261</b>	<b>28.158.654</b>
<b>Indtægter fra aktier og kapitalindskud</b>	<b>27</b>	<b>908.109</b>	<b>780.935</b>
<b>Andre indtægter</b>	<b>28</b>	<b>51.023.378</b>	<b>67.253.502</b>
<b>Nettoindtægter i alt</b>		<b>1.945.796.902</b>	<b>1.666.280.863</b>
Personaleomkostninger	29	-440.844.142	-301.142.390
Administrationsomkostninger	30	-351.014.617	-353.579.537
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-64.017.361	-15.312.728
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	31	-8.130.019	-7.413.708
<b>Årets resultat</b>		<b>1.081.790.763</b>	<b>988.832.500</b>

Frankfurt am Main, 9. februar 2016

Den Europæiske Centralbank

Mario Draghi  
Formand

## Anvendt regnskabspraksis<sup>17</sup>

### Regnskabets indhold og opstillingsform

ECB's årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECB's finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper,<sup>18</sup> som ECB's styrelsesråd anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

### Regnskabsprincipper

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

### Medtagelse 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 anskaffelseskursværdi 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 posterings, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på handelsdagen. Påløbne renter, over- og underkurs i forbindelse med finansielle

<sup>17</sup> En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i afgørelse ECB/2010/21 af 11. november 2010, EUT L 35, 9.2.2011, s. 1, som senest ændret ved afgørelse ECB/2015/26 af 2. juli 2015, EUT L 193, 21.7.2015, s. 134.

<sup>18</sup> Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.



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 gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2015 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2015.

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 fire vigtige valutaer (amerikanske dollar, euro, japanske yen og britiske pund), omregnet til euro pr. 31. december 2015.

## Værdipapirer

### Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

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

### Andre værdipapirer

Omsættelige værdipapirer (ekskl. værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde) og lignende aktiver værdiansættes enten til den gældende middeltkurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. Indbyggede optioner i værdipapirer udskilles ikke ved værdiansættelsen. For regnskabsåret 2015 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2015. Ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen med forbehold for værdiforringelse.

## Resultatføring

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår.<sup>19</sup> 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 underkurs på værdipapirer resultatføres som en del af renteindtægterne og amortiseres over værdipapirenes 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) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis der er stillet

---

<sup>19</sup> Der er fastsat et mindstebeløb på 100.000 euro for periodiseringer og hensættelser af administrativ art.

kontant sikkerhed på en konto i ECB. I 2015 modtog ECB ingen kontant sikkerhed i forbindelse med sådanne transaktioner.

## Ikke-balanceførte poster

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutawaps 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 diskonteringsfaktorerne 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 i Eurosystemet, netto". De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target2,<sup>20</sup> er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet".

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

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

## Anlægsaktiver

Anlægsaktiver, inkl. immaterielle aktiver, men med undtagelse af grunde og kunstværker, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde og kunstværker værdiansættes til anskaffelsesprisen. 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.

<sup>20</sup> Pr. 31. december 2015 deltog følgende centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank), Danmarks Nationalbank, 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 19,5 pct. og 6,7 pct. af grundlønningen og afspejles i ordningens ydelsesbaserede søjle. Medarbejderne kan foretage yderligere, frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelser.<sup>21</sup> Disse bestemmes af den beløbsmæssige størrelse af de frivillige yderligere bidrag med tillæg af investeringsafkastet fra disse bidrag.

Ydelser 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 ydelser 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

<sup>21</sup> Medarbejdernes frivillige bidrag kan anvendes til at købe yderligere pension, når de går på pension. Denne pension indgår fra det 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.<sup>22</sup> Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.<sup>23</sup>

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i balancen under passivposten "Seddelomløb". ECB's andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender er rentebærende<sup>24</sup> 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

<sup>22</sup> Afgørelse ECB/2010/29 af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 26, med senere ændringer.

<sup>23</sup> "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.

<sup>24</sup> Afgørelse ECB/2010/23 af 25. november 2010 om fordelingen af de monetære indtægter til de nationale centralbanker i de medlemsstater, der har euroen som valuta (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 17, med senere ændringer.

regnskabspraksis). Renteindtægterne af disse tilgodehavender medtages i resultatopgørelsen, hvor de indregnes i posten "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet".

## Foreløbig overskudsfordeling

Et beløb svarende til summen af ECB's indtægter fra eurosedler i omløb og indtægter fra værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, som er købt under a) Securities Markets Programme, b) det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer, c) programmet til opkøb af asset-backed securities og d) opkøbsprogrammet for aktiver udstedt af den offentlige sektor, forfalder til betaling til de nationale centralbanker i euroområdet i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes. Såfremt Styrelsesrådet ikke har truffet en anden beslutning, foretager ECB en foreløbig fordeling af dette overskud i januar det følgende år.<sup>25</sup> Det fordeles fuldt ud, medmindre det er højere end ECB's nettooverskud for året, og med forbehold af eventuelle beslutninger fra Styrelsesrådet om at foretage overførsler til hensættelse for valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisiko. Styrelsesrådet kan også beslutte at modregne ECB's udgifter i tilknytning til udstedelse og håndtering af eurosedler i indtægten på eurosedler i omløb.

## Andre forhold

Under hensyntagen til ECB's rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugere yderligere relevante oplysninger.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECB's eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2017.

---

<sup>25</sup> Afgørelse ECB/2015/298 af 15. december 2014 om foreløbig fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter (omarbejdet), EUT L 53, 25.2.2015, s. 24, med senere ændringer.

# Noter til balancen

## 1 Guld og tilgodehavender i guld

Pr. 31. december 2015 havde ECB en beholdning på 16.229.522 ounces<sup>26</sup> finguld (i 2014 var beholdningen 16.178.193 ounces). Stigningen skyldtes den litauiske centralbank, Lietuvos bankas, overførsel af 51.329 ounces finguld<sup>27</sup> til ECB i forbindelse med Litauens indførelse af den fælles valuta. På trods af denne stigning i ECB's beholdning af finguld faldt beholdningens værdi omregnet til euro som følge af faldet i guldprisen i 2015 (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 2015. 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). Stigningen i euroværdien af ECB's beholdninger af SDR skyldtes hovedsagelig apprecieringen af SDR i forhold til euro i 2015.

### 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	2015 €	2014 €	Udvikling €
Anfordringskonti	4.398.616.340	2.618.332.591	1.780.283.749
Pengemarkedsindskud	1.666.345.182	1.035.952.558	630.392.624
Omvendte genkøbsforretninger	831.266.648	986.131.163	-154.864.515
Værdipapirer	42.133.979.087	39.090.487.693	3.043.491.394
<b>I alt</b>	<b>49.030.207.257</b>	<b>43.730.904.005</b>	<b>5.299.303.252</b>

<sup>26</sup> Dette svarer til 504,8 t.

<sup>27</sup> Overførslen, til en værdi af 50,7 mio. euro, blev foretaget med virkning fra 1. januar 2015.



Tilgodehavender hos residerter i euroområdet	2015 €	2014 €	Udvikling €
Anfordringskonti	953.098	4.035.172	-3.082.074
Pengemarkedsindsud	1.861.761.734	1.599.827.033	261.934.701
Omvendte genkøbsforretninger	0	179.865.744	-179.865.744
<b>I alt</b>	<b>1.862.714.832</b>	<b>1.783.727.949</b>	<b>78.986.883</b>

I 2015 skyldtes stigningen i disse poster primært, at både den amerikanske dollar og den japanske yen apprecierede over for euroen.

Efter Litauens indførelse af den fælles valuta 1. januar 2015 overførte Lietuvos bankas desuden valutareserveaktiver i amerikanske dollar til en værdi af 287,9 mio. euro til ECB.

Pr. 31. december 2015 var ECB's nettobeholdninger af amerikanske dollar og japanske yen<sup>28</sup> følgende:

	2015 (mio. valutaenheder)	2014 (mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	46.382	45.649
Japanske yen	1.085.596	1.080.094

### 3 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet

Pr. 31. december 2015 bestod denne post af anfordringskonti hos residerter i euroområdet.

## 4 Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet

### 4.1 Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde

Pr. 31. december 2015 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 for aktiver udstedt af 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.

<sup>28</sup> Beholdningerne omfatter aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivside) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der tages højde for valutaterminsforretninger og valutawaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

I 2015 blev opkøbene under det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3) og ABSPP udvidet til at omfatte PSPP.<sup>29</sup> CBPP3, ABSPP og PSPP udgør tilsammen det udvidede opkøbsprogram (APP).<sup>30</sup> De nationale centralbankers og ECB's kombinerede månedlige APP-opkøb er i gennemsnit på 60 mia. euro, og det er hensigten, at de skal fortsætte indtil udgangen af marts 2017, og under alle omstændigheder indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende ændring i inflationsudviklingen, som er i overensstemmelse med dets mål om at opnå en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Værdipapirer opkøbt under alle seks programmer værdiansættes til amortiseret kostpris med forbehold for værdiforringelse (se "Værdipapirer" under anvendt regnskabspraksis). Årlige test for værdiforringelse udføres på grundlag af den skønnede genvindingsværdi ultimo året og godkendes af Styrelsesrådet. På baggrund af resultatet af dette års test for værdiforringelse blev der kun udløst én indikator for værdiforringelse, der havde relation til SMP-porteføljen. Denne indikator påvirkede imidlertid ikke de fremtidige pengestrømme, som ECB forventedes at modtage, og der blev som en konsekvens heraf ikke bogført tab i 2015.

Den amortiserede kostpris på værdipapirer, der holdes af ECB, samt disses markedsværdi<sup>31</sup> (som ikke er bogført i balancen eller i resultatopgørelsen, men alene anført til sammenligning), er som følger:

	2015 €		2014 €		Udvikling €	
	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi
Første program til opkøb af særligt dækkede obligationer	1.786.194.503	1.898.990.705	2.395.178.568	2.576.479.183	-608.984.065	-677.488.478
Andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer	933.230.549	1.013.540.352	1.249.397.951	1.367.880.767	-316.167.402	-354.340.415
Tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer	11.457.444.451	11.396.084.370	2.298.798.185	2.314.787.199	9.158.646.266	9.081.297.171
Securities Markets Programme	8.872.443.668	10.045.312.608	10.100.343.269	11.247.795.991	-1.227.899.601	-1.202.483.383
Programmet til opkøb af asset-backed securities	15.321.905.622	15.220.939.054	1.744.230.394	1.742.441.349	13.577.675.228	13.478.497.705
Opkøbsprogram for aktiver udstedt af den offentlige sektor	39.437.433.065	39.372.318.024	-	-	39.437.433.065	39.372.318.024
<b>I alt</b>	<b>77.808.651.858</b>	<b>78.947.185.113</b>	<b>17.787.948.367</b>	<b>19.249.384.489</b>	<b>60.020.703.491</b>	<b>59.697.800.624</b>

Faldet i amortiseret kostpris for porteføljerne i forbindelse med a) det første og det andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer og b) SMP skyldtes indfrielse.

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

<sup>29</sup> Inden for dette program kan ECB og de nationale centralbanker – på det sekundære marked – købe eurodenominerede værdipapirer udstedt af den offentlige sektor og regionale og lokale regeringer i euroområdet, anerkendte agencies med hjemsted i euroområdet samt internationale organisationer og multilaterale udviklingsbanker med hjemsted i euroområdet.

<sup>30</sup> Yderligere oplysninger om APP findes på [ECB's websted](#).

<sup>31</sup> Markedsværdier er vejledende og er udledt på grundlag af markedsnoter. Hvor der ikke foreligger markedsnoter, estimeres markedspriserne ved hjælp af Eurosystemets egne modeller.

## 5 Eurosystem-interne tilgodehavender

### 5.1 Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet

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

## 6 Andre aktiver

### 6.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Pr. 31. december 2015 bestod disse aktiver af følgende poster:

	2015 €	2014 €	Udvikling €
<b>Anskaffelsessum</b>			
Grunde og bygninger	1.027.242.937	997.154.850	30.088.087
Inventar	219.897.386	212.838.181	7.059.205
Computerhardware og -software	77.350.193	71.812.322	5.537.871
Udstyr, møbler og køretøjer	92.000.437	82.854.876	9.145.561
Anlægsaktiver under udførelse	244.590	16.163.065	-15.918.475
Øvrige anlægsaktiver	9.453.181	8.241.408	1.211.773
<b>Anskaffelsessum i alt</b>	<b>1.426.188.724</b>	<b>1.389.064.702</b>	<b>37.124.022</b>
<b>Akkumulerede afskrivninger</b>			
Grunde og bygninger	-79.468.891	-88.477.513	9.008.622
Inventar	-15.827.521	-72.342	-15.755.179
Computerhardware og -software	-45.530.493	-38.380.961	-7.149.532
Udstyr, møbler og køretøjer	-20.831.615	-11.908.686	-8.922.929
Øvrige anlægsaktiver	-883.374	-628.541	-254.833
<b>Akkumulerede afskrivninger i alt</b>	<b>-162.541.894</b>	<b>-139.468.043</b>	<b>-23.073.851</b>
<b>Bogført nettoværdi</b>	<b>1.263.646.830</b>	<b>1.249.596.659</b>	<b>14.050.171</b>

I november 2014 stod ECB's nye hovedsæde klar til at blive taget i brug. Derfor begyndte afskrivningen af det nye hovedsæde i januar 2015, hvilket er i overensstemmelse med ECB's regnskabspraksis (se "Anlægsaktiver" under anvendt regnskabspraksis).

Faldet i "Anlægsaktiver under opførelse" skyldtes hovedsagelig færdiggørelsen af aktiver i relation til ECB's nye hovedsæde, som stadig var under udarbejdelse pr. 31. december 2014, og de efterfølgende overførsler af omkostninger i forbindelse hermed til de pågældende anlægsaktivposter i 2015. Disse overførsler, samt

yderligere aktiviteter i forbindelse med ECB's nye hovedsæde, førte til en stigning i delposten "Grunde og bygninger" i 2015.

Faldet i akkumulerede afskrivninger af grunde og bygninger i 2015 skyldtes nedskrivningen af aktiverede ombygninger i forbindelse med lejemaal, der ikke længere benyttes.

## 6.2 Andre finansielle aktiver

I denne post indregnes investeringen af ECB's egenkapital,<sup>32</sup> der holdes som en direkte modpost til ECB's kapital og reserver, samt andre finansielle aktiver, der omfatter 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS) til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

Posten består af følgende komponenter:

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	30.000	4.684.410	-4.654.410
Værdipapirer i euro	19.192.975.459	19.091.635.302	101.340.157
Omvendte genkøbsforretninger i euro	1.188.997.789	1.488.138.078	-299.140.289
Andre finansielle aktiver	41.914.335	41.902.068	12.267
<b>I alt</b>	<b>20.423.917.583</b>	<b>20.626.359.858</b>	<b>-202.442.275</b>

Afviklingen i 2015 af udestående genkøbstransaktioner pr. 31. december 2014 (se note 12.3 "Øvrige poster") bidrog til det samlede fald i denne post.

## 6.3 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2015 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne 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").

<sup>32</sup> Genkøbsforretninger, som gennemføres i sammenhæng med forvaltningen af egenporteføljen, er medtaget under "Øvrige poster" på passivside (se note 12.3 "Øvrige poster").

## 6.4 Periodeafgrænsningsposter

I 2015 omfattede denne post påløbne renter på værdipapirer, herunder udestående renter betalt ved erhvervelsen, som udgjorde 1.186,6 mio. euro (603,9 mio. euro i 2014) (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 indbefattede også påløbne renter af Target2-tilgodehavender for december 2015, som udgjorde 33,2 mio. euro (25,5 mio. euro i 2014), og påløbne renter af ECB's tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet for årets 4. kvartal (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som udgjorde 10,8 mio. euro (10,0 mio. euro i 2014).

Posten omfatter desuden a) periodiserede indtægter fra fælles eurosystemprojekter (se note 28 "Andre indtægter"), b) påløbne renter på andre finansielle aktiver og c) diverse forudbetalinger.

## 6.5 Øvrige poster

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

I posten indgik også balancer i forbindelse med udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2015, 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 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet

### 8.1 Andre forpligtelser

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target2-systemet.

## 9 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet

Pr. 31. december 2015 omfattede denne post et beløb på 1,5 mia. euro (0,9 mia. euro i 2014), 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 2015 skyldtes betalinger fra residerter i euroområdet til residerter uden for euroområdet (se note 11.2 "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto").

Resten af denne post bestod af et beløb på 0,8 mia. euro (0 euro i 2014), 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 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 tilgodehavender i 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").

## 10 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet

### 10.1 Indlån og andre forpligtelser

Denne post bestod pr. 31. december 2014 af forpligtelser, der opstod som led i genkøbsforretninger med residerter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

Ingen relaterede forpligtelser var fortsat udestående pr. 31. december 2015.

## 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.

	Fra 1. januar 2015 €	Pr. 31. december 2014 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611	111.729.611
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	672.637.756	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710	-
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617	117.640.617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807	447.671.807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904	728.096.904
<b>I alt</b>	<b>40.792.608.418</b>	<b>40.553.154.708</b>

Lietuvos bankas' tilgodehavende blev sat til 239.453.710 euro, således at det sikres, at forholdet mellem dette tilgodehavende og det samlede tilgodehavende, som er blevet krediteret de øvrige nationale centralbanker i medlemsstater, der har euroen som valuta, svarer til forholdet mellem Lietuvos bankas' vægt i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og de andre nationale centralbanker i euroområdet samlede vægt i denne fordelingsnøgle. Differencen mellem tilgodehavendet og værdien af de overførte aktiver (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld" og note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver og tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet") blev behandlet som en del af Lietuvos bankas' bidrag, som i henhold til ESCB-statuttens artikel 48.2 skal indbetales til ECB's reserver og hensættelser svarende til ECB's reserver pr. 31. december 2014 (se note 13 "Hensættelser" og note 14 "Revalueringskonti").

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 i Eurosystemet, netto

I 2015 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 værdipapirer under det udvidede opkøbsprogram APP (se note 4 "Værdipapirer i

euro udstedt af residenter i euroområdet"), som blev afviklet via Target2-konti. Effekten af disse opkøb blev delvis opvejet af a) indfrielse af værdipapirer opkøbt under SMP og de to første programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer, som også blev afviklet via Target2-konti, b) stigningen i beløbene vedrørende de back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar, og c) afviklingen i Target2 af betalinger fra residenter i euroområdet til residenter uden for euroområdet (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

Forrentningen af Target2-positioner, med undtagelse af mellemværender, som skyldes back-to-back-swaptransaktioner i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar, beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rentesats, som anvendes 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).

	2015 €	2014 €
Target2-forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet	812.734.808.529	612.892.597.646
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	-730.463.422.714	-590.153.944.468
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud	812.134.494	840.719.787
<b>Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto</b>	<b>83.083.520.309</b>	<b>23.579.372.965</b>

## 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 2015 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne 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 2015 omfattede denne post påløbne renter på de nationale centralbankers tilgodehavender for hele 2015 i forbindelse med overførte



valutareserveaktiver til ECB (se note 11.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver") og påløbne renter på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target2 for december 2015. Beløbene blev afviklet i januar 2016.

Posten omfatter også a) indtægter i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme (se note 26 "Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaver"), b) periodiseringer af administrativ art og c) periodiseringer på finansielle instrumenter.

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Valutareserver overført til ECB	17.576.514	57.015.146	-39.438.632
Target2	36.393.921	26.309.091	10.084.830
Andre periodiseringer	41.573.554	12.867.414	28.706.140
<b>I alt</b>	<b>95.543.989</b>	<b>96.191.651</b>	<b>-647.662</b>

### 12.3 Øvrige poster

I 2015 bestod denne post af balancer i forbindelse med udestående valutawaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2015 (se note 19 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse balancer 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).

Pr. 31. december 2014 bestod denne post af udestående genkøbsforretninger på 150,1 mio. euro, som blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's egenkapital. Ingen relaterede transaktioner var fortsat udestående pr. 31. december 2015.

#### *ECB's pensionsordninger, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse*<sup>33</sup>

Denne post omfattede endvidere ECB's nettoforpligtelse på 385,5 mio. euro (459,7 mio. euro i 2014) 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.

### Balance

Hvad angår ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen:

<sup>33</sup> I alle tabeller under denne note er beløbene i kolonnen med overskriften "Direktionen og Tilsynsrådet" samlede tal for disse to organer.

	2015 Medarbejderne	2015 Direktionen og Tilsynsrådet	2015 I alt	2014 Medarbejderne	2014 Direktionen og Tilsynsrådet	2014 I alt
	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6
Dagsværdi af ordningens aktiver	-755,3	-	-755,3	-651,9	-	-651,9
<b>Ydelsesbaseret nettopensionsforpligtelse indregnet i balancen</b>	<b>361,4</b>	<b>24,1</b>	<b>385,5</b>	<b>435,2</b>	<b>24,5</b>	<b>459,7</b>

I 2015 er nutidsværdien af forpligtelsen over for medarbejderne på 1.116,7 mio. euro (1.087,1 mio. euro i 2014) inkl. uafdækkede ydelser på 155,9 mio. euro (170,3 mio. euro i 2014) i forbindelse med andre ydelser efter fratræden end pension og andre langsigtede personaleydelse. Ydelser efter fratræden og andre langfristede personaleydelse for medlemmer af Direktionen og medlemmer af Tilsynsrådet er også uafdækkede.

## Resultatopgørelsen

Indregnede beløb i resultatopgørelsen for 2015:

	2015 Medarbejderne	2015 Direktionen og Tilsynsrådet	2015 I alt	2014 Medarbejderne	2014 Direktionen og Tilsynsrådet	2014 I alt
	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Nettorenten på den ydelsesbaserede nettopensionsforpligtelse	9,5	0,5	10,0	4,5	0,7	5,2
<i>heraf:</i>						
<i>Renteudgifter på forpligtelsen</i>	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
<i>Renteindtægter af ordningens aktiver</i>	-13,4	-	-13,4	-20,6	-	-20,6
Gvinster/tab ved genberegning af andre langsigtede ydelser	2,6	-0,1	2,5	7,8	0,3	8,1
<b>I alt medregnet i "Personaleomkostninger"</b>	<b>132,1</b>	<b>2,3</b>	<b>134,4</b>	<b>54,0</b>	<b>2,2</b>	<b>56,2</b>

Pensionsomkostningerne vedrørende det aktuelle regnskabsår steg i 2015 til 121,9 mio. euro (42,9 mio. euro i 2014), som følge af a) nedsættelsen af diskonteringsraten fra 3,75 pct. i 2013 til 2 pct. i 2014<sup>34</sup> og b) det højere gennemsnitlige antal medlemmer af pensionsordningen.

## Ændringer i den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse, ordningens aktiver og resultater af genberegning

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse:

<sup>34</sup> Pensionsomkostningerne vedrørende det aktuelle regnskabsår beregnes ud fra det foregående års diskonteringsrate.

	2015 Medarbej- derne	2015 Direktionen og Tilsyns- rådet	2015 I alt	2014 Medarbej- derne	2014 Direktionen og Tilsyns- rådet	2014 I alt
	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 1. januar	1.087,1	24,5	1.111,6	650,6	17,8	668,4
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Renteudgifter på forpligtelsen	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
Deltagernes bidrag	21,7	0,2	21,9	14,0	0,1	14,1
Betalte ydelser	-7,5	-0,8	-8,3	-7,1	-0,8	-7,9
Gevinster/tab ved genberegning	-127,5	-2,2	-129,7	362,8	5,5	368,3
<b>Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 31. december</b>	<b>1.116,7</b>	<b>24,1</b>	<b>1.140,8</b>	<b>1.087,1</b>	<b>24,5</b>	<b>1.111,6</b>

De samlede gevinster ved genberegning på 129,7 mio. euro i 2015 på den ydelsesbaserede forpligtelse opstod primært som følge af stigningen i diskonteringsraten fra 2 pct. i 2014 til 2,5 pct. i 2015. Dette skal sammenholdes med tab som følge af genberegning på 368,3 mio. euro i 2014, der primært opstod som følge af faldet i diskonteringsraten fra 3,75 pct. i 2013 til 2 pct. i 2014.

Ændringer i 2015 i dagsværdien af ordningens aktiver vedrørende medarbejderne:

	2015 i mio. €	2014 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	651,9	536,5
Renteindtægter	13,4	20,6
Gvinster ved genberegning	26,8	49,7
Arbejdsgivers bidrag	46,9	36,4
Deltagernes bidrag	21,7	14,0
Betalte ydelser	-5,4	-5,3
<b>Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december</b>	<b>755,3</b>	<b>651,9</b>

Gvinsterne ved genberegning af ordningens aktiver skyldtes i både 2015 og 2014 den kendsgerning, at det faktiske afkast på andelen var højere end den skønnede renteindtægt på ordningens aktiver.

Stigningen i både ECB's og deltageres bidrag i 2015 skyldtes hovedsagelig stigningen i antallet af deltagere i ordningen i løbet af året (se note 29 "Personaleomkostninger").

Ændringer i 2015 i resultaterne af genberegningen (se note 14 "Revalueringskonti"):

	2015 i mio. €	2014 i mio. €
Gevinster/tab ved genberegning pr. 1. januar	-305,6	4,8
Bidrag fra nationale centralbanker, der indtræder i Eurosystemet <sup>35</sup>	-1,8	0,0
Gevinster på ordningens aktiver	26,8	49,7
Gevinster/tab på forpligtelsen	129,7	-368,3
Tab/gevinster medtaget i resultatopgørelsen	2,5	8,1
<b>Gevinster/tab ved genberegning medtaget under "Revalueringskonti"<sup>36</sup></b>	<b>-148,4</b>	<b>-305,6</b>

## Primære forudsætninger

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Direktionen har godkendt med henblik på regnskabsaflæggelse og oplysning. De væsentligste forudsætninger, der ligger til grund for beregningen af pensionsforpligtelsen, er:

	2015 i pct.	2014 i pct.
Diskonteringsrate	2,50	2,00
Forventet afkast af ordningens aktiver <sup>37</sup>	3,50	3,00
Generelle fremtidige lønstigninger <sup>38</sup>	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger <sup>39</sup>	1,40	1,40

Desuden udgjorde medarbejdernes frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle i 2015 123,3 mio. euro (110,6 mio. euro i 2014). 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 ikke dækkes af revalueringskontiene. 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,

<sup>35</sup> Efter Litauens indførelse af den fælles valuta bidrog Lietuvos bankas til saldoen for alle ECB's revalueringskonti. De udestående tab som følge af genberegning, der var indregnet i revalueringskontiene pr. 31. december 2014, førte til en reduktion i Lietuvos bankas samlede bidrag.

<sup>36</sup> På grund af afrunding stemmer totalerne ikke nødvendigvis overens.

<sup>37</sup> Disse forudsætninger blev anvendt til at beregne den del af ECB's ydelsesbaserede forpligtelse, der finansieres af aktiver med en underliggende kapitalgaranti.

<sup>38</sup> Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af deltagernes alder.

<sup>39</sup> I overensstemmelse med bestemmelserne i ECB's pensionsordning bliver pensionerne forhøjet årligt. Hvis de generelle justeringer af ECB's medarbejderes lønninger er mindre end prisinflationen, vil en eventuel stigning i pensionerne være i overensstemmelse med de generelle lønjusteringer. Hvis de generelle lønjusteringer er højere end prisinflationen, anvendes disse til at fastsætte stigningen i pensionerne, såfremt ECB's pensionsordninger har en økonomi, der muliggør en sådan stigning.

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 indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

I forbindelse med Litauens indførelse af den fælles valuta, bidrog Lietuvos bankas med et beløb på 44.728.929 euro til hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici med virkning fra 1. januar 2015,<sup>40</sup> hvorved hensættelsen steg til 7.619.884.851 euro. Efter udvidelsen af ECB's kapital i 2015 (se note 15 "Kapital og reserver") svarer dette beløb til værdien af den del af ECB's kapital, som er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2015.

## 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). Den 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").

I forbindelse med Litauens indførelse af den fælles valuta bidrog Lietuvos bankas med et beløb på 117,7 mio. euro til disse saldi med virkning fra 1. januar 2015.

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Guld	11.900.595.095	12.065.394.836	-164.799.741
Valuta	12.272.562.352	7.046.435.041	5.226.127.311
Værdipapirer og andre instrumenter	808.078.836	1.131.424.399	-323.345.563
Nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelser efter fratræden	-148.413.109	-305.609.580	157.196.471
<b>I alt</b>	<b>24.832.823.174</b>	<b>19.937.644.696</b>	<b>4.895.178.478</b>

Stigningen i revalueringskontiene skyldes primært euroens depreciering over for amerikanske dollar og japanske yen i 2015.

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

<sup>40</sup> Bidraget blev betalt i overensstemmelse med ESCB-stattens artikel 48.2.

Valutakurser	2015	2014
Amerikanske dollar pr. euro	1,0887	1,2141
Japanske yen pr. euro	131,07	145,23
Euro pr. SDR	1,2728	1,1924
Euro pr. ounce finguld	973,225	987,769

## 15 Kapital og reserver

### 15.1 Kapital

Litauen indførte den fælles valuta 1. januar 2015. I henhold til ESCB-statuttens artikel 48.1 indbetalte Lietuvos bankas 43.051.594 euro til ECB pr. 1. januar 2015,<sup>41</sup> hvilket svarede til den resterende del af dens andel i den tegnede kapital. Som følge heraf steg ECB's indbetalte kapital, som det fremgår af tabellen, fra 7.697.025.340 euro 31. december 2014 til 7.740.076.935 euro 1. januar 2015.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Den Europæiske Centralbanks afgørelse (EU) 2015/287 af 31. december 2014 om Lietuvos bankas' indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til ECB's reserver og hensættelser (ECB/2014/61), EUT L 50, 21.2.2015, s. 44.

<sup>42</sup> De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totaler og subtotaler i tabellen ikke nødvendigvis overens.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2015 i pct.	Indbetalt kapital fra 1. januar 2015 €	Fordelingsnøgle pr. 31. december 2014 i pct.	Indbetalt kapital pr. 31. december 2014 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	268.222.025	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614	0,1928	20.870.614
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	1,1607	125.645.857	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929	-	-
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764	0,2030	21.974.764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136.005.389	1,2564	136.005.389
<b>Nationale centralbanker i euroområdet i alt</b>	<b>70,3915</b>	<b>7.619.884.851</b>	<b>69,9783</b>	<b>7.575.155.922</b>
Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)	0,8590	3.487.005	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963	0,6023	2.444.963
Lietuvos bankas	-	-	0,4132	1.677.335
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192	5,1230	20.796.192
Banca Națională a României	2,6024	10.564.124	2,6024	10.564.124
Sveriges riksbank	2,2729	9.226.559	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148	13,6743	55.509.148
<b>Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt</b>	<b>29,6085</b>	<b>120.192.083</b>	<b>30,0217</b>	<b>121.869.418</b>
<b>I alt</b>	<b>100,0000</b>	<b>7.740.076.935</b>	<b>100,0000</b>	<b>7.697.025.340</b>

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 2015. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af 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.

## Ikke-balanceførte poster

### 16 Automatiske værdipapirudlån

Som led i forvaltningen af egenkapitalen har ECB indgået en aftale om automatiske værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECB's vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række udpegede, godkendte modparter.

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.

Som følge af ECB's aftaler vedrørende udlån af værdipapirer var der pr. 31. december 2015 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 4,5 mia. euro (4,8 mia. i 2014). Af dette beløb havde 0,3 mia. euro (0 euro i 2014) relation til udlån af værdipapirer, der blev holdt af pengepolitiske årsager.

### 17 Rentefutures

Pr. 31. december 2015 var følgende valutatransaktioner, angivet til markedskurserne ultimo året, udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	2015 Kontraktværdi €	2014 Kontraktværdi €	Udvikling €
Erhvervet	694.406.172	911.374.681	-216.968.509
Afhændet	690.554.100	1.001.647.311	-311.093.211

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

### 18 Renteswaps

Pr. 31. december 2015 var renteswapforretninger med en fiktiv værdi på 274,5 mio. euro (270,8 mio. euro i 2014), opgjort til markedskursen ultimo året, udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.



## 19 Valutaswap- og terminsforretninger

### Forvaltning af valutareserver

Valutaswap- og terminsforretninger blev i 2015 udført i sammenhæng med forvaltningen af ECB's valutareserve. Tilgodehavender og forpligtelser som følge af disse transaktioner, der var udestående pr. 31. december 2015 og med en afviklingsdato i 2016, er angivet til markedskurserne ultimo året:

Valutaswap- og terminsforretninger	2015 €	2014 €	Udvikling €
Tilgodehavender	2.467.131.004	1.899.819.430	567.311.574
Forpligtelser	2.484.517.472	1.777.894.537	706.622.935

### Likviditetstilførende operationer

Den 31. december 2015 var der udestående tilgodehavender og forpligtelser i amerikanske dollar med en afviklingsdato i 2016, som opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

## 20 Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner

I 2015 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 2015 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 tre 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 er blevet appelleret. 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 cyprisk 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 valutareserveaktiver:

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Renteindtægter på anfordringskonti	552.459	548.634	3.825
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	6.306.443	4.234.448	2.071.995
Renteindtægter fra genkøbsforretninger	38.311	208.426	-170.115
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	2.920.201	867.860	2.052.341
Renteindtægter på værdipapirer	261.121.900	206.165.493	54.956.407
Renteindtægter/-udgifter på renteswaps	-861.355	407.588	-1.268.943
Renteindtægter på terminsforretninger og valutaswaptransaktioner i fremmed valuta	13.127.982	4.570.710	8.557.272
<b>Renteindtægter fra valutareserveaktiver, netto</b>	<b>283.205.941</b>	<b>217.003.159</b>	<b>66.202.782</b>

Den samlede stigning i nettorenteindtægten i 2015 skyldtes hovedsagelig en højere renteindtægt på dollarporteføljen og den amerikanske dollars appreciering over for euroen.

#### 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 8,1 pct. i den gennemsnitlige værdi af seddelomløbet var der et fald i indtægten i 2015, som skyldtes, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2014 (0,05 pct. i 2015 sammenlignet med 0,16 pct. i 2014).

#### 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 hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til ESCB-stattutens artikel 30.1 (se note 11.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver"). Nedgangen i denne forrentning i 2015 skyldtes, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2014.

## 22.4 Andre renteindtægter og Andre renteudgifter

I 2015 omfattede disse poster en nettoindtægt på 608,7 mio. euro (727,7 mio. euro i 2014) fra de værdipapirer, som ECB har opkøbt under SMP, mens nettorenteindtægterne fra de resterende værdipapirer, som er opkøbt af pengepolitiske grunde, beløb sig til 280,9 mio. euro (174,9 mio. i 2014).

Disse poster omfattede også renteindtægter på 0,4 mia. euro (1,1 mia. euro i 2014) og renteudgifter på 0,4 mia. euro (1,1 mia. euro i 2014) fra mellemværender i Target2 (se note 11.2 "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto" og note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet"). Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro er også opført her.

## 23 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

I 2015 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster, netto	175.959.137	47.223.558	128.735.579
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	38.474.593	10.036.857	28.437.736
<b>Realiserede gevinster på finansielle operationer, netto</b>	<b>214.433.730</b>	<b>57.260.415</b>	<b>157.173.315</b>

Realiserede nettobørskursgevinster og -tab omfatter realiserede gevinster på værdipapirer, rentefutures og renteswaps. Den samlede stigning i nettobørskursgevinsterne i 2015 skyldtes hovedsagelig en højere børskursgevinst på værdipapirer i dollarporteføljen.

## 24 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Der blev foretaget følgende nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner i 2015:

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-63.827.424	-7.664.489	-56.162.935
Urealiserede børskurstab på renteswaps	-223.892	-198.804	-25.088
Urealiserede valutakurstab	-1.901	-	-1.901
<b>Nedskrivninger i alt</b>	<b>-64.053.217</b>	<b>-7.863.293</b>	<b>-56.189.924</b>

De større nedskrivninger end i 2014 er primært resultatet af det samlede fald i markedsprisen på værdipapirerne i dollarporteføljen.

## 25

## Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner

	2015 €	2014 €	Udvikling €
Gebyr- og provisionsindtægter	277.324.169	30.024.834	247.299.335
Gebyr- og provisionsudgifter	-8.991.908	-1.866.180	-7.125.728
<b>Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner</b>	<b>268.332.261</b>	<b>28.158.654</b>	<b>240.173.607</b>

I 2015 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, hovedsagelig påløbne tilsynsgebyrer (se note 26 "Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne") og strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne omfattede hovedsagelig gebyrer, der skal betales til de eksterne porteføljeforvaltere for at foretage opkøb af asset-backed securities i henhold til eksplicite instrukser fra og på vegne af Eurosystemet. De omfattede også gebyrer på anfordringskonti og transaktionsudgifter i forbindelse med rentefutures (se note 17 "Rentefutures").

## 26

## Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne

ECB's omkostninger i forbindelse med tilsynsopgaverne dækkes ind med årlige tilsynsgebyrer, som betales af enhederne under tilsyn. Udgifterne består primært af omkostninger, som er direkte forbundet med ECB's tilsynsopgaver; eksempelvis det direkte tilsyn med signifikante enheder, overvågning af tilsynet med mindre signifikante enheder og udførelsen af horisontale og specialiserede opgaver. Posten omfatter også omkostninger, der er indirekte forbundet til ECB's tilsynsopgaver; eksempelvis tjenesteydelser, som leveres af ECB's støttefunktioner, herunder byggeforvaltning, personaleforvaltning og IT-tjenester.

ECB's indtægter i forbindelse med tilsynsopgaver var for 2015:

	2015 €	2014 <sup>43</sup> €
Tilsynsgebyrer	277.086.997	29.973.012
<i>heraf:</i>		
<i>Gebyrindtægter fra signifikante enheder eller koncerner</i>	<i>245.620.964</i>	<i>25.622.812</i>
<i>Gebyrindtægter fra mindre signifikante enheder eller mindre signifikante koncerner</i>	<i>31.466.033</i>	<i>4.350.200</i>
<b>Indtægter i forbindelse med banktilsynsopgaver i alt</b>	<b>277.086.997</b>	<b>29.973.012</b>

Indtægter fra tilsynsgebyrer er indeholdt i "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner" (se note 25 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner").

På baggrund af de beregnede årlige udgifter meddelte ECB i april 2015, at de årlige tilsynsgebyrer for 2015 ville beløbe sig til 296,0 mio. euro.<sup>44</sup> Overskuddet på 18,9 mio. euro er sammenlignet med de faktiske udgifter på 277,1 mio. euro og

<sup>43</sup> Hvad angår 2014, dækkede ECB omkostningerne i forbindelse med banktilsynet med tilsynsgebyrer fra og med november 2014, hvor tilsynsopgaverne blev overdraget til ECB.

<sup>44</sup> Beløbet blev sammen med udgifterne på 30,0 mio. euro for de sidste to måneder af 2014 faktureret i 2015 med betalingsfrist 20. november 2015.

anført under "Periodeafgrænsningsposter" (se note 12.2 "Periodeafgrænsningsposter") og vil nedbringe tilsynsgebyrerne, som bliver opkrævet i 2016.

Ved udgangen af 2015 manglede enhederne under tilsyn stadig at indbetale mindre gebyrbeløb og påløbne renter som følge af sene betalinger. ECB træffer alle de nødvendige foranstaltninger for at indkræve udestående beløb fra enheder under tilsyn.

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 2015.

ECB's indtægter i forbindelse med tilsynsopgaverne i 2015:

	2015 €	2014 <sup>45</sup> €
Løn og ydelser	141.262.893	18.456.945
Leje og vedligeholdelse af bygninger	25.513.220	2.199.243
Andre driftsomkostninger	110.310.884	9.316.824
<b>Udgifter i forbindelse med banktilsynsopgaver i alt</b>	<b>277.086.997</b>	<b>29.973.012</b>

## 27 Indtægter fra aktier og kapitalindskud

Afkast af ECB's kapitalandele i BIS (se note 6.2 "Andre finansielle aktiver") indregnes i denne post.

## 28 Andre indtægter

Diverse indtægter i 2015 stammede primært fra de bidrag, som de nationale centralbanker i euroområdet skal betale til ECB's udgifter i forbindelse med Eurosystemets fælles projekter.

## 29 Personaleomkostninger

Personaleomkostningerne steg i 2015, hvilket hovedsagelig skyldtes det højere gennemsnitlige antal ansatte i ECB og den højere nettoudgift til øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse.

I denne post er indeholdt udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 306,4 mio. euro (244,9 mio. euro i 2014). I denne post indgår også et beløb på 134,4 mio. euro (56,2 mio. euro i 2014) vedrørende ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede

<sup>45</sup> 2014-tallene vedrører udgifter i årets sidste måneder. Det skyldes, at ECB overtog det operationelle ansvar for banktilsynet i november 2014.

personaleydelser (se note 12.3 "Øvrige poster"). Personaleomkostninger på 0,8 mio. euro (1,2 mio. euro i 2014) i forbindelse med opførelsen af ECB's nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i posten.

Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i Den Europæiske Unions institutioner.

Direktionsmedlemmer og medlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, modtager en grundløn, mens deltidsmedlemmer af Tilsynsrådet, som er ansat af ECB, aflønnes på basis af det antal møder, de deltager i. Medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådets medlemmer på fuld tid, som er ansat af ECB, får desuden 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 2015 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)<sup>46</sup>:

	2015 €	2014 €
Mario Draghi (formand)	385.860	379.608
Vitor Constâncio (næstformand)	330.744	325.392
Peter Praet (direktionsmedlem)	275.604	271.140
Jörg Asmussen (direktionsmedlem indtil januar 2014)	-	4.912
Benoit Cœuré (direktionsmedlem)	275.604	271.140
Yves Mersch (direktionsmedlem)	275.604	271.140
Sabine Lautenschläger (direktionsmedlem)	275.604	253.457
<b>Direktionen i alt</b>	<b>1.819.020</b>	<b>1.776.789</b>
<b>Tilsynsrådet i alt (medlemmer ansat af ECB)<sup>47</sup></b>	<b>635.385</b>	<b>508.589</b>
<i>heraf:</i>		
Danièle Nouy (formand for Tilsynsrådet)	275.604	271.140
<b>I alt</b>	<b>2.454.405</b>	<b>2.285.378</b>

Hertil kommer aflønningen af deltidsmedlemmerne af Tilsynsrådet, på 352.256 euro (74.776 euro i 2014).

De samlede tillæg, som blev udbetalt til medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådet, samt ECB's bidrag til deres sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger udgjorde i alt 625.021 euro (674.470 euro i 2014).

I 2015 udbetaltes ingen ydelser til medlemmer af Direktionen eller Tilsynsrådet, der tiltrådte eller fratrådte deres stilling (68.616 euro i 2014).

<sup>46</sup> Beløbene er bruttoløb, dvs. inden betaling af skat til Den Europæiske Union.

<sup>47</sup> Dette tal omfatter ikke Sabine Lautenschläger, hvis løn er medtaget sammen med lønnen for de andre medlemmer af Direktionen.

Der kan udbetales en fratrædelsesgodtgørelse til afgåede medlemmer af Direktionen og Tilsynsrådet i en begrænset periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2015 udgjorde disse godtgørelser, relaterede familietillæg og ECB's bidrag til afgåede medlemmers sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger 9.730 euro (243.178 euro i 2014). Pensionsydelse, herunder relaterede tillæg, til afgåede medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 783.113 euro (599.589 euro i 2014).

Ved udgangen af 2015 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 2.871<sup>48</sup>, heraf 293 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2015:

	2015	2014
Samlet antal medarbejdere pr. 1. januar	2.577	1.790
Ansættelser/ændring af kontraktstatus	648	1.458
Fratrædelser/kontraktudløb	-299	-681
Nettostigning/-nedgang som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	-55	10
<b>Samlet antal medarbejdere pr. 31. januar</b>	<b>2.871</b>	<b>2.577</b>
<b>Gennemsnitligt antal medarbejdere</b>	<b>2.722</b>	<b>2.155</b>

## 30 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.

## 31 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.

<sup>48</sup> 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

10 February 2016

#### Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

#### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

#### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

#### *Opinion*

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2015 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger  
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman  
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel  
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert  
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609



***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

10. februar 2016

De uafhængige revisorers påtegning

Vi har revideret vedlagte årsregnskab for Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2015, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2015 - 31. december 2015 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter ("Årsregnskabet").

*Den Europæiske Centralbanks direktion er ansvarlig for årsregnskabet*

Direktionen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Dette skal ske i overensstemmelse med de principper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af afgørelse ECB/2010/21 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab, med senere ændringer. Direktionen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som den anser for nødvendig for at udarbejde et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

*Revisorenes ansvar*

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har tilrettelagt og udført vores revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå en høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandling for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandling afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen tager revisor højde for intern kontrol, der er relevant for Den Europæiske Centralbanks udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af Den Europæiske Centralbanks interne kontrol. En revision omfatter endvidere en vurdering af, om Direktionens valg af regnskabspraksis er passende, og om dens regnskabsmæssige skøn er rimelige, samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

*Konklusion*

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af Den Europæiske Centralbanks aktiviteter for regnskabsåret 1. januar 2015 - 31. december 2015 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af afgørelse ECB/2010/21 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab, med senere ændringer.

Med venlig hilsen

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger  
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

## Note om fordeling af overskud/dækning af tab

*Denne note er ikke en del af ECB's årsregnskab for 2015.*

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.

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECB's almindelige reservefond og om nødvendigt – efter en beslutning 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.<sup>49</sup>

ECB's nettoresultat for 2015 var 1.081,8 mio. euro. Som følge af Styrelsesrådets beslutning blev der 29. januar 2016 foretaget en foreløbig fordeling af overskud på 812,1 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet. Styrelsesrådet besluttede endvidere at fordele det resterende overskud på 269,7 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet.

Overskuddet fordeles i forhold til de nationale centralbankers andele af den indskudte kapital i ECB. 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.

	2015 €	2014 €
Årets resultat	1.081.790.763	988.832.500
Foreløbig overskudsfordeling	-812.134.494	-840.719.787
Året resultat efter den foreløbige fordeling af overskud	269.656.269	148.112.713
Fordeling af det resterende overskud	-269.656.269	-148.112.713
I alt	0	0

<sup>49</sup> 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 2015<sup>1</sup>

(mio. euro)<sup>2</sup>

AKTIVER	31.12.2015	31.12.2014
<b>1 Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>338.713</b>	<b>343.630</b>
<b>2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>307.115</b>	<b>270.250</b>
2.1 Tilgodehavender hos IMF	80.384	81.298
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	226.732	188.951
<b>3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet</b>	<b>31.109</b>	<b>27.940</b>
<b>4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>20.242</b>	<b>18.905</b>
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	20.242	18.905
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>558.989</b>	<b>630.341</b>
5.1 Primære markedsoperationer	88.978	156.129
5.2 Langfristede markedsoperationer	469.543	473.285
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	468	924
5.6 Udlån i forbindelse med marginbetalinger	0	2
<b>6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>107.863</b>	<b>59.942</b>
<b>7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet</b>	<b>1.161.159</b>	<b>590.265</b>
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	803.135	217.242
7.2 Andre forpligtelser	358.023	373.022
<b>8 Offentlig forvaltning og services gæld i euro</b>	<b>25.145</b>	<b>26.715</b>
<b>9 Andre aktiver</b>	<b>230.810</b>	<b>240.252</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.781.145</b>	<b>2.208.238</b>

<sup>1</sup> Udarbejdet på grundlag af foreløbige ureviderede data. Alle nationale centralbankers årsregnskaber vil være afsluttede ved udgangen af maj 2016 og Eurosystemets endelige konsoliderede årlige balance vil blive offentliggjort derefter.

<sup>2</sup> På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

<b>PASSIVER</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>
<b>1 Seddelomløb</b>	<b>1.083.539</b>	<b>1.016.616</b>
<b>2 Forpligtelser i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>768.419</b>	<b>366.511</b>
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	555.864	318.245
2.2 Indlånsfacilitet	212.415	48.266
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indlån i forbindelse med marginbetalinger	140	0
<b>3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>5.202</b>	<b>4.635</b>
<b>4 Udstedte gældsbeviser</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet</b>	<b>141.805</b>	<b>64.519</b>
5.1 Offentlig forvaltning og service	59.295	36.738
5.2 Andre forpligtelser	82.510	27.781
<b>6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>54.529</b>	<b>47.927</b>
<b>7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet</b>	<b>2.803</b>	<b>1.271</b>
<b>8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>3.677</b>	<b>4.753</b>
8.1 Indlån og andre forpligtelser	3.677	4.753
8.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF</b>	<b>59.179</b>	<b>56.211</b>
<b>10 Andre forpligtelser</b>	<b>218.618</b>	<b>219.328</b>
<b>11 Revalueringskonti</b>	<b>346.172</b>	<b>331.398</b>
<b>12 Kapital og reserver</b>	<b>97.201</b>	<b>95.070</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.781.145</b>	<b>2.208.238</b>

## Statistikafsnit

1. Den finansielle og monetære udvikling	S2
2. Den økonomiske aktivitet	S14
3. Priser og omkostninger	S28
4. Valutakurser og betalingsbalance	S35
5. Udviklingen i de offentlige finanser	S40

## Yderligere oplysninger

Data fra statistikafsnittet i Årsberetningen:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
ECB-statistik:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Metoderne er defineret i de generelle bemærkninger (General Notes) til Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Beregningerne er beskrevet nærmere i de tekniske noter (Technical Notes) til Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Termer og forkortelser er beskrevet nærmere i ECB's ordliste for statistik (på engelsk):	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Metodologisk kommentar

Flerårige vækstgennemsnit er beregnet ved hjælp af den geometriske middelværdi. Hvad angår alle andre indikatorer i dette afsnit, er de flerårige gennemsnit beregnet ved hjælp af den aritmetiske middelværdi.

## Tegnforklaringer i tabellerne

-	Foreligger ikke/ikke anvendelig	(p)	Foreløbig
.	Foreligger endnu ikke	s.a.	Sæsonkorrigeret
...	Nul eller ubetydelig	n.s.a.	Ikke sæsonkorrigeret

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.1 ECB's officielle renter

(Niveauer i pct. p.a.; ændringer i procentpoint)

Med virkning fra: <sup>1)</sup>		Indlånsfacilitet		Primære markedsoperationer			Marginal udlånsfacilitet	
				Auktioner til fast rente	Auktioner til variabel rente			
		Niveau 1	Ændring 2	Fast rente Niveau 3	Minimumsbudrente Niveau 4	Ændring 5	Niveau 6	Ændring 7
1999	1 Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 Jan. <sup>2)</sup>	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 Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 Juni <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 Sep.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 Maj	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 Juni	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 Juni	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 Okt.	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 Juni	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 Juli	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 Okt.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 Okt. <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 Okt. <sup>5)</sup>	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 Maj	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 Juli	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 Juli	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 Maj	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13 Nov.	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014	11 Juni	-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	...

Kilde: ECB.

- 1) Fra 1. januar 1999 til 9. marts 2004 refererer datoerne til indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet. For de primære markedsoperationer træder renteændringerne i kraft fra den førstkomende primære markedsoperation efter den angivne dato. Ændringen den 18. september 2001 trådte i kraft samme dag. Fra 10. marts 2004 refererer datoen til indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet, men også til de primære markedsoperationer (hvor ændringerne træder i kraft fra den førstkomende primære markedsoperation efter Styrelsesrådets beslutning), medmindre andet er angivet.
- 2) Den 22. december 1998 meddelte ECB, at der som en ekstraordinær foranstaltning ville blive indført en snæver rentekorridor på 50 basispoint fra 4.-21. januar 1999 mellem den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med det formål at lette overgangen til det nye monetære system for markedsdeltagerne.
- 3) Den 8. juni 2000 meddelte ECB, at Eurosystemets primære markedsoperationer fra og med den primære markedsoperation, der skulle afvikles den 28. juni 2000, ville blive udført som auktioner til variabel rente. Minimumsbudrenten refererer til den minimumsrente, der gælder for modparternes bud.
- 4) Med virkning fra den 9. oktober indsnævrede ECB korridoren for de stående faciliteter fra 200 basispoint til 100 basispoint omkring renten ved de primære markedsoperationer. Rentekorridoren for de stående faciliteter blev igen udvidet til 200 basispoint med virkning fra den 21. januar 2009.
- 5) Den 8. oktober 2008 meddelte ECB, at med virkning fra den primære markedsoperation, der skulle afvikles den 15. oktober, ville de ugentlige primære markedsoperationer blive udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling til renten ved de primære markedsoperationer. Denne ændring trådte i stedet for den tidligere beslutning (truffet samme dag) om at nedsætte minimumsbudrenten med 50 basispoint for de primære markedsoperationer, der blev udført som auktioner til variabel rente.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.2 Eurosystemets pengepolitiske markedsoperationer med tildeling via auktioner<sup>1)</sup>

(Mio. euro; renter i pct. p.a.)

### 1.2.1 Primære og langfristede markedsoperationer<sup>2), 3)</sup>

Afviklingsdato	Bud (beløb)	Antal deltagere	Tildeling (beløb)	Auktioner til variabel rente				Varighed (...) dage	
				Auktioner til fast rente	Minimumsbudrente	Marginal rente <sup>4)</sup>	Vægtet gennemsnitsrente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Primære markedsoperationer									
2015	21 Okt.	65.908	123	65.908	0,05	-	-	-	7
	28 Okt.	68.451	129	68.451	0,05	-	-	-	7
	4 Nov.	61.468	114	61.468	0,05	-	-	-	7
	11 Nov.	62.532	120	62.532	0,05	-	-	-	7
	18 Nov.	60.527	113	60.527	0,05	-	-	-	7
	25 Nov.	73.774	123	73.774	0,05	-	-	-	7
	9 Dec.	69.094	111	69.094	0,05	-	-	-	7
	16 Dec.	68.571	113	68.571	0,05	-	-	-	7
	23 Dec.	72.908	115	72.908	0,05	-	-	-	7
	30 Dec.	88.978	149	88.978	0,05	-	-	-	7
Langfristede markedsoperationer <sup>5)</sup>									
2015	24 Juni <sup>6)</sup>	73.789	128	73.789	0,05	-	-	-	1.190
	25 Juni	17.269	102	17.269	0,05	-	-	-	98
	30 Juli	21.752	126	21.752	0,05	-	-	-	91
	27 Aug.	33.127	123	33.127	0,05	-	-	-	91
	30 Sep. <sup>6)</sup>	15.548	88	15.548	0,05	-	-	-	1.092
	1 Okt.	11.842	92	11.842	0,05	-	-	-	77
	29 Okt.	18.125	109	18.125	0,05	-	-	-	91
	26 Nov. <sup>7)</sup>	21.777	112	21.777	0,05	-	-	-	91
	16 Dec. <sup>6)</sup>	18.304	55	18.304	0,05	-	-	-	1.015
	17 Dec. <sup>7)</sup>	11.710	84	11.710	-	-	-	-	105

Kilde: ECB.

1) I hver kategori vises kun de 10 seneste markedsoperationer frem til ultimo 2015.

2) Delt auktioner (dvs. markedsoperationer med en uges løbetid, der udføres som standardauktioner parallelt med en primær markedsoperation) klassificeres som primære markedsoperationer med virkning fra april 2002.

3) Den 8. juni 2000 meddelte ECB, at Eurosystemets primære markedsoperationer fra og med den operation, der blev afviklet den 28. juni 2000, skulle gennemføres som auktioner til variabel rente. Minimumsbudrenten er den laveste rente, til hvilken modparterne afgiver bud. Den 8. oktober 2008 meddelte ECB, at de ugentlige primære markedsoperationer fra og med den operation, der blev afviklet den 15. oktober, skulle gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling til renten ved de primære markedsoperationer. Den 4. marts 2010 meddelte ECB, at vende tilbage til at gennemføre de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer som auktioner til variabel rente fra og med den operation, der blev tildelt den 28. april 2010 og afviklet den 29. april 2010.

4) I de likviditetstilførende (-opsugende) markedsoperationer er den marginale rente den laveste (højeste) rente, til hvilken bud accepteres.

5) I de markedsoperationer, der blev afviklet den 22. december 2011 og den 1. marts havde modparterne efter et år mulighed for at tilbagebetale en del af den likviditet, de var blevet tildelt i disse markedsoperationer, på en dato, der var sammenfaldende med afviklingsdatoen for en primær markedsoperation.

6) Måltrettet langfristet markedsoperation. Yderligere oplysninger findes på engelsk på ECB's websted (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Monetary Policy", derefter "Instruments" og "Open market operations".

7) I denne langfristede markedsoperation er den rente, til hvilken alle bud tildes, indeksreguleret efter den gennemsnitlige minimumsbudrente ved de primære markedsoperationer i markedsoperationens levetid. De renter, der vises for disse indeksregulerede langfristede markedsoperationer, er afrundet til to decimaler. Beregningsmetoden er beskrevet nærmere i de tekniske noter.

### 1.2.2 Andre markedsoperationer

Afviklingsdato	Operationstype	Bud (beløb)	Antal deltagere	Tildeling (beløb)	Auktioner til variabel rente				Varighed (...) dage		
					Auktioner til fast rente	Minimumsbudrente	Maksimumsbudrente	Marginal rente <sup>2)</sup>		Vægtet gennemsnitsrente	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014	9 Apr. Indsamling af tidsindskud	192.515	156	172.500	-	-	-	0,25	0,24	0,22	7
	16 Apr. Indsamling af tidsindskud	153.364	139	153.364	-	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	23 Apr. Indsamling af tidsindskud	166.780	139	166.780	-	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	30 Apr. Indsamling af tidsindskud	103.946	121	103.946	-	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	7 Maj Indsamling af tidsindskud	165.533	158	165.533	-	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	14 Maj Indsamling af tidsindskud	144.281	141	144.281	-	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	21 Maj Indsamling af tidsindskud	137.465	148	137.465	-	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	28 Maj Indsamling af tidsindskud	102.878	119	102.878	-	-	-	0,25	0,25	0,25	7
	4 Juni Indsamling af tidsindskud	119.200	140	119.200	-	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	11 Juni Indsamling af tidsindskud	108.650	122	108.650	-	-	-	0,15	0,15	0,13	7

Kilde: ECB.

1) I hver kategori vises kun de 10 seneste markedsoperationer frem til ultimo 2015.

2) I de likviditetstilførende (-opsugende) markedsoperationer er den marginale rente den laveste (højeste) rente, til hvilken bud accepteres.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.3 Lange statsobligationsrenter

(I pct. p.a.; periodegennemsnit)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,8	4,5	2,8	3,0	2,4	1,7	0,8
Tyskland	3,3	4,3	1,9	1,5	1,6	1,2	0,5
Estland <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Irland	4,6	4,4	4,9	6,2	3,8	2,4	1,2
Grækenland	7,5	4,8	11,3	22,5	10,1	6,9	9,7
Spanien	4,3	4,4	4,1	5,8	4,6	2,7	1,7
Frankrig	3,6	4,4	2,5	2,5	2,2	1,7	0,8
Italien	4,4	4,6	4,0	5,5	4,3	2,9	1,7
Cypern	5,4	5,3	5,6	7,0	6,5	6,0	4,5
Letland	5,5	5,3	5,7	4,6	3,3	2,5	1,0
Litauen	5,3	5,2	5,4	4,8	3,8	2,8	1,4
Luxembourg	3,3	4,1	2,2	1,8	1,9	1,3	0,4
Malta	4,3	5,0	3,5	4,1	3,4	2,6	1,5
Holland	3,5	4,4	2,2	1,9	2,0	1,5	0,7
Østrig	3,6	4,4	2,4	2,4	2,0	1,5	0,7
Portugal	5,2	4,5	6,1	10,5	6,3	3,8	2,4
Slovenien	4,7	5,1	4,3	5,8	5,8	3,3	1,7
Slovakiet	4,4	5,3	3,4	4,6	3,2	2,1	0,9
Finland	3,5	4,4	2,2	1,9	1,9	1,4	0,7
<b>Euroområdet</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>
Bulgarien	4,8	5,0	4,6	4,5	3,5	3,3	2,5
Tjekkiet	3,7	4,6	2,8	2,8	2,1	1,6	0,6
Danmark	3,5	4,5	2,1	1,4	1,7	1,3	0,7
Kroatien	5,4	5,1	5,6	6,1	4,7	4,1	3,6
Ungarn	7,0	7,3	6,6	7,9	5,9	4,8	3,4
Polen	5,7	6,6	4,7	5,0	4,0	3,5	2,7
Rumænien	6,7	7,3	6,3	6,7	5,4	4,5	3,5
Sverige	3,5	4,5	2,1	1,6	2,1	1,7	0,7
Storbritannien	3,9	4,8	2,5	1,7	2,0	2,1	1,8
<b>EU</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>
USA	3,8	4,7	2,6	1,8	2,3	2,5	2,1
Japan	1,2	1,5	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4

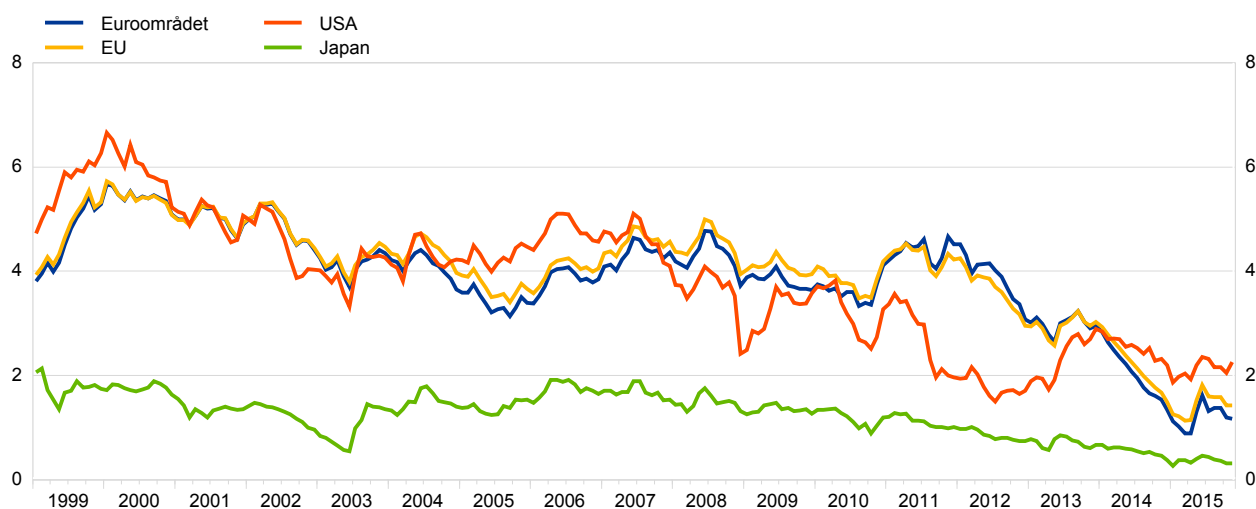
Kilde: ECB's beregninger på grundlag af daglige observationer fra nationale centralbanker. Observationer fra Thomson Reuters for USA og Japan.

1) Observationer for Cypern, Letland, Litauen, Malta, Slovenien, Slovakiet, Tjekkiet, Ungarn og Polen foreligger fra januar 2001. Observationer for Bulgarien foreligger fra januar 2003, for Kroatien fra december 2005 og for Rumænien fra april 2005.

2) Estland har ingen statspapirer, der er i overensstemmelse med definitionen af lange renter med sigte på konvergens. Der foreligger ingen passende indikator, der kan bruges i stedet.

Figur 1.3 Lange statsobligationsrenter<sup>1)</sup>

(I pct. p.a.; månedsgennemsnit)



Kilde: ECB's beregninger på grundlag af daglige observationer fra nationale centralbanker. Observationer fra Thomson Reuters for USA og Japan.

1) Observationer for Cypern, Letland, Litauen, Malta, Slovenien, Slovakiet, Tjekkiet, Ungarn og Polen foreligger fra januar 2001. Observationer for Bulgarien foreligger fra januar 2003, for Kroatien fra december 2005 og for Rumænien fra april 2005.



# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.4 Udvalgte aktieindeks

(Ændring i pct.)

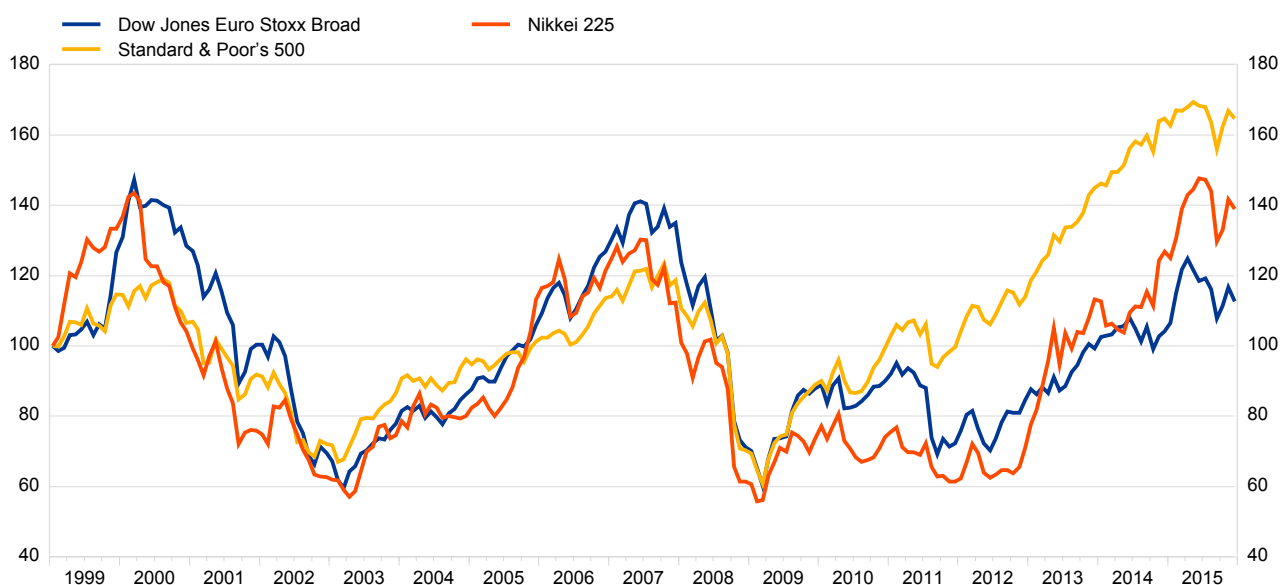
	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien – BEL 20-indekset	10,8	-42,9	47,3	18,8	18,1	12,4	12,6
Tyskland – DAX 30-indekset	54,4	-30,9	80,3	29,1	25,5	2,7	9,6
Estland – OMXT-indekset	616,3	119,0	122,2	38,2	11,4	-7,7	19,1
Irland – ISEQ-indekset	35,4	-53,3	128,3	17,1	33,6	15,1	30,0
Grækenland – ASE-indekset	-88,9	-68,7	-71,3	33,4	28,1	-28,9	-23,6
Spanien – IBEX 35-indekset	-18,0	-21,0	-20,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2
Frankrig – CAC 40-indekset	-22,2	-46,0	17,8	15,2	18,0	-0,5	8,5
Italien – FTSEMIB-indekset	-49,7	-54,3	-7,9	7,8	16,6	0,2	12,7
Cypern – CSE-indekset	-93,3	9,4	-95,8	-61,2	-10,1	-17,0	-20,9
Letland – OMXR-indekset	281,5	74,1	113,1	6,7	16,2	-11,3	45,7
Litauen – OMXV-indekset	386,0	79,3	85,7	18,8	18,7	7,3	7,4
Luxembourg – LuxX-indekset	-0,5	-29,8	1,4	9,9	16,1	4,9	-8,5
Malta – MSE-indekset	35,2	-2,1	28,0	3,8	14,8	-9,6	33,0
Holland – AEX-indekset	-34,2	-63,4	31,8	9,7	17,2	5,6	4,1
Østrig – ATX-indekset	100,1	46,2	-4,0	26,9	6,1	-15,2	11,0
Portugal – PSI 20-indekset	-55,6	-47,0	-37,2	2,9	16,0	-26,8	10,7
Slovenien – SBITOP-indekset	-52,7	-42,0	-29,2	7,8	3,2	19,6	-11,2
Slovakiet – SAX-indekset	279,3	366,0	9,5	-10,8	2,9	12,4	31,5
Finland – OMXH-indekset	-41,0	-62,9	33,1	8,3	26,5	5,7	10,8
Euroområdet – DJ Euro Stoxx Broad-indekset	-17,1	-46,5	25,6	15,5	20,5	1,7	8,0
Bulgarien – SOFIX-indekset	331,8	236,0	7,9	7,2	42,3	6,2	-11,7
Tjekkiet – PX 50-indekset	95,3	75,3	-14,4	14,0	-4,8	-4,3	1,0
Danmark – OMXC 20-indekset	296,6	-3,1	201,2	27,2	24,1	20,9	36,2
Kroatien – CROBEX-indekset	44,1	46,9	-15,7	0,0	3,1	-2,7	-3,2
Ungarn – BUX-indekset	171,2	38,8	12,7	7,1	2,2	-10,4	43,8
Polen – WIG-indekset	157,0	50,6	16,2	26,2	8,1	0,3	-9,6
Rumænien – BET-indekset	1.461,6	546,8	49,3	18,7	26,1	9,1	-1,1
Sverige – OMXS 30-indekset	20,7	-44,8	52,0	11,8	20,7	9,9	-1,2
Storbritannien – FTSE 100-indekset	-9,9	-36,0	15,3	5,8	14,4	-2,7	-4,9
USA – S&P 500-indekset	39,1	-38,5	83,3	13,4	29,6	11,4	-0,7
Japan – Nikkei 225-indekset	0,5	-53,2	80,5	22,9	56,7	7,1	9,1

Kilde: ECB's beregninger på grundlag af daglige observationer fra Thomson Reuters Datastream og Bloomberg.

1) Observationer for Bulgarien og Letland foreligger fra 2000, for Cypern fra 2004, for Kroatien fra 2002 og for Slovenien fra 2007.

Figur 1.4 Dow Jones Euro Stoxx Broad, Standard & Poor's 500 og Nikkei 225

(Indeks: januar 1999 = 100; månedsgennemsnit)



Kilde: ECB's beregninger på grundlag af daglige observationer fra Thomson Reuters Datastream og Bloomberg.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.5 Pengemarkeder: 3-måneders interbankrenter<sup>1)</sup>

(I pct. p.a.; periodegennemsnit)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Euroområdet – Euribor	2,23	3,35	0,63	0,57	0,22	0,21	-0,02
Bulgarien – Sofibor	3,44	4,57	2,61	2,26	1,14	0,78	0,54
Tjekkiet – Pribor	2,58	3,70	0,97	1,00	0,46	0,36	0,31
Danmark – Cibor	2,52	3,64	0,90	0,62	0,27	0,31	-0,12
Kroatien – Zibor	5,71	7,54	3,09	3,42	1,52	0,97	1,23
Ungarn – Bubor	7,80	9,70	5,10	7,00	4,32	2,41	1,61
Polen – Wibor	6,83	9,11	3,58	4,91	3,03	2,52	1,75
Rumænien – Robor	16,36	24,65	5,40	5,34	4,23	2,54	1,33
Sverige – Stibor	2,52	3,44	1,14	2,00	1,19	0,66	-0,20
Storbritannien – Libor	2,22	3,36	0,59	0,49	0,15	0,18	-0,02
USA – Libor	2,35	3,73	0,37	0,43	0,27	0,23	0,31
Japan – Libor	0,26	0,29	0,21	0,19	0,15	0,13	0,09

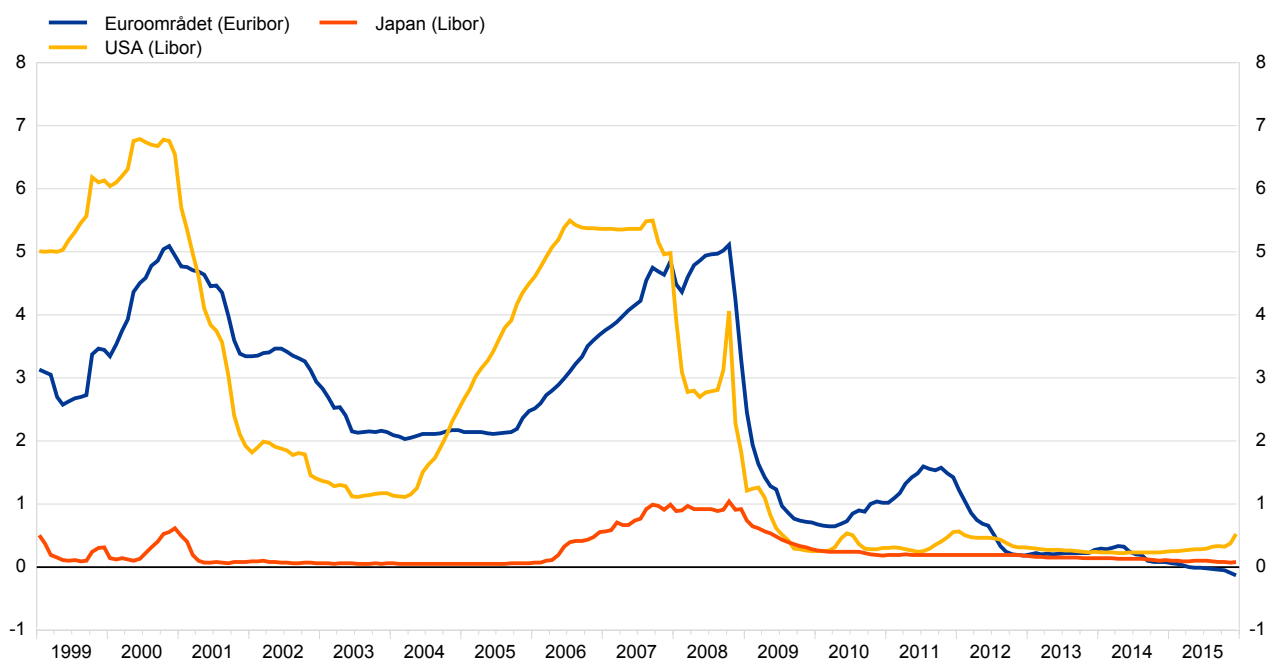
Kilde: ECB's beregninger baseret på daglige observationer fra Thomson Reuters og Thomson Reuters Datastream.

1) Interbankrenter for hvert referenceområdes valuta.

2) Observationer for Bulgarien foreligger fra 2003.

Figur 1.5 Pengemarkeder: 3-måneders interbankrenter

(I pct. p.a.; månedlige gennemsnit)



Kilde: ECB's beregning baseret på daglige observationer fra Thomson Reuters.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.6 Sammensatte låneomkostninger

(I pct. p.a.; nye forretninger; periodegennemsnit)

### 1.6.1 Ikke-finansielle selskaber<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,24	4,24	2,38	2,40	2,28	2,26	2,00
Tyskland	3,76	4,75	2,91	2,94	2,57	2,48	2,09
Estland	-	-	3,77	3,71	3,16	2,97	2,51
Irland	4,27	5,10	3,55	3,68	3,60	3,69	3,06
Grækenland	5,77	5,78	5,77	6,57	6,25	5,83	5,13
Spanien	3,69	4,21	3,24	3,59	3,58	3,36	2,63
Frankrig	3,21	4,11	2,43	2,59	2,17	2,10	1,74
Italien	4,14	4,90	3,50	4,13	4,00	3,56	2,59
Cypern	-	-	6,17	6,95	6,30	5,82	4,78
Letland	-	-	-	-	-	3,51	3,33
Litauen	-	-	-	-	-	-	2,49
Luxembourg	2,99	4,03	2,09	1,99	1,77	1,65	1,38
Malta	-	-	4,52	4,50	4,48	4,26	3,94
Holland	3,34	4,30	2,52	2,52	2,36	2,32	1,84
Østrig	3,19	4,26	2,27	2,27	2,01	1,97	1,82
Portugal	5,25	5,34	5,17	6,25	5,64	5,00	3,96
Slovenien	4,56	4,36	4,74	4,97	4,85	4,39	3,12
Slovakiet	-	-	2,96	2,82	2,62	2,66	2,41
Finland	3,06	4,05	2,21	2,22	2,08	2,13	1,85
Euroområdet <sup>2)</sup>	3,69	4,51	2,98	3,21	2,97	2,78	2,23

Kilde: ECB's MFI-rentestatistik.

1) Den sammensatte indikator for ikke-finansielle selskabers låneomkostninger kombinerer renterne på alle erhvervslån, herunder kassekreditter. Indikatoren er udledt af MFI-rentestatistikken.

2) Observationerne vedrører euroområdet skiftende sammensætning.

### 1.6.2 Husholdninger til boligkøb<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,24	4,24	2,38	3,63	3,45	3,17	2,51
Tyskland	3,76	4,75	2,91	3,07	2,76	2,50	1,96
Estland	-	-	3,77	2,96	2,72	2,52	2,30
Irland	4,27	5,10	3,55	3,36	3,42	3,44	3,42
Grækenland	5,77	5,78	5,77	3,21	2,81	2,93	2,63
Spanien	3,69	4,21	3,24	3,27	2,99	2,93	2,23
Frankrig	3,21	4,11	2,43	3,76	3,18	2,95	2,31
Italien	4,14	4,90	3,50	3,96	3,69	3,20	2,51
Cypern	-	-	6,17	5,18	4,88	4,42	3,63
Letland	-	-	-	-	-	3,33	3,08
Litauen	-	-	-	-	-	-	1,87
Luxembourg	2,99	4,03	2,09	2,23	2,13	2,02	1,86
Malta	-	-	4,52	3,38	3,22	2,93	2,78
Holland	3,34	4,30	2,52	4,29	3,78	3,35	2,90
Østrig	3,19	4,26	2,27	2,72	2,39	2,29	2,01
Portugal	5,25	5,34	5,17	3,89	3,25	3,19	2,38
Slovenien	4,56	4,36	4,74	3,37	3,20	3,21	2,53
Slovakiet	-	-	2,96	4,74	4,10	3,42	2,74
Finland	3,06	4,05	2,21	1,97	2,01	1,81	1,36
Euroområdet <sup>2)</sup>	3,69	4,51	2,98	3,47	3,07	2,80	2,26

Kilde: ECB's MFI-rentestatistik.

1) Indikatoren for låneomkostninger for nye lån til husholdninger kombinerer renterne for lån til husholdninger til boligkøb. Indikatoren er udledt af MFI-rentestatistikken.

2) Observationerne vedrører euroområdet skiftende sammensætning.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.7 Aggregeret indlånsrente

(I pct. p.a.; periodegennemsnit)

### 1.7.1 Ikke-finansielle selskaber<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,53	2,79	0,46	0,42	0,34	0,35	0,15
Tyskland	1,61	2,86	0,53	0,49	0,24	0,24	0,16
Estland	-	-	0,72	0,57	0,30	0,31	0,23
Irland	1,80	2,75	0,99	1,38	0,57	0,41	0,15
Grækenland	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	2,13	2,90	1,48	1,90	1,55	0,80	0,36
Frankrig	1,88	2,89	1,02	1,35	0,81	0,74	0,31
Italien	2,07	2,88	1,37	1,81	1,80	1,22	0,88
Cypern	-	-	2,93	3,93	2,68	2,44	1,72
Letland	-	-	-	-	-	-	-
Litauen	-	-	0,68	0,65	0,36	0,22	0,17
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Holland	-	-	-	0,46	0,19	0,17	0,06
Østrig	1,78	2,92	0,80	0,85	0,45	0,44	0,32
Portugal	2,25	2,97	1,63	1,79	1,57	0,96	0,46
Slovenien	-	-	1,46	2,21	1,66	0,72	0,27
Slovakiet	-	-	0,61	0,64	0,44	0,39	0,24
Finland	1,57	2,80	0,51	0,45	0,29	0,42	0,30
Euroområdet <sup>2)</sup>	1,84	2,86	0,97	1,21	0,94	0,61	0,32

Kilde: ECB's MFI-rentestatistik.

1) Nye tidsindskud ekskl. indlån på anfordring og indlån med opsigelsesvarsel.

2) Observationerne vedrører euroområdets skiftende sammensætning.

### 1.7.2 Husholdninger<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,94	2,75	1,24	1,25	1,30	1,17	1,00
Tyskland	1,90	2,80	1,13	1,33	0,86	0,69	0,47
Estland	1,79	2,75	0,97	0,92	0,53	0,55	0,58
Irland	1,93	2,64	1,32	1,90	0,94	0,64	0,33
Grækenland	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	2,38	2,89	1,94	2,60	1,83	0,99	0,46
Frankrig	2,48	2,89	2,12	2,44	2,18	2,19	1,68
Italien	1,94	2,07	1,83	2,98	2,14	1,59	1,20
Cypern	-	-	3,45	4,39	2,95	2,56	1,77
Letland	-	-	1,33	0,90	0,49	0,50	0,56
Litauen	-	-	1,12	0,96	0,54	0,43	0,28
Luxembourg	-	-	-	0,68	-	-	-
Malta	-	-	2,13	2,42	2,26	1,83	1,33
Holland	-	-	-	3,01	2,33	2,09	1,92
Østrig	1,99	2,89	1,22	1,45	0,89	0,74	0,45
Portugal	2,40	2,67	2,16	3,13	2,16	1,59	0,75
Slovenien	-	-	2,01	2,70	2,25	1,25	0,58
Slovakiet	-	-	1,94	2,40	1,71	1,67	1,68
Finland	2,14	2,97	1,43	1,56	1,10	1,09	0,96
Euroområdet <sup>2)</sup>	2,37	2,81	1,98	2,76	1,99	1,35	0,82

Kilde: ECB's MFI-rentestatistik.

1) Nye tidsindskud ekskl. indlån på anfordring og indlån med opsigelsesvarsel.

2) Observationerne vedrører euroområdets skiftende sammensætning.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.8 Gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet i alle valutaer

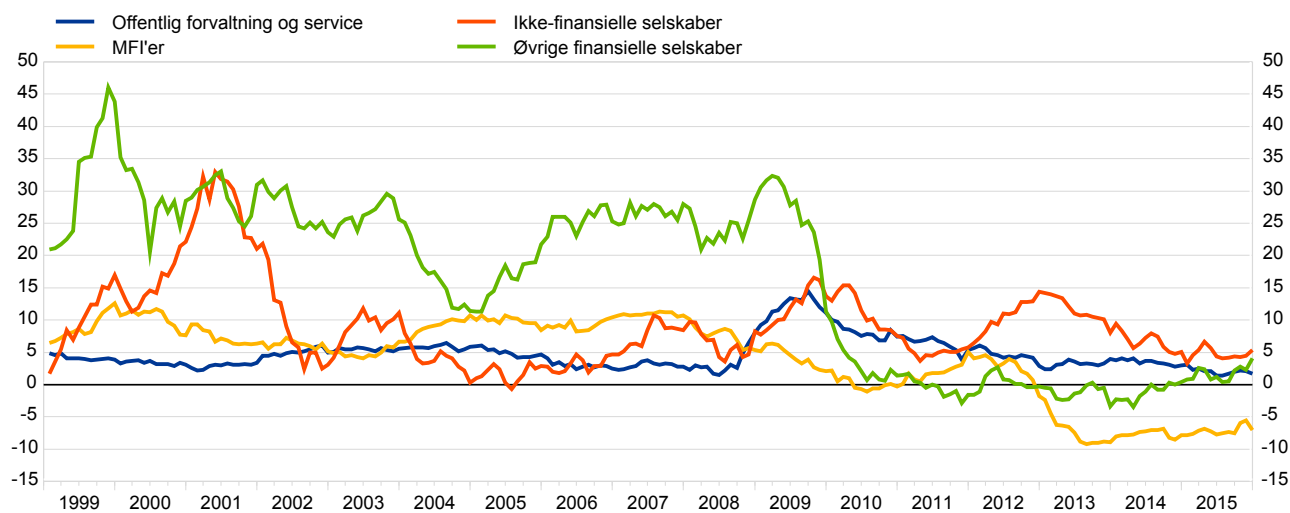
(Ændring i pct. år/år; periodegennemsnit)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,3	2,6	2,5	5,6	1,4	1,4	1,3
Tyskland	2,2	4,8	-1,5	-1,1	-4,1	-2,6	-0,6
Estland	-	-	7,8	30,8	9,9	10,4	-0,6
Irland	5,8	9,9	-1,6	-2,1	-3,0	-3,5	-0,5
Grækenland	4,9	12,6	-7,2	-9,0	-25,6	-11,4	-4,6
Spanien	9,0	15,6	-0,7	5,1	-4,1	-6,9	-4,5
Frankrig	6,4	8,4	3,4	6,7	0,1	2,7	0,7
Italien	4,4	6,4	0,7	6,5	1,5	-1,3	-3,8
Cypern	-	-	-2,9	-0,3	2,5	-5,6	-2,9
Letland	-	-	22,1	48,0	34,4	34,9	9,1
Litauen	-	-	1,9	-	-	3,7	-2,1
Luxembourg	6,4	0,2	14,7	33,6	20,8	13,3	16,1
Malta	-	-	10,2	7,4	6,8	14,3	13,1
Holland	7,6	12,6	0,8	0,2	-0,8	-0,4	1,6
Østrig	5,0	9,6	-1,3	-0,3	-2,1	-1,8	-3,1
Portugal	7,2	10,4	0,1	-1,8	-2,0	-7,4	-6,5
Slovenien	-	-	10,5	-1,6	11,9	29,6	3,6
Slovakiet	12,3	13,7	10,4	17,5	13,7	7,7	1,6
Finland	5,2	3,6	6,6	11,4	8,5	7,2	-1,3
Euroområdet	5,2	7,7	1,1	3,6	-0,6	-0,7	-0,5

Kilde: ECB.

Figur 1.8 Gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet, fordelt efter sektor

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.9 Børsnoterede aktier udstedt af residerter i euroområdet

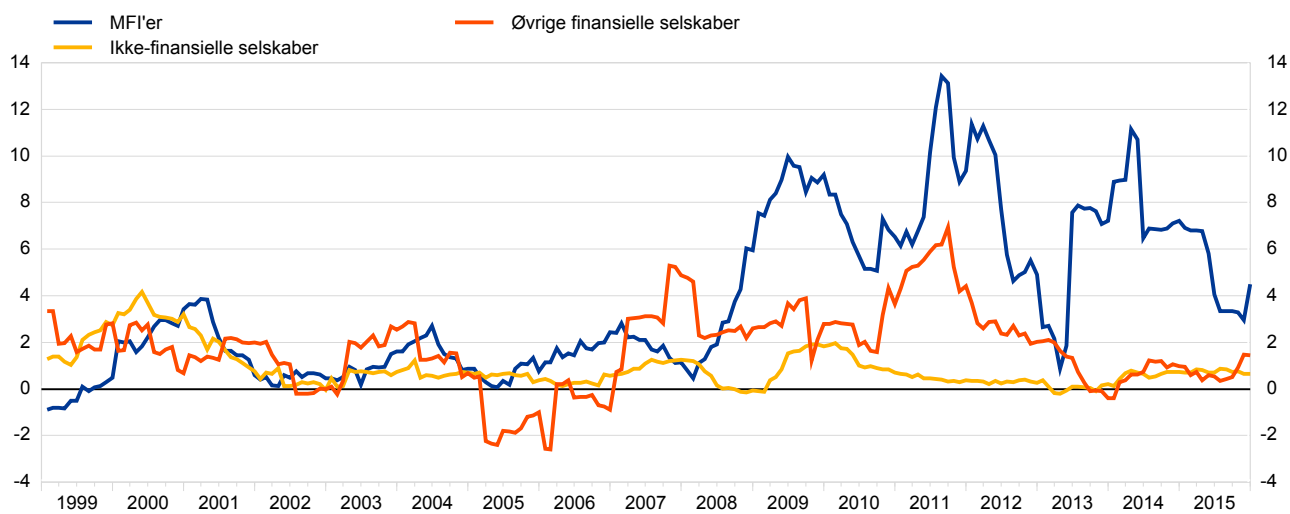
(Ændring i pct. år/år; periodegennemsnit)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	-0,3	-0,9	0,4	-0,7	1,0	1,3	1,0
Tyskland	1,3	1,4	1,0	0,9	0,3	0,7	0,9
Estland	-	-	-8,0	-5,8	-4,5	-3,8	-4,8
Irland	2,8	1,0	0,8	5,2	-6,1	-0,7	0,3
Grækenland	8,1	1,5	19,5	1,8	39,6	35,1	6,8
Spanien	1,2	1,1	1,3	1,1	0,8	0,3	2,5
Frankrig	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Italien	1,6	1,1	1,9	3,7	0,7	1,4	1,8
Cypern	-	-	16,0	13,8	9,3	13,8	23,1
Lettland	-	-	0,3	0,0	0,0	0,1	0,6
Litauen	-	-	-0,5	-	-	-0,7	-3,9
Luxembourg	5,3	5,7	5,5	4,7	1,2	5,8	4,2
Malta	-	-	4,1	0,4	2,2	5,1	8,0
Holland	0,3	0,3	0,3	-0,7	-0,6	0,7	0,0
Østrig	5,9	8,7	2,4	1,4	1,2	5,2	2,3
Portugal	2,4	2,3	2,5	4,0	2,3	3,2	3,4
Slovenien	-	-	1,0	0,6	2,8	1,1	0,5
Slovakiet	-	-	0,6	4,0	-0,1	0,0	-0,1
Finland	0,1	-0,5	1,1	0,9	1,4	2,3	0,9
Euroområdet	1,2	1,0	1,2	1,2	0,6	1,3	1,2

Kilde: ECB.

Figur 1.9 Børsnoterede aktier udstedt af residerter i euroområdet, fordelt efter sektor

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.10 Pengemængdemål, komponenter og modposter<sup>1)</sup>

(Ændringer i pct. år/år ultimo året; periodegennemsnit; sæsonkorrigeret)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
<b>M3's komponenter</b>							
M3	5,3	7,5	2,2	3,5	1,0	3,8	4,7
M2	5,6	7,3	3,1	4,5	2,5	3,8	5,2
M1	7,5	7,8	7,1	6,5	5,8	8,1	10,7
Seddel- og møntomløb	7,5	9,0	5,5	2,4	5,3	6,4	6,7
Indlån på anfordring	7,5	7,6	7,4	7,4	5,9	8,4	11,5
M2-M1 (andre kortfristede indskud)	3,3	7,1	-1,9	2,0	-1,8	-2,3	-3,5
Indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år	2,5	10,3	-7,7	-2,1	-6,4	-5,4	-9,1
Indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder	3,8	3,3	4,5	5,9	2,2	0,1	0,5
M3-M2 (omsættelige instrumenter)	2,3	8,8	-6,2	-6,5	-16,1	4,0	-2,8
Genkøbsforretninger	0,1	6,2	-8,2	-11,4	-9,2	0,8	-35,1
Andele i pengemarkedsforeninger	3,9	9,4	-3,5	-3,9	-10,4	2,6	11,9
Gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år	-1,2	11,9	-17,2	-9,7	-38,0	18,7	-25,5
<b>M3's modposter<sup>2)</sup></b>							
<b>MFI-passiver</b>							
Statens beholdninger	3,4	7,2	-1,8	-1,2	-14,7	-2,2	3,0
Langfristede finansielle passiver over for andre residerter i euroområdet							
Indskud med en aftalt løbetid på op til 2 år	4,1	6,6	0,7	-1,5	-1,2	-2,2	-3,0
Indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder	3,3	5,8	-0,2	-6,1	-0,8	-5,2	-4,6
Gældsinstrumenter med en løbetid på over 2 år	-2,7	-0,9	-5,3	-8,8	-13,5	2,2	-14,5
Kapital og reserver	3,1	7,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,9	-8,4
Kapital og reserver	6,7	7,4	5,7	7,1	3,4	4,6	4,3
<b>MFI-aktiver:</b>							
Kreditgivning til residerter i euroområdet	4,5	6,9	1,0	0,5	-2,0	-0,2	2,3
Kreditgivning til den offentlige sektor	2,8	0,6	5,9	5,8	-0,7	2,1	7,8
heraf: lån	0,5	-0,1	1,3	-0,3	-6,3	1,5	-1,9
Kreditgivning til den private sektor <sup>3)</sup>	5,0	8,7	-0,1	-0,7	-2,3	-0,8	0,8
heraf: lån <sup>4)</sup>	4,8	8,4	0,0	-0,5	-2,4	-0,3	0,4

Kilde: ECB.

1) Observationerne vedrører euroområdets skiftende sammensætning.

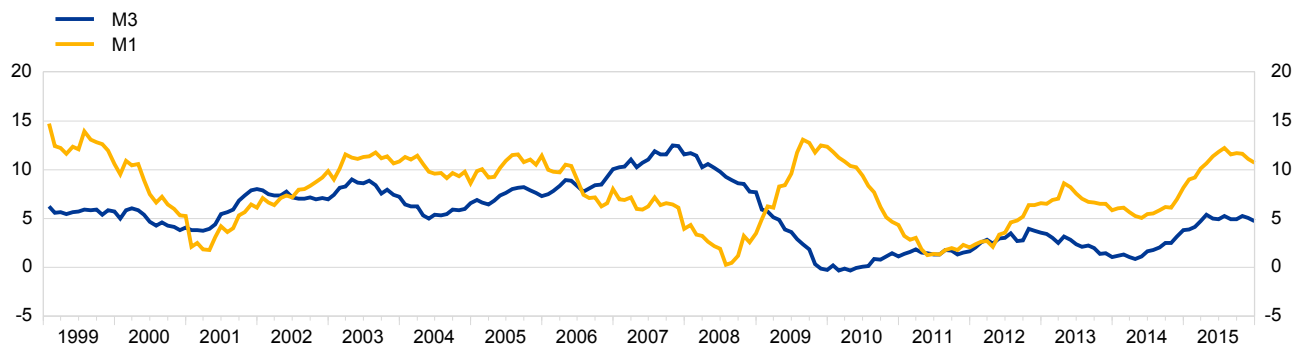
2) Tabellen viser kun udvalgte M3-modposter, dvs. den inkluderer ikke nettofordringer på udlandet og "andre modposter" (residual).

3) Den private sektor omfatter euroområdets ikke-MFI'er ekskl. offentlig forvaltning og service.

4) Korrigeret for salg af lån og securitisering.

Figur 1.10 Pengemængdemål<sup>1)</sup>

(Ændringer i pct. år/år ultimo måneden; sæsonkorrigeret)



Kilde: ECB.

1) Observationerne vedrører euroområdets skiftende sammensætning.

# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.11 MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber<sup>1)</sup>

(Ændringer i pct. år/år ultimo året; periodegennemsnit; ikke sæsonkorrigeret)

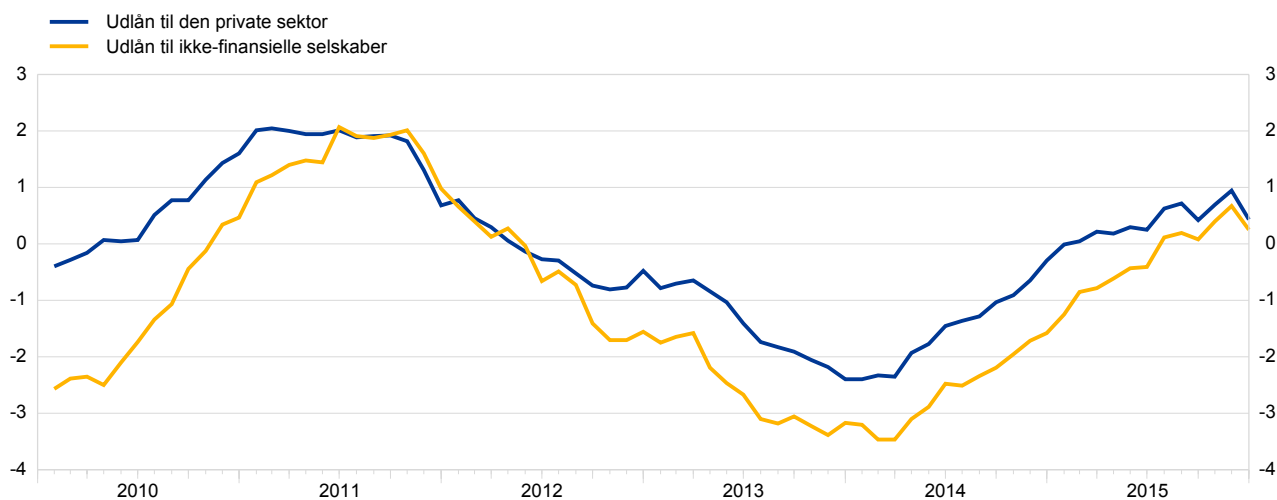
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgien	2,2	4,9	2,1	1,3	1,1	0,6	3,0
Tyskland	-0,2	-0,8	0,3	0,6	-1,9	-0,5	0,8
Estland	1,0	-5,1	-4,9	3,1	3,6	3,6	6,4
Irland	-5,2	-6,4	-2,4	-4,0	-5,7	-6,6	-6,0
Grækenland	-2,7	0,0	-2,4	-6,2	-3,2	-2,8	-1,3
Spanien	-5,0	-0,9	-4,0	-7,6	-10,1	-6,3	-1,0
Frankrig	2,2	1,5	4,7	1,3	-0,2	2,9	3,2
Italien	-1,0	2,1	2,5	-2,2	-5,5	-2,5	-0,5
Cypern	1,5	2,6	8,2	4,6	-5,7	-0,8	0,7
Lettland	-1,7	-	-5,3	3,3	-0,6	-6,7	1,1
Litauen	-1,4	-9,5	0,3	2,5	-3,2	-1,2	3,3
Luxembourg	-2,0	-6,8	-5,4	-7,5	-3,0	2,9	9,1
Malta	-3,5	-2,0	2,8	-1,7	-9,1	4,9	-14,7
Holland	-0,1	1,7	3,7	2,8	1,7	-5,0	-5,1
Østrig	1,3	1,9	3,8	0,5	-0,2	1,0	0,8
Portugal	-2,9	1,7	-2,7	-5,2	-3,0	-6,8	-1,3
Slovenien	-6,4	-0,1	-3,4	-4,8	-7,8	-13,9	-7,5
Slovakiet	2,9	1,6	7,6	-2,3	1,7	1,9	7,3
Finland	5,8	4,2	9,9	4,7	5,7	5,0	5,2
Euroområdet	-0,8	0,5	1,0	-1,6	-3,2	-1,6	0,2
Bulgarien	2,9	2,7	6,0	5,4	1,4	2,4	-0,5
Tjekkiet	3,4	1,7	6,3	2,4	2,4	1,7	6,3
Danmark	-1,2	-1,9	-4,5	-2,0	1,1	0,5	-0,2
Kroatien	-4,7	-	-	-12,3	0,5	-3,4	-3,1
Ungarn	-3,2	-3,0	-5,9	-3,6	-1,3	1,8	-7,1
Polen	5,4	-1,2	14,0	5,8	1,5	5,1	7,9
Rumænien	1,3	9,4	9,9	1,2	-5,7	-3,5	-2,6
Sverige	3,1	3,4	6,6	2,3	1,0	2,6	2,8
Storbritannien	-4,6	-7,1	-5,7	-5,1	-5,6	-3,4	-0,4

Kilde: ECB.

1) Observationer for eurolande vedrører lån fra andre MFI'er til ikke-finansielle selskaber i euroområdet, mens observationer for ikke-eurolande vedrører lån til indenlandske ikke-finansielle selskaber. Observationer for euroområdet er korrigeret for salg af lån og securitisering.

Figur 1.11 MFI-udlån til den private sektor og ikke-finansielle selskaber<sup>1)</sup>

(Ændring i pct. år/år ultimo måneden; sæsonkorrigeret og korrigeret for salg af lån og securitisering)



Kilde: ECB.

1) Den private sektor vedrører euroområdets ikke-MFI'er ekskl. offentlig forvaltning og service.



# 1. Den finansielle og monetære udvikling

## 1.12 MFI-udlån til husholdningerne<sup>1)</sup>

(Ændringer i pct. år/år ultimo året; periodegennemsnit; ikke sæsonkorrigeret)

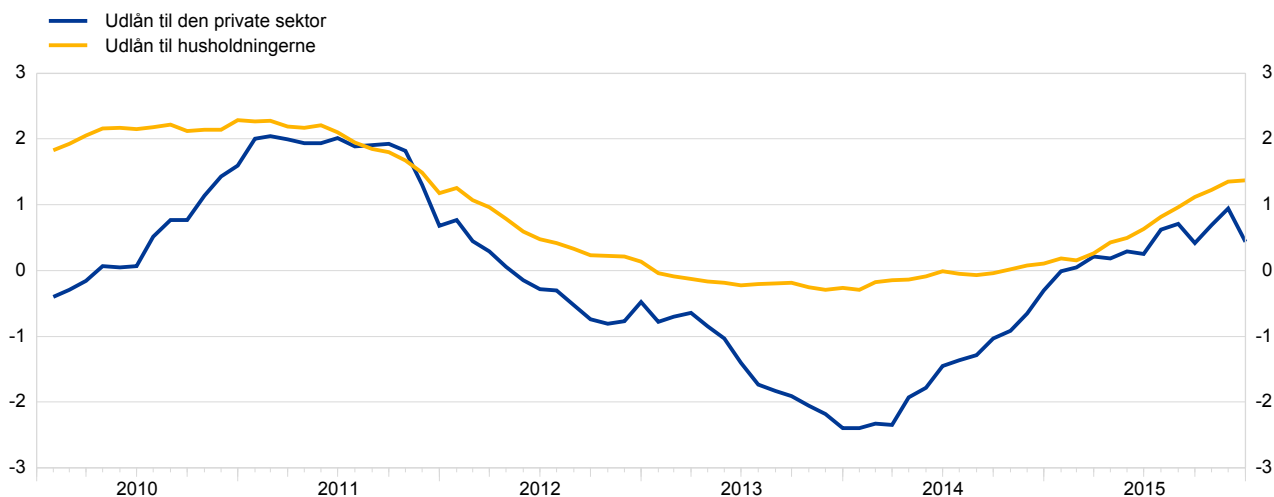
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgien	4,3	6,3	5,3	4,1	2,2	3,8	4,3
Tyskland	1,3	0,7	0,7	1,3	1,2	1,5	2,8
Estland	-0,1	-3,0	-2,2	-2,3	0,4	2,5	3,9
Irland	-4,0	-5,4	-3,8	-3,8	-3,9	-3,6	-3,6
Grækenland	-3,0	-0,6	-4,3	-4,2	-3,0	-3,0	-2,8
Spanien	-2,9	-0,1	-2,7	-3,8	-4,7	-3,8	-2,2
Frankrig	3,5	6,1	4,5	2,5	2,6	1,9	3,5
Italien	1,1	5,0	3,4	-0,5	-1,3	-0,5	0,8
Cypern	1,1	9,1	4,7	1,7	-4,6	-2,7	-1,0
Letland	-4,5	-	-6,2	-5,3	-4,8	-3,9	-2,5
Litauen	-0,4	-5,2	-1,7	-1,5	0,0	1,5	4,9
Luxembourg	4,3	2,2	5,2	5,6	3,9	4,1	4,9
Malta	5,8	6,5	6,2	4,4	4,3	6,8	6,5
Holland	-0,3	1,6	0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-0,7
Østrig	1,1	0,7	1,5	0,6	0,6	1,1	1,9
Portugal	-2,5	2,1	-2,2	-4,4	-4,1	-3,5	-2,6
Slovenien	0,7	8,0	1,7	-1,7	-2,8	-1,5	0,6
Slovakiet	11,7	12,5	11,1	10,3	10,3	13,2	13,1
Finland	3,9	6,1	5,6	4,9	2,1	1,9	2,7
Euroområdet	0,8	2,3	1,2	0,1	-0,3	0,1	1,4
Bulgarien	-0,1	0,2	0,3	-0,3	0,4	-1,0	-0,3
Tjekkiet	5,7	7,2	6,4	4,5	5,0	4,5	6,8
Danmark	0,4	1,4	0,8	0,6	-1,6	0,2	0,8
Kroatien	-1,4	-	-	-1,5	-1,3	-1,0	-1,7
Ungarn	-8,7	-4,4	-16,7	-6,0	-5,8	-7,1	-12,0
Polen	5,4	10,3	2,7	7,0	3,9	4,1	4,6
Rumænien	1,5	3,6	4,6	-2,0	-1,4	0,3	4,1
Sverige	6,0	8,0	5,3	4,4	4,9	5,8	7,5
Storbritannien	0,2	-5,6	-0,2	0,6	0,6	2,8	3,3

Kilde: ECB.

1) Observationer for eurolande vedrører lån fra andre MFI'er til husholdninger i euroområdet, mens observationer fra EU-lande uden for euroområdet vedrører lån til indenlandske husholdninger. Observationer for eurolande er korrigeret for salg af lån og securitisering.

Figur 1.12 MFI-udlån til den private sektor og husholdningerne<sup>1)</sup>

(Ændring i pct. år/år ultimo måneden; sæsonkorrigeret og korrigeret for salg af lån og securitisering)



Kilde: ECB.

1) Den private sektor vedrører euroområdets ikke-MFI'er ekskl. offentlig forvaltning og service.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.1 BNP

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,7	2,3	0,6	0,2	0,0	1,3	.
Tyskland	1,3	1,6	0,8	0,4	0,3	1,6	1,7
Estland	3,7	5,7	0,5	5,2	1,6	2,9	.
Irland	3,7	5,6	0,6	0,2	1,4	5,2	.
Grækenland	0,3	3,5	-4,8	-7,3	-3,2	0,7	.
Spanien	1,7	3,6	-1,3	-2,6	-1,7	1,4	.
Frankrig	1,4	2,0	0,5	0,2	0,7	0,2	1,1
Italien	0,2	1,2	-1,4	-2,8	-1,7	-0,4	.
Cypern	1,9	4,2	-1,9	-2,4	-5,9	-2,5	.
Lettland	3,8	6,6	-0,7	4,0	3,0	2,4	.
Litauen	3,8	6,1	0,5	3,8	3,5	3,0	1,6
Luxembourg	2,7	3,4	1,7	-0,8	4,3	4,1	.
Malta	2,4	2,4	2,3	2,9	4,0	4,1	.
Holland	1,5	2,5	0,1	-1,1	-0,5	1,0	1,9
Østrig	1,6	2,4	0,4	0,8	0,3	0,4	0,9
Portugal	0,5	1,6	-1,2	-4,0	-1,1	0,9	.
Slovenien	2,2	4,3	-1,2	-2,7	-1,1	3,0	.
Slovakiet	3,6	5,0	1,3	1,5	1,4	2,5	.
Finland	1,7	3,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,7	.
Euroområdet	1,2	2,1	-0,2	-0,9	-0,3	0,9	.
Bulgarien	3,0	4,8	0,1	0,2	1,3	1,5	.
Tjekkiet	2,5	4,0	0,0	-0,9	-0,5	2,0	.
Danmark	1,0	1,7	-0,3	-0,1	-0,2	1,3	.
Kroatien	1,5	3,7	-2,2	-2,2	-1,1	-0,4	.
Ungarn	2,1	3,4	-0,1	-1,7	1,9	3,7	.
Polen	3,7	4,2	2,9	1,6	1,3	3,3	.
Rumænien	3,3	5,4	0,0	0,6	3,5	3,0	.
Sverige	2,3	3,0	1,1	-0,3	1,2	2,3	.
Storbritannien	2,0	2,6	1,1	1,2	2,2	2,9	2,2
EU	1,5	2,3	0,1	-0,5	0,2	1,4	.
USA	2,1	2,6	1,4	2,2	1,5	2,4	2,4
Japan	0,8	1,1	0,3	1,7	1,4	0,0	.

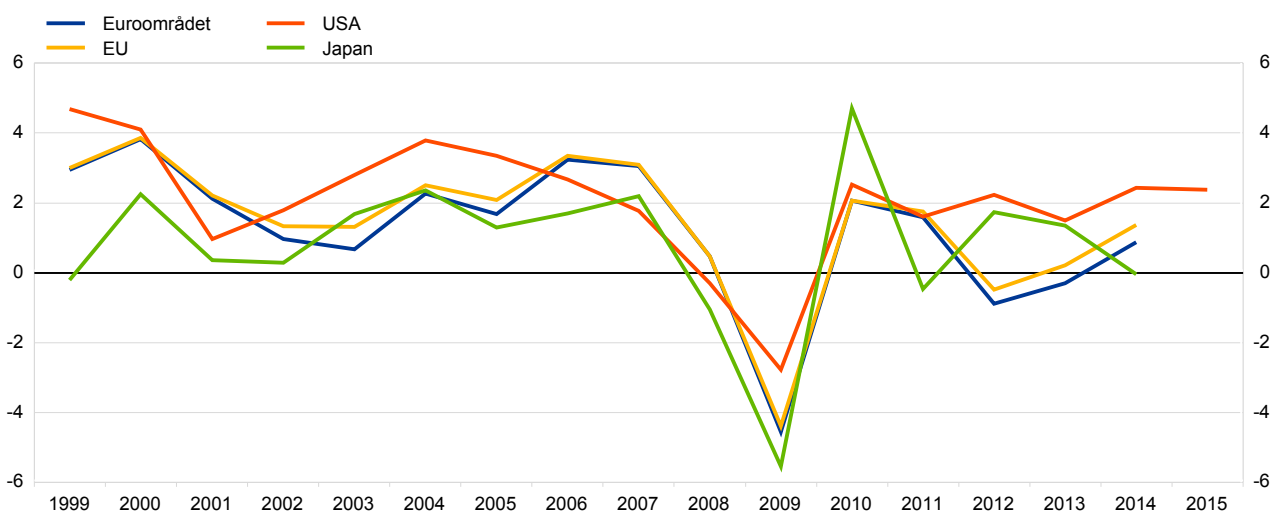
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg og Malta foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.1 BNP

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.2 Privatforbrug

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,2	1,4	0,9	0,6	0,9	0,4	.
Tyskland	0,9	0,9	0,9	1,0	0,6	0,9	1,9
Estland	3,9	6,6	-0,5	4,4	3,8	3,5	.
Irland	3,1	5,5	-0,8	-1,0	0,1	2,1	.
Grækenland	0,4	3,7	-4,7	-8,0	-2,3	0,5	.
Spanien	1,3	3,3	-1,9	-3,5	-3,1	1,2	.
Frankrig	1,6	2,3	0,7	-0,2	0,4	0,6	1,4
Italien	0,2	1,0	-1,1	-3,9	-2,7	0,4	.
Cypern	2,7	5,4	-1,6	-0,8	-5,9	0,6	.
Letland	3,9	6,5	-0,3	3,2	5,1	2,3	.
Litauen	4,6	8,1	-1,0	3,6	4,3	4,1	.
Luxembourg	2,2	2,3	2,0	2,7	0,9	3,7	.
Malta	1,6	1,7	1,5	-0,2	2,0	2,8	.
Holland	0,8	1,6	-0,4	-1,2	-1,4	0,0	1,6
Østrig	1,3	1,8	0,6	0,6	0,1	0,0	0,4
Portugal	0,7	2,0	-1,4	-5,5	-1,2	2,2	.
Slovenien	1,7	3,1	-0,7	-2,5	-4,1	0,7	.
Slovakiet	2,9	4,6	0,1	-0,4	-0,8	2,3	.
Finland	2,2	3,2	0,6	0,3	-0,5	0,6	.
Euroområdet	1,0	1,8	-0,3	-1,2	-0,7	0,8	.
Bulgarien	4,6	7,3	0,2	3,3	-1,4	2,7	.
Tjekkiet	2,1	3,3	0,2	-1,5	0,7	1,5	.
Danmark	0,9	1,7	-0,3	0,4	-0,1	0,5	.
Kroatien	1,2	3,5	-2,4	-3,0	-1,8	-0,7	.
Ungarn	1,7	3,7	-1,5	-2,2	0,3	1,8	.
Polen	3,3	4,0	2,1	0,7	0,2	2,5	.
Rumænien	4,7	7,9	-0,5	1,2	0,7	3,8	.
Sverige	2,4	2,7	1,8	0,8	1,9	2,2	.
Storbritannien	2,2	3,2	0,5	1,8	1,9	2,5	.
EU	1,4	2,2	0,0	-0,6	-0,1	1,3	.
USA	2,5	3,1	1,6	1,5	1,7	2,7	3,1
Japan	0,9	0,9	0,9	2,3	1,7	-0,9	.

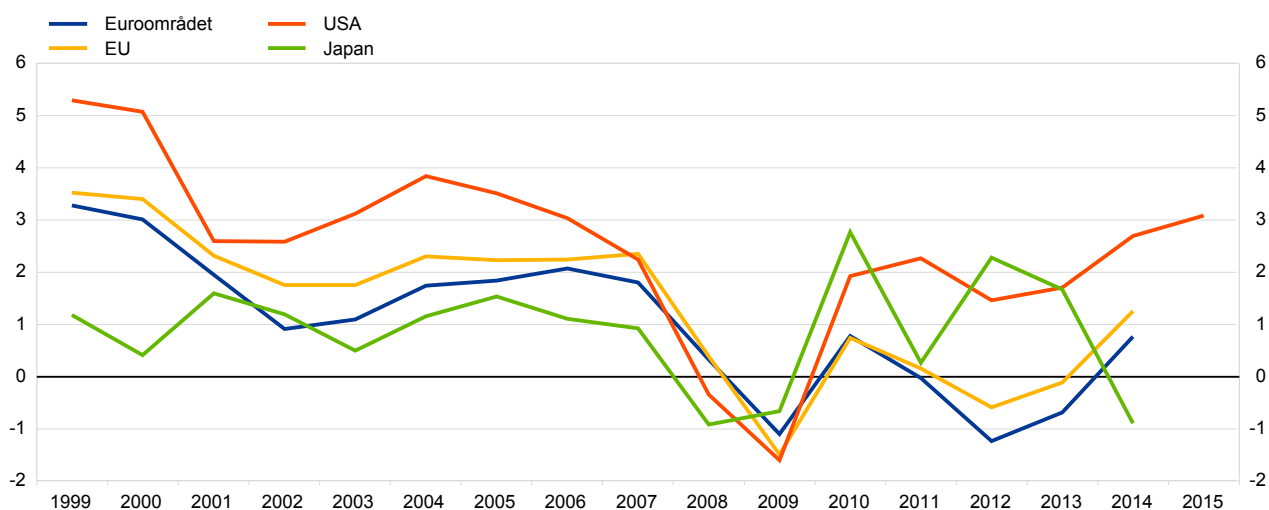
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg og Malta foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.2 Privatforbrug

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.3 Offentligt forbrug

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,5	1,9	0,9	1,5	-0,1	0,6	.
Tyskland	1,3	1,0	1,7	1,3	0,8	1,7	2,8
Estland	2,2	3,0	1,0	3,6	1,5	3,0	.
Irland	2,8	5,3	-1,1	-1,2	0,0	4,0	.
Grækenland	0,6	3,5	-4,1	-6,0	-6,5	-2,6	.
Spanien	2,9	5,0	-0,4	-4,5	-2,8	0,0	.
Frankrig	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5
Italien	0,7	1,4	-0,5	-1,4	-0,3	-0,7	.
Cypern	1,6	3,8	-2,0	-3,7	-4,1	-9,0	.
Letland	1,1	2,8	-1,7	0,3	1,6	4,9	.
Litauen	0,8	1,4	-0,2	1,3	1,0	1,3	.
Luxembourg	3,4	3,3	3,4	3,6	3,9	4,5	.
Malta	2,7	2,8	2,7	6,3	0,2	7,8	.
Holland	2,3	3,4	0,6	-1,3	0,1	0,3	0,0
Østrig	1,3	1,7	0,7	0,2	0,6	0,8	1,0
Portugal	0,8	2,2	-1,4	-3,3	-2,0	-0,5	.
Slovenien	1,8	3,2	-0,5	-2,3	-1,5	-0,1	.
Slovakiet	2,6	3,0	1,9	-2,6	2,2	5,9	.
Finland	1,2	1,6	0,4	0,5	1,1	-0,3	.
Euroområdet	1,5	2,0	0,6	-0,2	0,2	0,9	.
Bulgarien	2,2	4,5	-1,5	-0,5	2,3	0,1	.
Tjekkiet	1,4	2,1	0,5	-1,8	2,4	1,8	.
Danmark	1,4	2,0	0,4	0,0	-0,7	0,2	.
Kroatien	1,1	2,0	-0,4	-1,0	0,3	-1,9	.
Ungarn	1,5	1,9	0,8	-1,5	2,4	2,9	.
Polen	3,3	4,1	1,9	-0,4	2,2	4,9	.
Rumænien	0,4	1,2	-0,8	0,4	-4,6	0,3	.
Sverige	1,0	0,7	1,4	1,1	1,3	1,3	.
Storbritannien	2,2	2,9	1,0	1,8	0,5	2,5	.
EU	1,6	2,1	0,7	0,1	0,3	1,1	.
USA	1,1	2,1	-0,3	-0,9	-2,5	-0,5	0,4
Japan	1,8	2,0	1,5	1,7	1,9	0,1	.

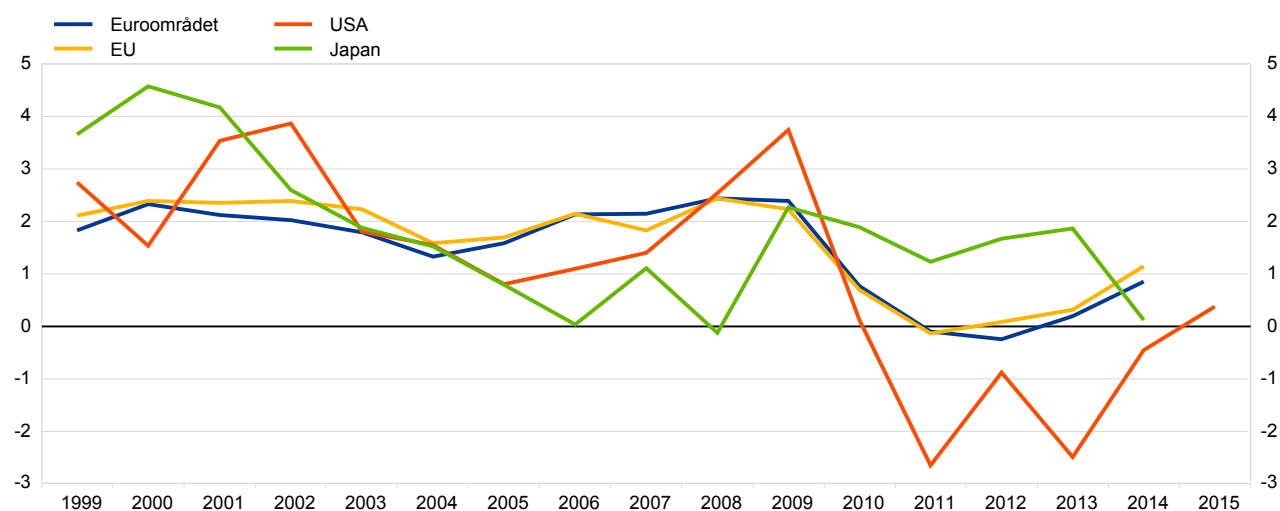
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg og Malta foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.3 Offentligt forbrug

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.4 Bruttoinvesteringer

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,9	3,6	-0,7	-3,5	-4,7	6,2	.
Tyskland	0,2	0,8	-0,5	-8,2	1,5	2,0	-0,5
Estland	4,7	7,7	-0,1	18,5	-0,8	5,9	.
Irland	2,4	5,1	-2,0	6,8	-5,1	16,5	.
Grækenland	-3,3	4,4	-14,9	-24,0	-10,8	9,9	.
Spanien	0,9	5,3	-6,1	-8,1	-3,6	4,8	.
Frankrig	1,6	3,4	-0,8	-2,5	0,4	-0,3	1,1
Italien	-0,9	2,4	-6,2	-14,9	-5,3	-4,1	.
Cypern	-0,1	8,3	-12,7	-16,2	-23,5	1,5	.
Letland	3,8	11,1	-7,3	-1,1	-4,3	-5,5	.
Litauen	2,7	8,9	-6,7	-12,2	1,8	0,4	.
Luxembourg	2,9	4,3	1,2	-2,1	-3,0	10,0	.
Malta	0,0	0,9	-1,1	-4,4	1,1	4,9	.
Holland	0,6	2,3	-1,7	-6,2	-5,2	2,7	6,8
Østrig	0,6	1,7	-1,0	-0,3	-2,2	-1,6	-0,8
Portugal	-2,5	0,4	-7,2	-18,1	-5,1	5,5	.
Slovenien	0,5	6,9	-9,2	-17,5	2,7	5,7	.
Slovakiet	0,9	3,6	-3,4	-14,0	1,5	2,6	.
Finland	0,9	3,2	-2,8	-6,4	-4,9	-0,4	.
Euroområdet	0,5	2,6	-3,0	-7,5	-1,8	1,3	.
Bulgarien	5,8	14,7	-7,6	2,5	-3,3	4,4	.
Tjekkiet	2,2	5,4	-3,1	-4,1	-5,0	4,4	.
Danmark	0,8	2,5	-2,0	1,6	0,4	4,6	.
Kroatien	1,3	7,9	-8,9	-6,5	-0,4	-4,7	.
Ungarn	0,2	2,2	-3,1	-7,2	3,8	11,3	.
Polen	3,5	4,7	1,6	-3,9	-5,8	12,6	.
Rumænien	5,5	12,2	-4,7	-4,8	0,5	3,2	.
Sverige	3,0	4,3	0,8	-5,0	1,6	8,0	.
Storbritannien	1,7	1,1	2,8	2,1	8,4	6,7	.
EU	0,8	2,6	-2,1	-6,0	-0,4	2,7	.
USA	1,6	1,9	1,6	6,9	2,7	4,3	4,4
Japan	-0,8	-0,7	-1,1	4,5	1,4	2,4	.

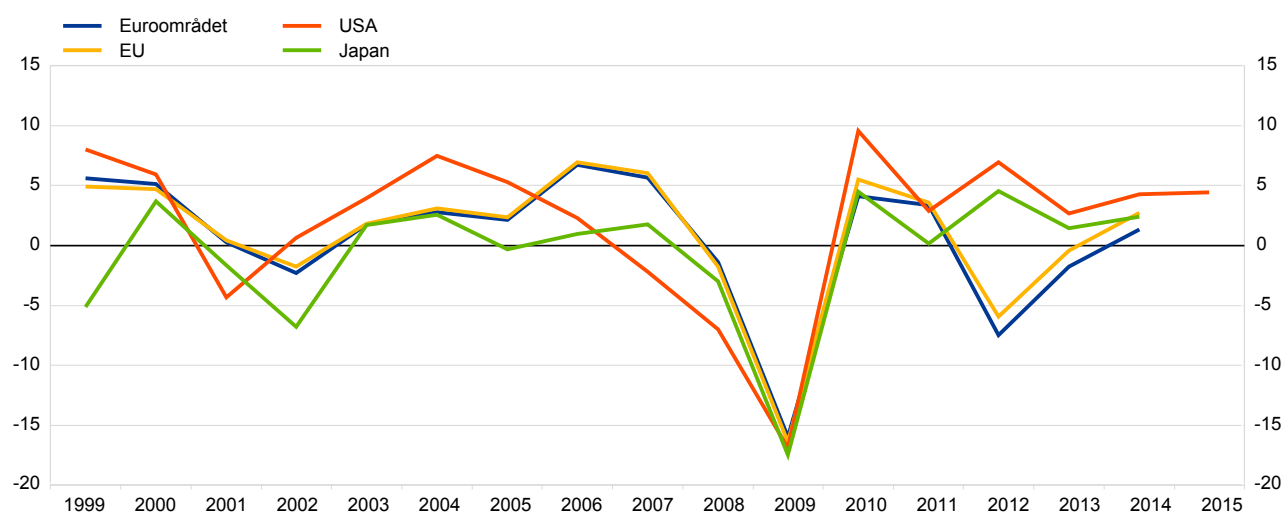
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg og Malta foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.4 Bruttoinvesteringer

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.5 Eksport af varer og tjenesteydelser

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,8	4,6	2,5	1,8	1,6	5,4	.
Tyskland	5,4	7,2	2,8	2,8	1,6	4,0	5,4
Estland	6,5	7,0	5,6	6,2	4,7	1,8	.
Irland	6,5	8,0	3,9	2,1	2,5	12,1	.
Grækenland	4,3	7,5	-0,9	1,2	2,2	7,5	.
Spanien	3,7	4,5	2,5	1,1	4,3	5,1	.
Frankrig	3,2	3,8	2,3	2,5	1,7	2,4	5,9
Italien	2,0	2,9	0,4	2,3	0,8	3,1	.
Cypern	1,4	1,8	0,7	-1,1	1,8	-0,5	.
Letland	6,7	8,4	4,0	9,8	1,1	3,1	.
Litauen	8,7	9,6	7,1	12,2	9,6	3,0	.
Luxembourg	4,8	6,8	2,3	0,2	6,9	6,8	.
Malta	4,7	6,2	2,7	6,7	0,8	0,0	.
Holland	4,3	5,3	2,7	3,8	2,1	4,0	4,2
Østrig	4,1	6,2	1,3	1,7	0,8	2,1	1,8
Portugal	4,0	4,4	3,2	3,4	7,0	3,9	.
Slovenien	5,9	8,8	1,2	0,6	3,1	5,8	.
Slovakiet	9,5	12,6	4,4	9,3	6,2	3,6	.
Finland	3,6	7,1	-2,1	1,2	1,1	-0,9	.
Euroområdet	4,2	5,5	2,1	2,6	2,1	4,1	.
Bulgarien	3,8	3,7	4,0	0,8	9,2	-0,1	.
Tjekkiet	8,7	11,4	4,3	4,3	0,0	8,9	.
Danmark	3,7	5,7	0,6	0,6	0,9	3,1	.
Kroatien	4,2	6,5	0,5	-0,1	3,1	7,3	.
Ungarn	9,0	13,0	2,8	-1,8	6,4	7,6	.
Polen	7,4	8,8	5,1	4,6	6,1	6,4	.
Rumænien	9,8	10,9	8,2	1,0	19,7	8,6	.
Sverige	3,9	5,7	0,9	1,0	-0,8	3,5	.
Storbritannien	3,1	4,4	0,9	0,7	1,2	1,2	.
EU	4,3	5,7	2,1	2,3	2,2	4,1	.
USA	3,7	4,4	2,8	3,4	2,8	3,4	1,1
Japan	4,1	6,3	0,5	-0,2	1,2	8,3	.

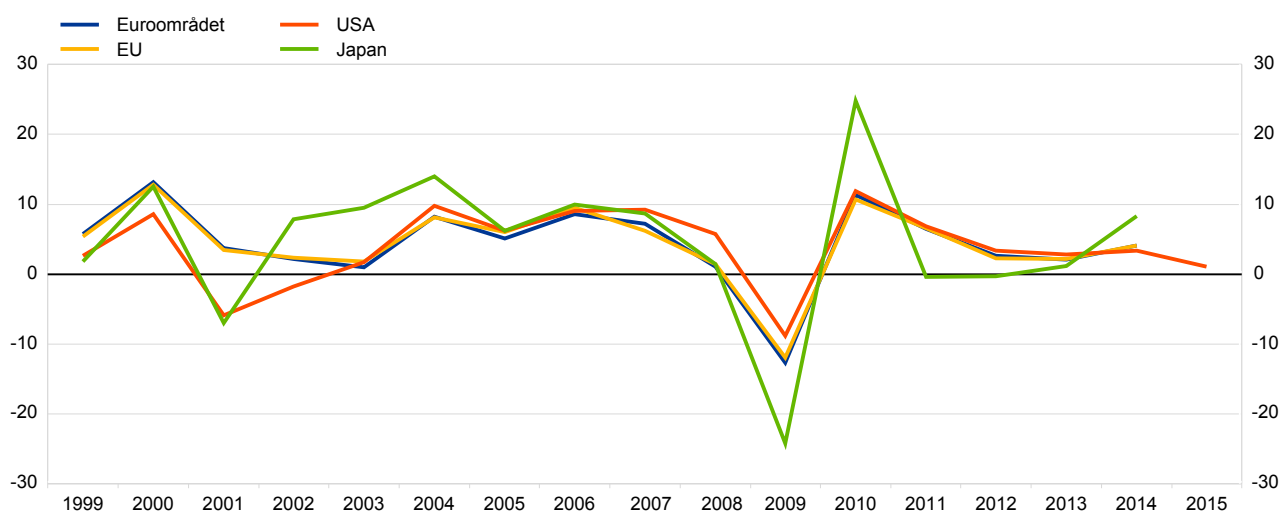
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg og Malta foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.5 Eksport af varer og tjenesteydelser

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.6 Import af varer og tjenesteydelser

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,7	4,4	2,5	1,4	0,8	5,9	.
Tyskland	4,5	5,6	3,0	-0,3	3,1	3,7	5,7
Estland	6,8	8,4	4,0	11,7	4,5	1,4	.
Irland	5,7	7,5	2,6	2,9	0,0	14,7	.
Grækenland	1,9	7,2	-6,5	-9,1	-1,9	7,7	.
Spanien	3,0	6,3	-2,4	-6,2	-0,3	6,4	.
Frankrig	4,1	5,2	2,5	0,7	1,7	3,8	6,4
Italien	1,6	3,5	-1,6	-8,1	-2,5	2,9	.
Cypern	1,7	4,6	-3,1	-4,4	-3,0	2,0	.
Letland	5,4	8,8	-0,1	5,4	-0,2	0,8	.
Litauen	7,8	11,0	2,6	6,6	9,3	2,9	.
Luxembourg	5,3	7,2	2,7	1,5	5,7	8,0	.
Malta	4,0	5,6	1,9	5,2	-0,8	-0,1	.
Holland	4,1	5,3	2,4	2,7	0,9	4,0	4,9
Østrig	3,4	4,9	1,2	1,1	0,0	1,3	1,6
Portugal	2,2	4,0	-0,7	-6,3	4,7	7,2	.
Slovenien	4,7	8,4	-1,3	-3,7	1,7	4,0	.
Slovakiet	7,2	10,2	2,3	2,5	5,1	4,3	.
Finland	4,0	7,0	-0,7	1,6	0,5	0,0	.
Euroområdet	3,8	5,4	1,1	-1,0	1,3	4,5	.
Bulgarien	7,3	12,0	-0,2	4,5	4,9	1,5	.
Tjekkiet	8,0	10,9	3,5	2,7	0,1	9,8	.
Danmark	4,1	6,5	0,1	1,8	1,1	3,3	.
Kroatien	3,3	7,3	-3,1	-3,0	3,1	4,3	.
Ungarn	7,9	12,0	1,5	-3,5	6,3	8,5	.
Polen	6,0	7,9	2,8	-0,3	1,7	10,0	.
Rumænien	10,6	16,0	2,3	-1,8	8,8	8,9	.
Sverige	3,8	5,0	1,7	0,5	-0,1	6,3	.
Storbritannien	3,5	5,0	1,2	2,9	2,8	2,4	.
EU	4,0	5,7	1,2	-0,3	1,6	4,7	.
USA	3,9	5,1	2,1	2,2	1,1	3,8	5,0
Japan	3,3	3,8	2,4	5,3	3,1	7,2	.

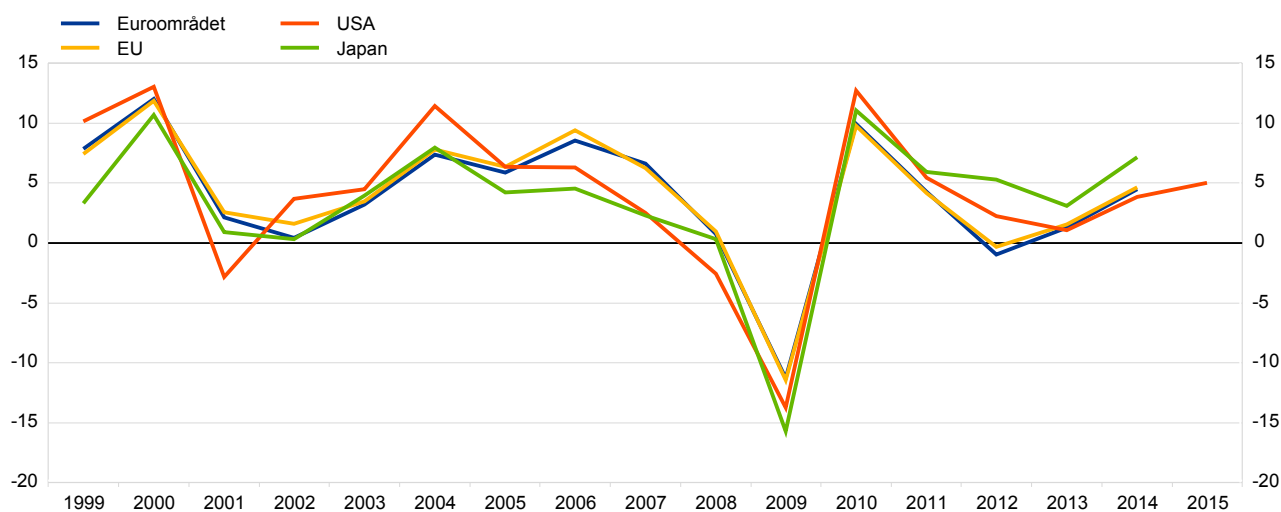
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg og Malta foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.6 Import af varer og tjenesteydelser

(Kædede mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.7 Nominelt BNP

(Løbende priser; milliarder euro)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	327,2	296,2	379,0	387,4	392,7	400,6	.
Tyskland	2.476,0	2.283,0	2.751,6	2.754,9	2.820,8	2.915,7	3.026,6
Estland	12,8	10,2	17,1	18,0	19,0	20,0	.
Irland	159,6	150,0	175,5	174,8	179,4	189,0	.
Grækenland	192,7	186,3	203,3	191,2	180,4	177,6	.
Spanien	927,2	849,0	1.057,6	1.042,9	1.031,3	1.041,2	.
Frankrig	1.850,8	1.694,7	2.073,7	2.086,9	2.116,6	2.132,4	2.183,3
Italien	1.489,7	1.418,1	1.608,9	1.614,7	1.606,9	1.613,9	.
Cypern	15,6	13,8	18,7	19,5	18,1	17,4	.
Letland	16,3	13,5	20,8	22,0	22,8	23,6	.
Litauen	24,8	19,3	32,6	33,3	35,0	36,4	37,2
Luxembourg	34,6	29,2	42,8	43,6	46,5	48,9	.
Malta	5,9	5,1	7,1	7,2	7,7	8,1	.
Holland	574,7	524,2	646,9	645,2	650,9	662,8	677,8
Østrig	272,1	242,9	313,7	317,1	322,9	329,3	337,1
Portugal	159,2	150,4	173,9	168,4	170,3	173,4	.
Slovenien	31,1	27,9	36,4	36,0	35,9	37,3	.
Slovakiet	49,2	36,4	70,6	72,4	73,8	75,6	.
Finland	172,2	158,3	195,5	199,8	202,7	205,2	.
<b>Euroområdet</b>	<b>8.724,2</b>	<b>8.107,7</b>	<b>9.751,8</b>	<b>9.835,2</b>	<b>9.933,5</b>	<b>10.108,1</b>	.
Bulgarien	29,0	22,1	40,4	41,7	41,9	42,8	.
Tjekkiet	121,7	100,6	156,8	160,7	156,9	154,7	.
Danmark	219,6	202,8	247,8	252,9	255,2	260,6	.
Kroatien	38,4	34,6	44,2	43,9	43,5	43,0	.
Ungarn	86,0	77,9	99,6	99,1	101,3	104,2	.
Polen	312,1	257,9	375,3	389,6	394,7	410,8	.
Rumænien	96,0	72,8	134,6	133,5	144,2	150,2	.
Sverige	338,6	304,3	395,7	423,4	435,8	430,7	.
Storbritannien	1.876,1	1.831,7	1.950,1	2.054,3	2.043,2	2.254,7	.
<b>EU</b>	<b>11.816,0</b>	<b>10.988,4</b>	<b>13.195,4</b>	<b>13.433,2</b>	<b>13.549,9</b>	<b>13.958,4</b>	.
USA	11.049,8	10.584,4	11.825,5	12.574,2	12.546,4	13.058,4	16.167,3
Japan	3.947,7	3.934,3	3.970,1	4.637,8	3.694,8	3.470,5	.

Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Kroatien, Luxembourg og Malta foreligger fra 2000; og for Polen fra 2002.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.



## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.8 BNP pr. indbygger

(Løbende priser; PPP'er<sup>1)</sup> i tusinder euro)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	28,5	26,7	31,7	32,2	32,4	32,4	33,0
Tyskland	28,7	26,3	32,9	33,5	34,0	34,3	35,3
Estland	14,4	12,1	18,6	18,7	19,6	20,4	20,7
Irland	32,3	30,6	35,4	35,6	35,6	36,5	37,6
Grækenland	20,7	20,4	21,8	20,8	19,8	19,9	20,0
Spanien	23,3	22,1	25,8	25,4	25,2	25,4	25,6
Frankrig	26,2	24,7	28,8	29,1	29,1	29,3	30,0
Italien	25,6	24,8	27,3	27,7	27,3	27,1	27,0
Cypern	23,0	21,6	25,9	25,8	25,4	24,2	23,7
Letland	12,8	11,3	15,6	15,1	16,3	17,2	17,6
Litauen	13,2	10,6	17,7	17,6	18,8	20,0	20,6
Luxembourg	62,4	57,3	69,8	70,9	71,1	72,7	75,0
Malta	19,9	18,3	22,8	22,6	23,0	23,9	24,1
Holland	32,3	30,3	36,2	36,2	36,2	36,4	36,7
Østrig	30,3	28,2	34,1	34,4	35,0	35,2	35,6
Portugal	18,8	17,5	21,2	21,0	20,6	21,6	21,9
Slovenien	20,7	19,8	22,5	22,2	22,2	22,4	23,1
Slovakiet	13,6	10,2	19,7	19,6	20,1	20,7	21,4
Finland	27,6	25,8	31,0	31,4	31,3	31,3	30,8
<b>Euroområdet</b>	<b>25,9</b>	<b>24,3</b>	<b>28,9</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>	<b>29,3</b>	<b>29,8</b>
Bulgarien	9,3	7,7	12,1	12,2	12,4	12,5	12,8
Tjekkiet	19,0	17,3	22,1	22,3	22,3	22,6	23,4
Danmark	30,0	27,9	33,5	33,8	34,3	34,5	35,0
Kroatien	14,3	13,1	16,2	16,0	16,4	16,6	16,4
Ungarn	14,8	13,2	17,6	17,6	17,6	18,3	19,0
Polen	13,2	11,0	16,9	17,4	18,0	18,4	18,8
Rumænien	9,7	7,5	13,8	13,7	14,3	14,9	15,0
Sverige	30,1	28,1	33,7	34,1	34,2	34,8	34,8
Storbritannien	27,8	26,9	29,5	28,5	29,3	30,2	30,6
<b>EU</b>	<b>23,9</b>	<b>22,2</b>	<b>26,9</b>	<b>26,9</b>	<b>27,1</b>	<b>27,5</b>	<b>28,0</b>
USA	36,4	34,7	39,4	38,8	40,0	41,0	41,9
Japan	25,4	24,4	27,1	26,8	27,8	28,2	28,0

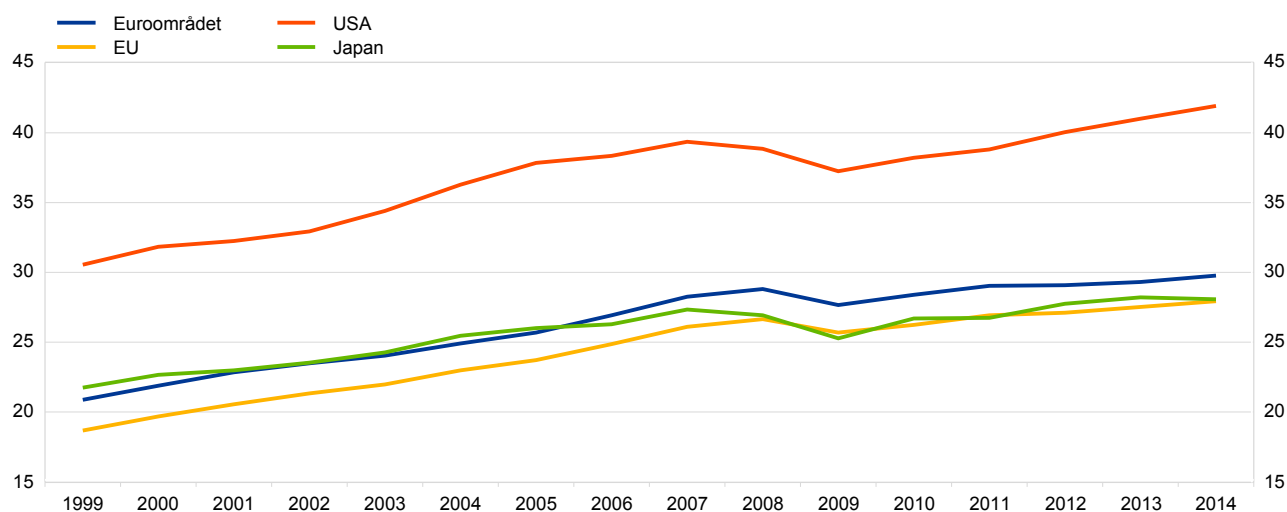
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) BNP i købekraftsstandarder (Purchasing Power Standards, PPS) i euro, beregnet på grundlag af PPP-rater i forhold til euroområdet (Euro 19 = 1).

2) Observationer for Luxembourg og Kroatien foreligger fra 2000.

Figur 2.8 BNP pr. indbygger

(Løbende priser; PPP'er<sup>1)</sup> i tusinder euro)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) BNP i købekraftsstandarder (Purchasing Power Standards, PPS) i euro, beregnet på grundlag af PPP-rater i forhold til euroområdet (Euro 19 = 1).

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.9 Beskæftigelse

(Ansatte; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	0,9	1,1	0,4	0,4	-0,4	0,3	.
Tyskland	0,7	0,6	0,7	1,2	0,6	0,9	0,8
Estland	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	0,8	.
Irland	1,4	3,4	-1,8	-0,6	2,4	1,7	.
Grækenland	-0,5	1,2	-3,3	-6,3	-3,6	0,1	.
Spanien	1,0	3,4	-2,8	-4,1	-2,9	0,9	.
Frankrig	0,7	1,1	0,1	0,3	0,0	0,3	.
Italien	0,5	1,3	-0,7	-0,3	-1,8	0,1	.
Cypern	1,1	2,7	-1,5	-3,2	-6,0	-1,1	.
Letland	-0,4	1,7	-3,0	1,4	2,3	-1,3	.
Litauen	-0,8	-0,5	-1,3	1,8	1,3	2,0	.
Luxembourg	2,9	3,6	2,1	2,4	1,8	2,5	.
Malta	1,6	0,9	2,7	2,5	3,7	5,0	.
Holland	0,7	1,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	0,8
Østrig	1,0	1,1	0,7	1,1	0,5	0,9	.
Portugal	-0,5	0,4	-2,0	-4,1	-2,9	1,4	.
Slovenien	0,3	1,2	-1,2	-0,9	-1,4	0,6	.
Slovakiet	0,3	0,6	-0,2	0,1	-0,8	1,4	.
Finland	0,8	1,6	-0,4	0,9	-0,7	-0,9	.
Euroområdet	0,4	1,1	-0,5	-0,4	-0,7	0,6	.
Bulgarien	-0,1	1,0	-1,7	-2,5	-0,4	0,4	.
Tjekkiet	0,1	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,6	.
Danmark	0,2	0,8	-0,8	-0,6	0,1	0,8	.
Kroatien	0,8	3,0	-2,0	-3,7	-2,6	2,7	.
Ungarn	0,2	0,1	0,5	0,1	0,9	4,6	.
Polen	0,6	1,0	0,0	0,1	-0,1	1,7	.
Rumænien	-1,5	-1,6	-1,3	-4,8	-0,9	0,8	.
Sverige	0,9	1,1	0,6	0,7	1,0	1,4	.
Storbritannien	0,9	1,0	0,6	1,1	1,2	2,3	.
EU	0,4	0,9	-0,3	-0,4	-0,3	1,0	.
USA	0,7	1,0	0,1	1,8	1,0	1,6	.
Japan	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,6	0,6	.

Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for euroområdet, EU, Ungarn, Letland, Luxembourg og Polen foreligger fra 2001.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.9 Beskæftigelse

(Ansatte; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.10 Arbejdskraftsproduktivitet

(Pr. ansat; ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	0,8	1,1	0,2	-0,2	0,4	1,0	.
Tyskland	0,6	1,0	0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,9
Estland	3,7	5,1	1,5	3,4	0,3	2,1	.
Irland	2,3	2,2	2,4	0,7	-0,9	3,4	.
Grækenland	0,8	2,2	-1,6	-1,1	0,4	0,5	.
Spanien	0,7	0,1	1,6	1,5	1,3	0,4	.
Frankrig	0,7	1,0	0,3	-0,1	0,7	-0,2	.
Italien	-0,3	0,0	-0,7	-2,5	0,0	-0,5	.
Cypern	0,7	1,4	-0,4	0,8	0,1	-1,4	.
Letland	4,2	5,5	2,4	2,5	0,7	3,8	.
Litauen	4,7	6,6	1,6	2,0	2,2	1,0	.
Luxembourg	-0,3	-0,2	-0,4	-3,2	2,5	1,5	.
Malta	0,6	1,2	-0,3	0,4	0,2	-0,9	.
Holland	0,8	1,2	0,2	-0,9	0,4	1,2	1,1
Østrig	0,7	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	.
Portugal	1,0	1,2	0,8	0,1	1,8	-0,5	.
Slovenien	1,9	3,1	0,1	-1,8	0,3	2,5	.
Slovakiet	3,3	4,4	1,4	1,5	2,2	1,1	.
Finland	0,8	1,7	-0,6	-2,3	-0,4	0,4	.
Euroområdet	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,4	0,3	.
Bulgarien	3,0	3,8	1,8	2,8	1,7	1,2	.
Tjekkiet	2,4	3,6	0,3	-1,3	-0,8	1,4	.
Danmark	0,8	0,9	0,6	0,6	-0,4	0,4	.
Kroatien	0,6	1,2	-0,2	1,5	1,6	-3,0	.
Ungarn	1,8	3,3	-0,6	-1,8	0,9	-1,1	.
Polen	2,8	2,6	2,9	1,4	1,3	1,6	.
Rumænien	4,9	7,1	1,3	5,7	4,4	2,2	.
Sverige	1,4	1,9	0,4	-1,0	0,3	0,9	.
Storbritannien	1,1	1,5	0,3	0,1	1,0	0,6	.
EU	0,8	1,1	0,4	-0,1	0,6	0,4	.
USA	1,4	1,5	1,1	0,4	0,5	0,8	.
Japan	0,9	1,3	0,4	1,7	0,8	-0,6	.

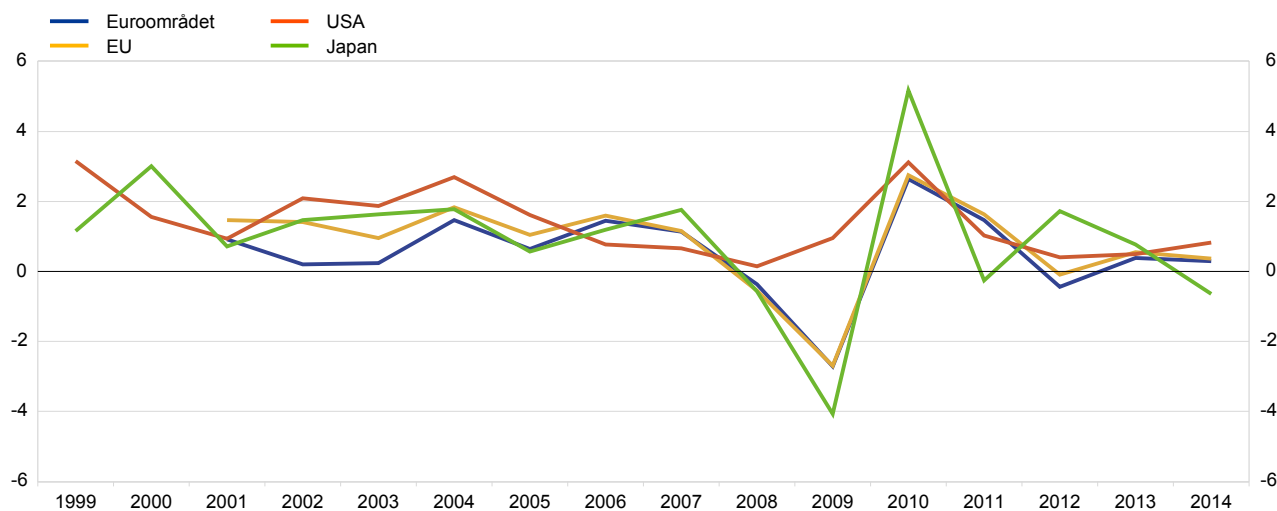
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Kroatien, euroområdet, EU, Luxembourg og Malta foreligger fra 2001 og for Polen fra 2003.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.10 Arbejdskraftsproduktivitet

(Pr. ansat; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.11 Ledighed

(I pct. af arbejdsstyrken)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	7,8	7,7	8,0	7,6	8,4	8,5	8,3
Tyskland	7,7	9,1	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6
Estland	10,1	9,3	11,4	10,0	8,6	7,4	.
Irland	8,0	4,7	12,7	14,7	13,1	11,3	9,4
Grækenland	13,7	10,0	19,8	24,5	27,5	26,5	.
Spanien	15,5	10,7	22,4	24,8	26,1	24,5	22,1
Frankrig	9,2	8,9	9,8	9,8	10,3	10,3	10,4
Italien	9,0	8,2	10,3	10,7	12,1	12,7	11,9
Cypern	7,4	4,3	11,3	11,8	15,9	16,1	15,6
Lettland	12,3	10,9	14,4	15,1	11,9	10,8	9,9
Litauen	11,9	11,0	13,2	13,4	11,8	10,7	9,1
Luxembourg	4,3	3,6	5,4	5,1	5,9	6,0	6,1
Malta	6,7	7,0	6,3	6,3	6,4	5,8	5,3
Holland	5,0	4,4	6,0	5,8	7,3	7,4	6,9
Østrig	4,9	4,7	5,2	4,9	5,4	5,6	5,7
Portugal	9,8	7,3	13,5	15,8	16,4	14,1	12,6
Slovenien	7,1	6,1	8,5	8,9	10,1	9,7	9,1
Slovakiet	14,9	16,0	13,3	14,0	14,2	13,2	11,5
Finland	8,4	8,5	8,3	7,7	8,2	8,7	9,4
Euroområdet	9,5	8,6	10,8	11,4	12,0	11,6	10,9
Bulgarien	11,6	12,4	10,6	12,3	13,0	11,4	9,4
Tjekkiet	7,0	7,3	6,5	7,0	7,0	6,1	5,1
Danmark	5,5	4,5	6,9	7,5	7,0	6,5	6,1
Kroatien	13,7	13,1	14,6	16,0	17,3	17,3	16,6
Ungarn	7,9	6,6	10,2	11,0	10,1	7,7	.
Polen	12,9	15,5	9,2	10,1	10,4	9,0	7,5
Rumænien	7,1	7,2	6,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Sverige	7,1	6,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,4
Storbritannien	6,1	5,2	7,5	7,9	7,6	6,1	.
EU	9,1	8,5	9,9	10,5	10,9	10,2	9,4
USA	6,2	5,0	7,8	8,1	7,4	6,2	5,3
Japan	4,5	4,6	4,3	4,3	4,0	3,6	3,4

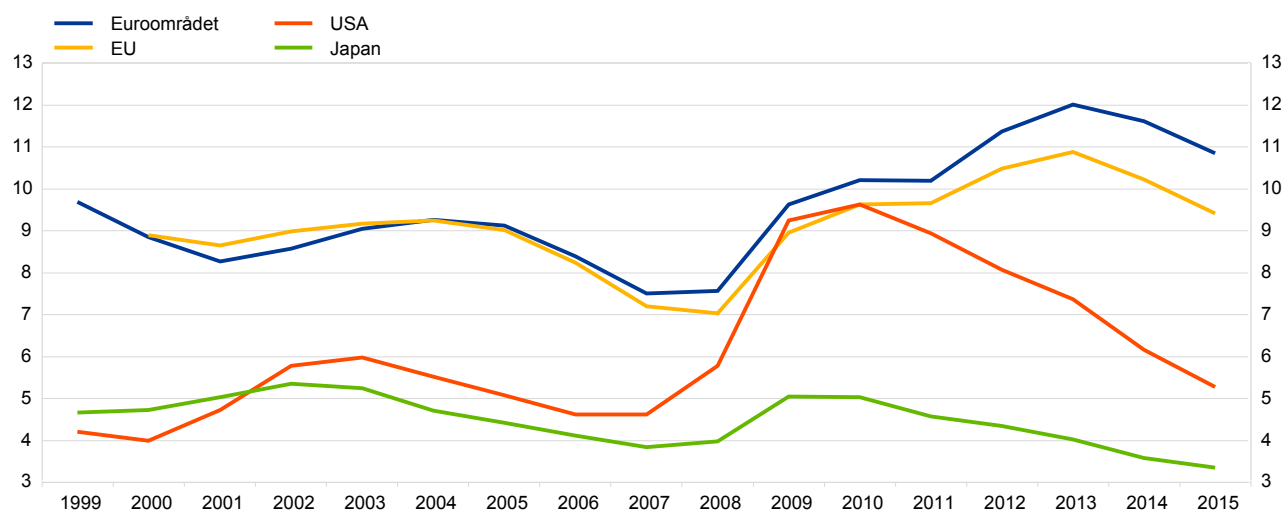
Kilde: Eurostat.

1) Observationer for Bulgarien, Kroatien, Cypern, Estland, Malta og EU foreligger fra 2000.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 2.11 Ledighed

(I pct. af arbejdsstyrken)



Kilde: Eurostat.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.12 Husholdningernes gæld<sup>1)</sup>

(I pct. af BNP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	46,3	41,4	54,5	54,1	55,2	56,2	58,4
Tyskland	63,5	67,3	57,3	56,9	56,4	55,5	54,4
Estland	33,2	25,4	46,1	45,6	42,1	39,8	38,9
Irland	87,2	76,6	101,3	102,7	99,3	93,8	83,8
Grækenland	40,8	28,3	61,6	63,7	64,6	65,2	63,5
Spanien	68,3	61,4	79,8	81,8	80,4	76,7	72,4
Frankrig	45,1	39,4	54,7	54,8	55,2	55,6	56,1
Italien	34,8	29,7	43,4	43,8	43,9	43,5	42,9
Cypern	97,8	83,0	122,4	122,4	124,8	125,8	128,6
Letland	36,7	34,6	38,4	40,5	33,3	29,8	26,6
Litauen	23,1	19,6	25,9	25,8	23,7	22,4	21,5
Luxembourg	49,5	44,3	55,7	54,3	56,1	55,3	56,7
Malta	54,4	48,3	59,4	59,5	59,8	59,0	59,3
Holland	106,3	100,0	116,8	118,3	118,3	114,8	112,5
Østrig	50,2	48,6	52,8	53,5	52,1	51,2	51,4
Portugal	78,8	72,9	88,6	90,5	90,7	86,0	81,5
Slovenien	25,9	21,3	29,7	30,0	30,9	30,0	28,5
Slovakiet	16,5	10,0	27,4	26,5	27,8	29,7	31,6
Finland	49,2	41,2	62,5	61,3	63,6	64,2	65,5
Euroområdet	58,3	55,1	63,8	64,2	63,9	62,7	61,9
Bulgarien	16,8	11,8	24,4	24,0	23,3	23,2	22,6
Tjekkiet	20,4	14,4	30,3	30,1	31,1	31,5	31,3
Danmark	117,6	105,9	137,2	138,8	136,6	134,6	132,3
Kroatien	34,1	29,0	40,9	41,5	41,2	40,4	40,4
Ungarn	24,0	18,3	33,5	37,6	31,8	28,2	25,9
Polen	26,6	18,8	34,3	35,1	34,1	35,1	35,6
Rumænien	12,7	7,9	20,7	21,5	20,6	19,2	18,1
Sverige	65,2	56,6	79,7	78,0	80,5	82,3	83,6
Storbritannien	86,4	83,2	91,7	91,7	90,6	87,8	86,0
EU	-	-	-	-	-	-	-
USA	84,8	84,2	85,8	85,7	82,7	81,0	80,0
Japan	68,3	69,5	66,3	66,4	65,7	66,2	66,0

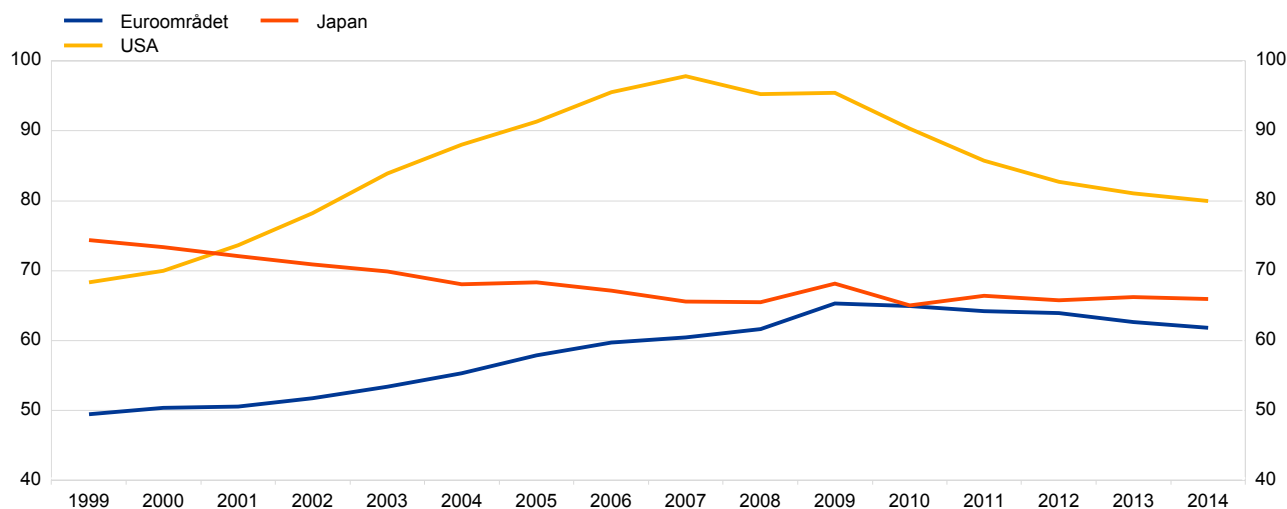
Kilder: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board og Bank of Japan.

1) Defineret som udestående beløb af udlån til husholdninger.

2) Der foreligger ingen observationer for EU. Observationer for Bulgarien foreligger fra 2000, for Grækenland fra 1999, for Kroatien fra 2001, for Irland fra 2001, for Litauen fra 2004, for Luxembourg fra 2002, for Malta fra 2004, for Letland fra 2004, for Polen fra 2003 og for Slovenien fra 2004.

Figur 2.12 Husholdningernes gæld

(I pct. af BNP)



Kilder: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board og Bank of Japan.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.13 Husholdningernes opsparingskvote

(I pct. af korrigeret disponibel indkomst <sup>1)</sup>)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	15,3	16,0	14,1	13,6	13,5	12,3	12,6
Tyskland	16,3	16,1	16,6	16,5	16,4	16,4	16,8
Estland	4,3	1,1	9,5	10,2	7,1	8,9	8,2
Irland	7,5	6,8	8,8	8,4	8,3	6,1	5,0
Grækenland	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	9,8	9,5	10,4	10,8	8,8	10,0	9,6
Frankrig	15,0	14,9	15,1	15,2	14,7	14,3	14,8
Italien	13,0	14,2	11,1	10,7	9,4	11,3	10,8
Cypern	5,4	7,9	1,3	5,4	0,6	-4,1	-10,8
Letland	2,0	2,3	1,6	-3,2	-3,8	-3,0	-0,8
Litauen	3,3	2,8	3,6	4,8	1,6	1,8	0,1
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Holland	13,0	12,4	13,8	13,1	13,8	14,2	14,8
Østrig	15,0	15,6	14,1	13,3	14,5	12,9	13,3
Portugal	8,9	9,5	8,1	7,5	7,7	7,8	5,9
Slovenien	14,3	16,0	13,1	12,7	10,9	13,4	14,1
Slovakiet	8,1	7,9	8,3	8,1	7,1	8,3	9,3
Finland	8,5	8,5	8,6	8,1	7,8	8,4	7,0
<b>Euroområdet</b>	<b>13,5</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,8</b>	<b>12,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>
Bulgarien	-8,4	-10,8	-3,7	-3,0	-8,2	-0,2	-
Tjekkiet	11,4	11,3	11,6	11,1	11,3	10,8	10,9
Danmark	6,1	5,3	7,4	7,8	7,5	7,9	4,4
Kroatien	9,6	7,9	11,6	11,7	12,1	10,5	11,8
Ungarn	9,5	9,6	9,4	9,7	8,2	9,3	10,2
Polen	5,0	6,8	3,0	1,5	1,5	2,5	1,9
Rumænien	-	-	-	-	-	-	-
Sverige	12,1	9,6	16,2	15,4	17,9	17,6	17,7
Storbritannien	8,3	8,2	8,5	9,1	8,7	6,3	5,4
<b>EU</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>
USA	7,9	7,2	9,0	9,2	10,7	7,9	8,1
Japan	9,2	10,1	7,9	9,2	7,7	6,5	5,8

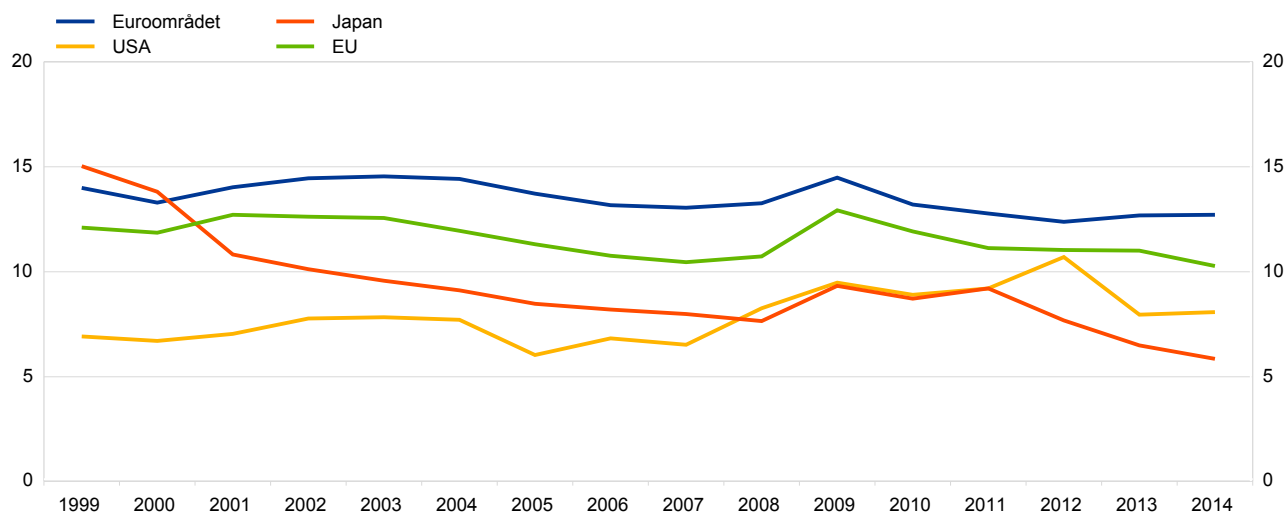
Kilder: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disponibel indkomst korrigeret for ændringen i husholdningernes nettoformue i pensionskassereserver.

2) Der foreligger ingen observationer for Grækenland, Malta, Luxembourg og Rumænien. Observationer for Kroatien foreligger fra 1999, for Irland fra 1999, for Litauen fra 1999, for Polen fra 2002 og for Slovenien fra 2005.

Figur 2.13 Husholdningernes opsparing

(I pct. af korrigeret disponibel indkomst)



Kilder: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2. Den økonomiske aktivitet

### 2.14 Ikke-finansielle selskabers gæld<sup>1)</sup>

(I pct. af BNP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	125,8	114,2	145,2	143,1	148,0	148,8	147,8
Tyskland	64,9	65,8	63,3	61,3	61,5	63,7	62,1
Estland	90,3	85,0	99,1	95,7	99,1	94,1	96,3
Irland	137,2	97,7	189,8	194,6	208,4	197,6	200,4
Grækenland	55,1	47,9	67,0	67,4	68,0	66,0	67,0
Spanien	106,1	94,4	125,6	132,4	125,8	119,9	112,3
Frankrig	107,4	101,1	117,9	116,8	120,8	120,5	124,8
Italien	76,4	70,5	86,3	85,4	87,7	85,5	84,4
Cypern	200,2	195,1	208,7	207,9	203,5	215,1	221,2
Letland	78,2	66,7	87,8	91,3	84,9	79,6	73,9
Litauen	43,8	44,2	43,4	42,7	41,6	38,3	35,2
Luxembourg	310,8	266,0	363,1	354,9	368,4	364,6	346,9
Malta	140,4	121,5	156,2	160,9	159,3	153,8	157,4
Holland	121,6	119,2	125,6	127,0	125,3	123,8	128,2
Østrig	93,2	90,9	97,2	95,8	96,8	99,1	98,7
Portugal	112,5	101,3	131,3	131,9	139,6	135,2	127,0
Slovenien	82,7	71,8	91,8	95,3	93,7	89,4	81,6
Slovakiet	44,7	43,4	47,0	47,5	46,6	48,2	46,5
Finland	96,8	89,4	109,1	107,5	109,0	113,4	110,3
Euroområdet	100,1	95,4	107,1	106,4	108,1	106,2	107,1
Bulgarien	85,9	66,3	115,5	110,7	112,3	119,7	114,8
Tjekkiet	45,6	44,7	47,3	44,6	46,2	52,7	53,8
Danmark	86,1	80,5	95,3	94,8	98,1	93,4	92,1
Kroatien	79,6	63,9	100,6	101,3	102,0	103,5	101,8
Ungarn	74,4	62,2	94,8	97,0	94,0	91,9	90,7
Polen	37,4	33,1	41,7	41,5	42,5	43,7	45,9
Rumænien	49,6	44,5	58,2	52,4	52,1	48,5	45,1
Sverige	133,5	122,5	151,8	150,2	149,9	150,5	152,3
Storbritannien	117,8	114,9	122,6	129,1	130,1	109,8	123,6
EU	-	-	-	-	-	-	-
USA <sup>3)</sup>	66,0	64,9	67,8	66,1	66,7	67,8	69,2
Japan <sup>4)</sup>	109,3	111,7	105,3	105,2	103,7	103,9	104,9

Kilder: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board og Bank of Japan.

1) Defineret som udestående beløb af optagne udlån, udstedte gældsbeviser og pensionsforpligtelser.

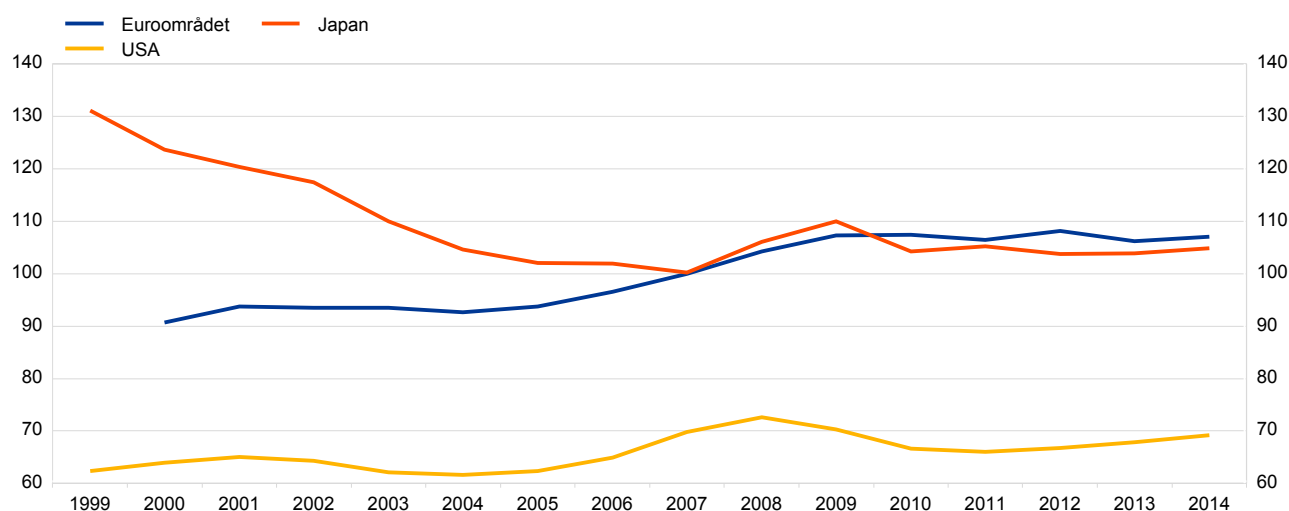
2) Der foreligger ingen observationer for EU. Data for Bulgarien foreligger fra 2000, for Danmark fra 1999, for Kroatien fra 2001, for Irland fra 2001, for Letland fra 2004, for Litauen fra 2004, for Luxembourg fra 2002, for Malta fra 2004, for Polen fra 2003, for Slovenien fra 2004 og for Østrig fra 1999.

3) Observationer for USA omfatter ikke koncerninterne lån og pensionsforpligtelser.

4) Observationer for Japan omfatter ikke pensionsforpligtelser.

Figur 2.14 Ikke-finansielle selskabers gæld

(I pct. af BNP)



Kilder: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board og Bank of Japan.

### 3. Priser og omkostninger

#### 3.1 HICP

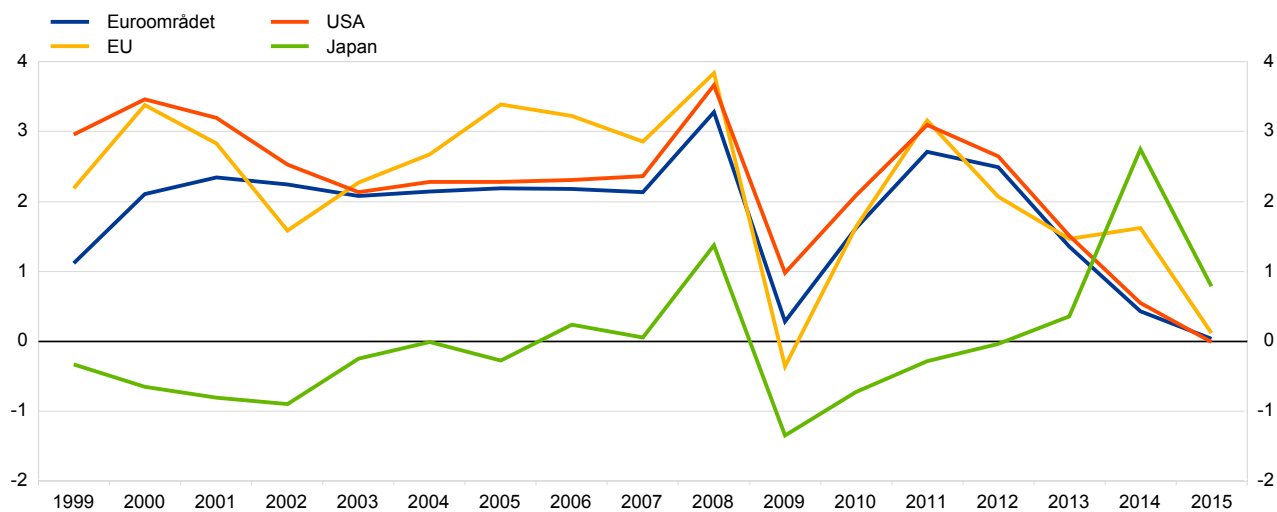
(Ændring i pct. år/år)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,9	2,2	1,5	2,6	1,2	0,5	0,6
Tyskland	1,5	1,7	1,2	2,1	1,6	0,8	0,1
Estland	3,7	4,6	2,3	4,2	3,2	0,5	0,1
Irland	2,0	3,4	0,1	1,9	0,5	0,3	0,0
Grækenland	2,3	3,3	1,0	1,0	-0,9	-1,4	-1,1
Spanien	2,4	3,2	1,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6
Frankrig	1,6	1,9	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1
Italien	2,0	2,4	1,5	3,3	1,3	0,2	0,1
Cypern	2,1	2,7	1,1	3,1	0,4	-0,3	-1,6
Letland	3,8	5,6	1,3	2,3	0,0	0,7	0,2
Litauen	2,4	2,7	1,9	3,2	1,2	0,2	-0,7
Luxembourg	2,4	2,8	1,7	2,9	1,7	0,7	0,1
Malta	2,2	2,6	1,8	3,2	1,0	0,8	1,2
Holland	2,0	2,4	1,5	2,8	2,6	0,3	0,2
Østrig	1,9	1,9	1,8	2,6	2,1	1,5	0,8
Portugal	2,1	2,9	1,1	2,8	0,4	-0,2	0,5
Slovenien	3,7	5,4	1,3	2,8	1,9	0,4	-0,8
Slovakiet	4,2	6,2	1,5	3,7	1,5	-0,1	-0,3
Finland	1,8	1,8	1,9	3,2	2,2	1,2	-0,2
Euroområdet	1,8	2,2	1,3	2,5	1,4	0,4	0,0
Bulgarien	4,4	6,7	1,3	2,4	0,4	-1,6	-1,1
Tjekkiet	2,1	2,7	1,4	3,5	1,4	0,4	0,3
Danmark	1,8	2,1	1,3	2,4	0,5	0,3	0,2
Kroatien	2,7	3,4	1,6	3,4	2,3	0,2	-0,3
Ungarn	5,1	6,7	2,9	5,7	1,7	0,0	0,1
Polen	3,1	3,9	2,0	3,7	0,8	0,1	-0,7
Rumænien	12,7	19,5	3,6	3,4	3,2	1,4	-0,4
Sverige	1,4	1,7	1,1	0,9	0,4	0,2	0,7
Storbritannien	2,0	1,8	2,4	2,8	2,6	1,5	0,0
EU	2,2	2,7	1,5	2,6	1,5	0,5	0,0
USA <sup>1)</sup>	2,2	2,8	1,4	2,1	1,5	1,6	0,1
Japan <sup>1)</sup>	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,4	2,7	0,8

Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.  
1) Observationerne vedrører forbrugerprisindekset.

Figur 3.1 HICP<sup>1)</sup>

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.  
1) Observationer for Japan og USA vedrører forbrugerprisindekset.



### 3. Priser og omkostninger

#### 3.2 HICP ekskl. fødevarer og energi

(Ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,6	1,5	1,6	1,9	1,5	1,5	1,6
Tyskland	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1
Estland	2,9	3,8	1,5	2,8	1,9	1,3	1,2
Irland	1,7	3,0	-0,1	0,7	0,1	0,7	1,6
Grækenland	1,8	2,9	0,2	-0,3	-2,4	-1,5	-0,4
Spanien	1,9	2,7	0,8	1,3	1,3	-0,1	0,3
Frankrig	1,3	1,4	1,0	1,5	0,7	1,0	0,6
Italien	1,8	2,1	1,4	2,0	1,3	0,7	0,7
Cypern	1,0	1,3	0,6	1,7	-0,3	0,1	-0,4
Letland	2,6	4,3	0,2	0,3	-0,1	1,7	1,5
Litauen	1,4	1,7	1,0	2,0	1,4	0,7	1,9
Luxembourg	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	1,3	1,7
Malta	1,7	2,1	1,2	2,5	0,1	1,5	1,5
Holland	1,7	1,9	1,5	2,2	2,5	0,6	0,9
Østrig	1,7	1,5	1,9	2,2	2,2	1,7	1,8
Portugal	1,9	2,7	0,7	1,2	0,1	0,2	0,6
Slovenien	2,5	4,3	0,5	0,7	0,9	0,6	0,3
Slovakiet	3,5	5,1	1,4	3,0	1,4	0,5	0,5
Finland	1,6	1,5	1,7	2,1	1,8	1,6	0,8
<b>Euroområdet</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
Bulgarien	4,1	6,5	0,8	1,0	0,0	-1,6	-0,6
Tjekkiet	1,3	1,9	0,5	1,6	0,3	0,5	0,7
Danmark	1,5	1,8	1,2	1,6	0,6	0,6	1,2
Kroatien	1,6	3,2	0,9	1,1	0,9	0,5	0,8
Ungarn	3,4	4,3	2,5	3,5	2,3	1,4	1,7
Polen	2,6	3,5	1,3	2,2	0,7	0,2	0,4
Rumænien	6,2	9,3	3,2	3,2	2,3	2,3	1,6
Sverige	1,1	1,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,9
Storbritannien	1,5	1,1	2,0	2,2	2,0	1,6	1,0
<b>EU</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
USA <sup>2)</sup>	2,0	2,2	1,7	2,1	1,8	1,7	1,8
Japan <sup>2)</sup>	-0,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,2	1,8	1,0

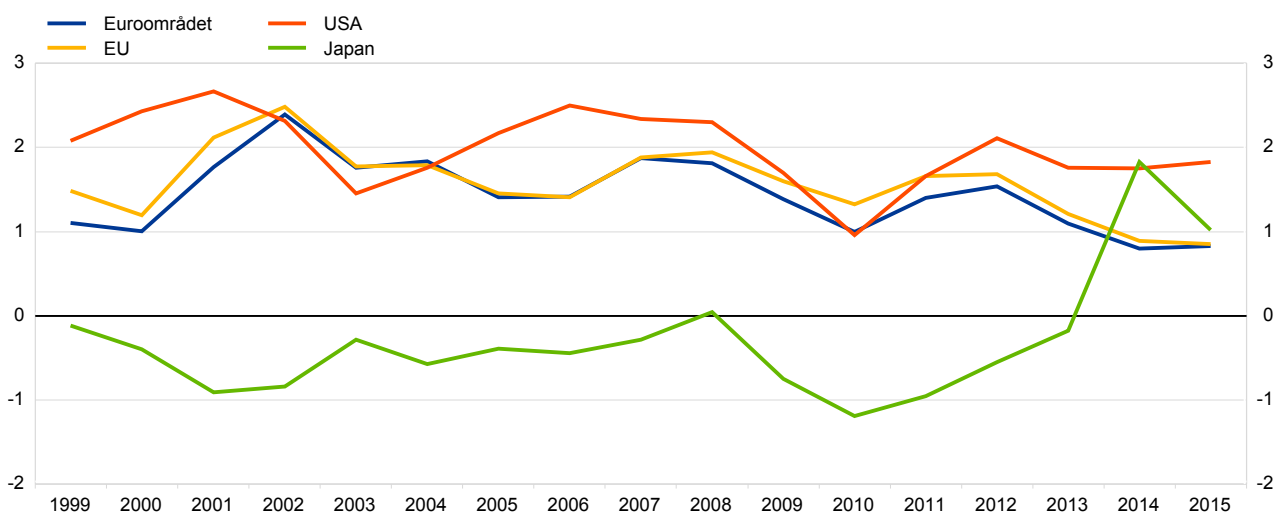
Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Tjekkiet og Slovenien foreligger fra 2000, for Ungarn og Rumænien fra 2002 og for Kroatien fra 2006.

2) Observationer vedrører forbrugerprisindekset.

Figur 3.2 HICP ekskl. fødevarer og energi<sup>1)</sup>

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Japan og USA vedrører forbrugerprisindekset.

## 3. Priser og omkostninger

### 3.3 BNP-deflator

(Ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,7	1,9	1,5	2,0	1,3	0,7	.
Tyskland	1,1	0,8	1,6	1,5	2,1	1,7	2,1
Estland	5,1	6,6	2,6	2,7	4,0	2,0	.
Irland	1,7	3,0	-0,5	0,4	1,2	0,1	.
Grækenland	1,9	3,2	-0,2	-0,4	-2,5	-2,3	.
Spanien	2,3	3,6	0,1	0,1	0,6	-0,4	.
Frankrig	1,4	1,8	0,8	1,2	0,8	0,6	1,2
Italien	2,0	2,4	1,2	1,4	1,3	0,9	.
Cypern	2,3	3,3	0,6	2,1	-1,4	-1,3	.
Letland	4,9	7,8	0,2	3,5	1,3	1,2	.
Litauen	2,5	3,3	1,4	2,8	1,2	1,2	0,5
Luxembourg	2,7	2,8	2,7	4,0	2,4	0,9	.
Malta	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,7	.
Holland	1,8	2,5	0,8	1,4	1,4	0,8	0,3
Østrig	1,6	1,6	1,6	2,0	1,5	1,6	1,5
Portugal	2,2	3,2	0,7	-0,4	2,2	0,9	.
Slovenien	3,4	5,0	0,9	0,3	0,8	0,8	.
Slovakiet	3,0	4,6	0,4	1,3	0,5	-0,2	.
Finland	1,7	1,5	2,0	3,0	2,6	1,6	.
Euroområdet	1,7	2,0	1,0	1,2	1,3	0,9	.
Bulgarien	4,5	5,9	2,2	1,2	-0,5	0,2	.
Tjekkiet	1,9	2,4	1,0	1,4	1,4	2,5	.
Danmark	2,1	2,5	1,6	2,8	1,4	0,8	.
Kroatien	2,9	4,1	1,3	1,6	0,8	0,0	.
Ungarn	5,1	6,4	3,0	3,5	3,1	3,2	.
Polen	2,5	2,8	2,1	2,4	0,4	0,5	.
Rumænien	16,0	23,7	4,2	4,8	3,5	1,9	.
Sverige	1,6	1,8	1,4	1,1	1,1	1,6	.
Storbritannien	2,3	2,4	2,1	1,6	2,0	1,8	.
EU	1,7	2,0	1,1	2,4	0,6	1,6	.
USA	2,0	2,3	1,4	1,8	1,6	1,6	1,0
Japan	-1,1	-1,3	-0,7	-0,9	-0,6	1,7	.

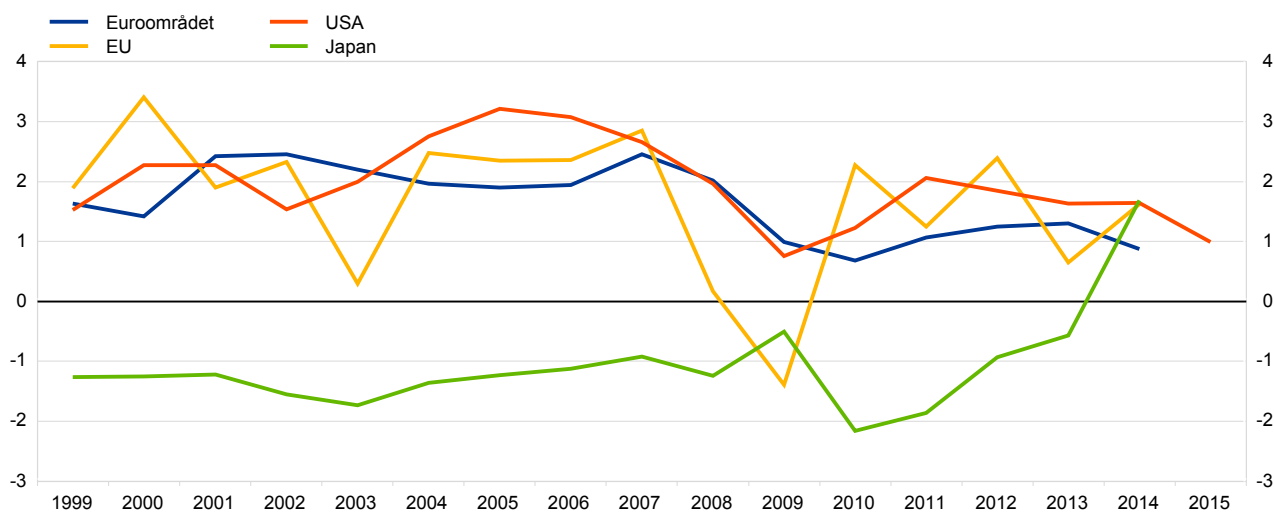
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Luxembourg, Kroatien og Malta foreligger fra 2001 og for Polen fra 2003.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 3.3 BNP-deflator

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 3. Priser og omkostninger

### 3.4 Producentpriser i industrien

(Ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	2,0	3,4	0,1	3,5	0,6	-4,6	-4,2
Tyskland	1,5	2,4	0,2	1,7	0,0	-0,9	-1,8
Estland	3,2	4,7	1,9	3,4	9,9	-2,3	-2,8
Irland	1,6	4,0	0,6	3,1	1,5	-0,3	-4,4
Grækenland	3,0	4,7	0,6	4,9	-0,7	-0,8	-5,8
Spanien	2,4	3,3	1,1	3,8	0,6	-1,3	-2,1
Frankrig	1,5	2,4	0,3	2,8	0,3	-1,3	-2,2
Italien	1,8	3,0	0,0	4,1	-1,2	-1,8	-3,4
Cypern	2,8	4,8	0,6	8,1	-2,1	-3,1	-5,7
Letland	5,0	8,4	1,7	5,3	1,1	0,1	-1,4
Litauen	2,6	4,8	-0,4	5,6	-0,3	-5,1	-9,2
Luxembourg	2,9	5,5	-0,6	3,6	1,3	-4,8	-0,5
Malta	4,2	5,2	3,0	2,3	0,9	-1,2	-3,2
Holland	2,4	4,7	-0,9	3,8	-1,3	-3,2	-7,4
Østrig	1,3	1,8	0,4	0,9	-1,0	-1,5	-2,1
Portugal	2,6	4,1	0,5	2,9	0,1	-1,2	-3,0
Slovenien	3,0	4,7	0,7	1,0	0,3	-1,1	-0,5
Slovakiet	2,5	5,1	-1,1	3,8	-0,2	-3,6	-4,3
Finland	1,8	2,6	0,8	2,3	0,9	-0,9	-2,2
Euroområdet	1,7	2,8	0,2	2,8	-0,2	-1,5	-2,7
Bulgarien	4,2	6,3	1,7	5,3	-1,3	-0,9	-1,7
Tjekkiet	1,7	2,6	0,3	2,1	0,8	-0,8	-3,2
Danmark	3,3	5,3	0,4	2,5	2,2	-2,3	-6,5
Kroatien	2,8	3,8	1,5	7,0	0,4	-2,7	-3,9
Ungarn	5,5	8,0	2,0	5,3	-0,5	-2,1	-3,0
Polen	2,6	3,5	1,7	3,6	-1,2	-1,4	-2,4
Rumænien	10,6	18,0	2,8	4,8	3,7	0,2	-1,8
Sverige	1,9	3,1	0,2	-0,3	-0,7	0,1	-1,1
Storbritannien	2,8	4,3	0,7	2,2	1,0	-2,3	-7,5
EU	2,0	3,1	0,4	2,8	0,0	-1,5	-3,2
USA <sup>3)</sup>	2,3	3,1	1,3	1,9	1,2	1,9	-3,3
Japan <sup>4)</sup>	0,2	1,0	-0,9	-1,2	0,8	0,8	-3,5

Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Bulgarien, Cypern, Polen, Malta og Rumænien foreligger fra 2001, observationer for Letland fra 2002, for Estland fra 2003 og for Irland fra 2006.

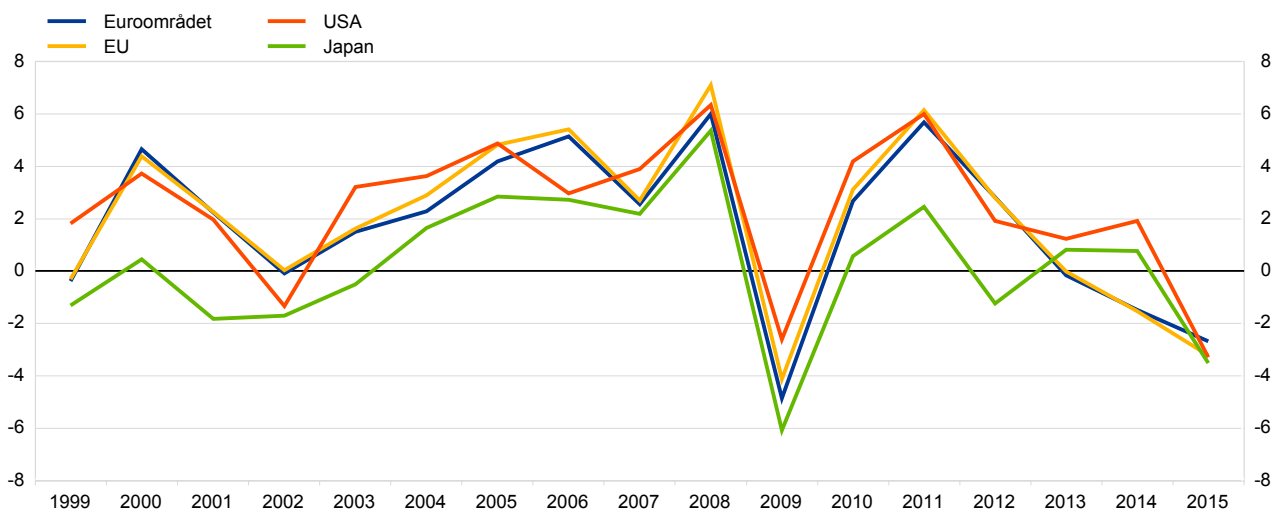
2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

3) Observationer vedrører færdigvarer.

4) Observationer vedrører produktionsprisindekset for fremstillingssektoren.

Figur 3.4 Producentpriser i industrien<sup>1)</sup>

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Japan vedrører produktionsprisindekset i fremstillingssektoren; observationer for USA vedrører færdigvarer.

## 3. Priser og omkostninger

### 3.5 Enhedslønomkostninger

(Ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,8	1,8	1,8	3,4	2,2	-0,1	.
Tyskland	1,0	0,2	2,1	3,3	2,2	1,9	1,8
Estland	4,9	7,0	1,6	3,3	5,5	3,7	.
Irland	1,0	3,4	-3,0	-0,8	0,2	-1,6	.
Grækenland	1,9	3,6	-1,0	-2,0	-7,4	-2,6	.
Spanien	1,7	3,3	-0,9	-2,9	-0,4	-0,9	.
Frankrig	1,8	1,9	1,7	2,3	0,9	1,5	.
Italien	2,2	2,7	1,5	1,4	0,9	1,3	.
Cypern	2,0	3,1	0,1	0,0	-3,4	-3,3	.
Letland	5,0	10,3	-1,6	3,5	4,3	4,6	.
Litauen	1,7	2,8	0,0	2,2	3,1	2,8	.
Luxembourg	3,2	3,6	2,7	4,9	1,1	1,4	.
Malta	2,6	2,6	2,6	3,2	1,1	1,5	.
Holland	1,9	2,0	1,7	3,0	1,5	0,8	.
Østrig	1,5	1,0	2,2	3,0	2,3	2,3	.
Portugal	1,4	2,6	-0,5	-3,2	1,8	-0,9	.
Slovenien	3,4	4,6	1,3	0,8	0,2	-1,3	.
Slovakiet	2,8	3,6	1,4	1,1	0,3	0,7	.
Finland	2,0	1,6	2,8	5,2	1,8	0,9	.
Euroområdet	1,7	1,8	1,4	1,9	1,2	1,1	.
Bulgarien	5,4	5,1	5,9	4,8	7,0	4,4	.
Tjekkiet	2,2	2,8	1,1	3,1	0,6	0,1	.
Danmark	2,2	2,7	1,4	1,2	1,5	1,3	.
Kroatien	2,4	4,0	0,2	-1,3	-2,2	-2,4	.
Ungarn	4,4	6,1	1,6	4,0	0,9	2,0	.
Polen	1,1	0,9	1,3	2,1	0,3	0,0	.
Rumænien	13,1	21,6	0,3	3,5	-1,3	0,1	.
Sverige	2,1	2,2	2,1	4,1	1,7	1,3	.
Storbritannien	2,2	2,8	1,3	1,6	0,4	-0,6	.
EU	1,2	1,3	1,2	2,9	0,2	1,4	.
USA	-0,4	-0,8	0,1	1,0	-0,5	1,4	1,3
Japan	-1,9	-2,2	-1,3	-1,7	-0,9	1,5	.

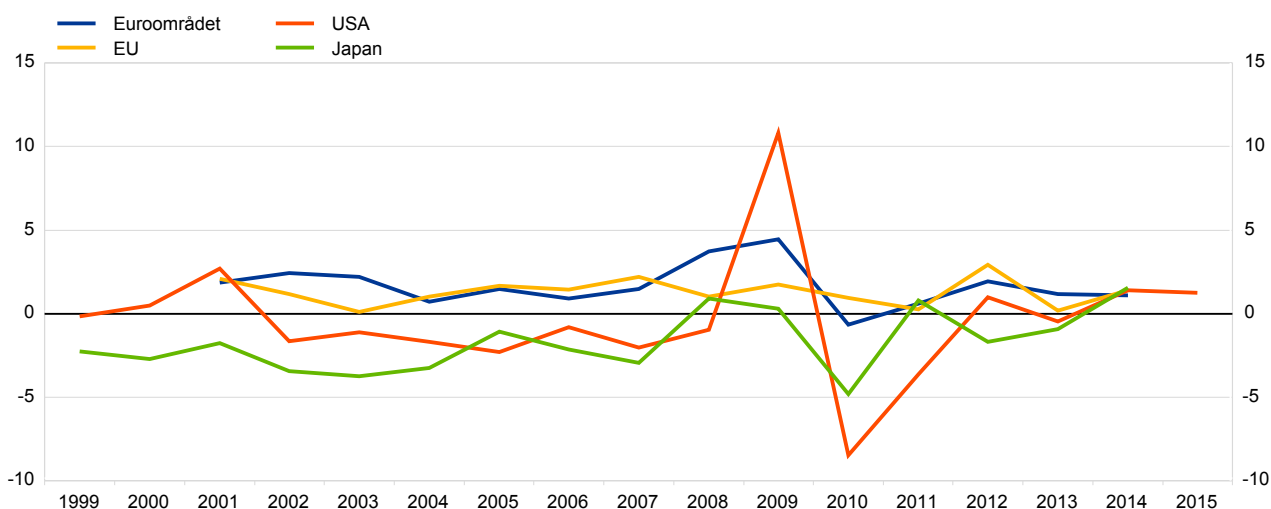
Kilder: Eurostat, BIS (for USA) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Kroatien, euroområdet, EU, Luxembourg og Malta foreligger fra 2001 og for Polen fra 2003.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 3.5 Enhedslønomkostninger

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, BIS (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

### 3. Priser og omkostninger

#### 3.6 Lønsum pr. ansat

(Ændring i pct. år/år)

	1999-2015 <sup>1)</sup> 2)	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	2,6	2,9	2,1	3,2	2,6	0,9	.
Tyskland	1,6	1,2	2,2	2,5	1,8	2,6	2,7
Estland	8,9	12,4	3,1	6,8	5,9	5,9	.
Irland	3,3	5,7	-0,6	0,0	-0,7	1,8	.
Grækenland	2,7	6,0	-2,5	-3,0	-7,0	-2,1	.
Spanien	2,4	3,5	0,7	-1,5	0,9	-0,4	.
Frankrig	2,5	2,8	2,0	2,2	1,6	1,3	.
Italien	1,9	2,6	0,7	-1,1	0,9	0,8	.
Cypern	2,7	4,6	-0,3	0,8	-3,3	-4,7	.
Letland	9,4	16,4	0,8	6,1	5,0	8,5	.
Litauen	6,5	9,6	1,6	4,2	5,4	3,9	.
Luxembourg	3,0	3,5	2,3	1,6	3,6	2,9	.
Malta	3,2	3,9	2,3	3,7	1,3	0,6	.
Holland	2,7	3,2	1,8	2,1	2,0	2,0	.
Østrig	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	1,7	.
Portugal	2,4	3,8	0,3	-3,1	3,6	-1,4	.
Slovenien	5,4	7,9	1,3	-1,0	0,6	1,1	.
Slovakiet	6,2	8,2	2,8	2,6	2,6	1,8	.
Finland	2,9	3,3	2,2	2,8	1,3	1,4	.
Euroområdet	2,2	2,6	1,7	1,5	1,6	1,4	.
Bulgarien	8,6	9,1	7,8	7,7	8,8	5,6	.
Tjekkiet	4,6	6,5	1,4	1,7	-0,3	1,5	.
Danmark	3,0	3,7	2,0	1,7	1,2	1,8	.
Kroatien	3,0	5,3	0,0	0,2	-0,7	-5,3	.
Ungarn	6,3	9,6	1,0	2,1	1,8	0,9	.
Polen	3,9	3,5	4,2	3,6	1,7	1,6	.
Rumænien	18,6	30,2	1,6	9,4	3,0	2,3	.
Sverige	3,5	4,1	2,5	3,1	2,0	2,2	.
Storbritannien	3,3	4,4	1,6	1,7	1,4	-0,1	.
EU	2,1	2,5	1,6	2,8	0,7	1,8	.
USA	3,0	3,6	2,1	2,2	1,5	2,8	.
Japan	-0,9	-1,0	-0,5	0,0	-0,2	0,9	.

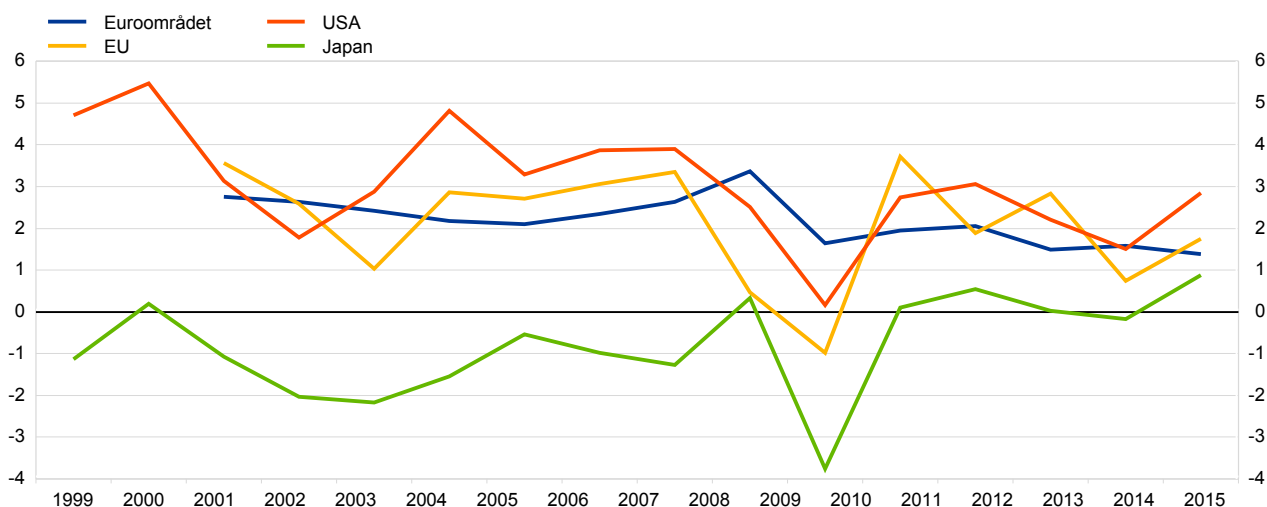
Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

1) Observationer for Kroatien, euroområdet, EU, Luxembourg og Malta foreligger fra 2001 og for Polen fra 2003.

2) Hvor der ikke foreligger observationer for 2015, vedrører det angivne gennemsnit perioden 1999-2014 og 2009-2014.

Figur 3.6 Lønsum pr. ansat

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat, OECD (for USA og Japan) og ECB's beregninger.

## 3. Priser og omkostninger

### 3.7 Boligpriser

(Ændring i pct. år/år)

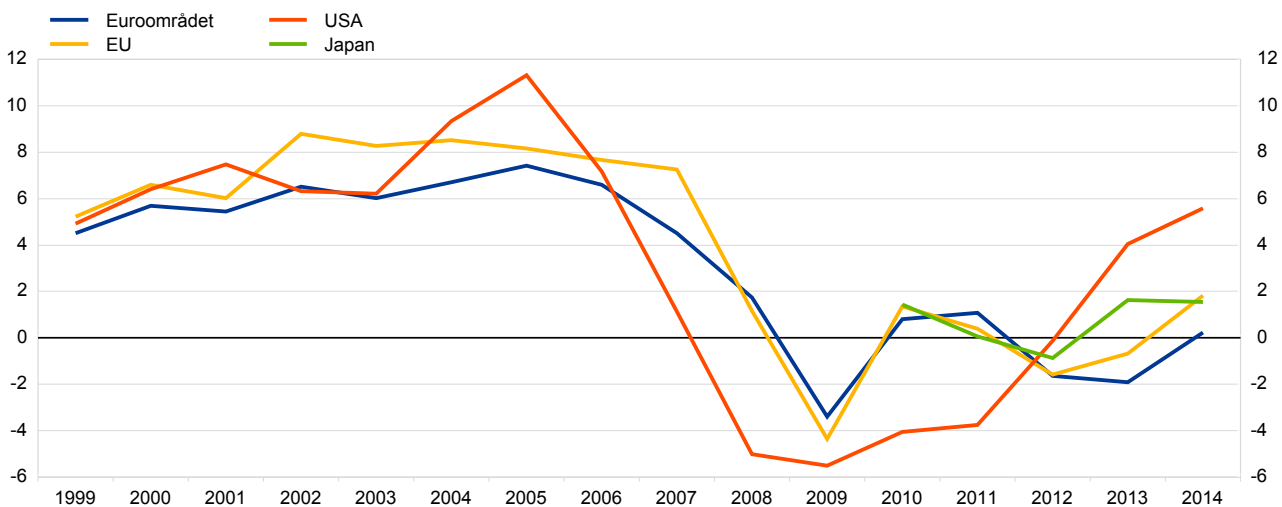
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	5,6	7,8	2,1	3,1	2,5	1,7	0,6
Tyskland	1,7	1,4	2,0	2,6	3,0	3,2	3,1
Estland	6,2	18,1	-1,1	9,9	8,0	10,7	11,0
Irland	3,5	10,8	-7,5	-13,9	-11,4	2,1	13,0
Grækenland	2,3	8,6	-7,4	-5,5	-11,7	-10,8	-7,5
Spanien	3,7	10,5	-6,8	-7,4	-13,7	-10,6	0,3
Frankrig	5,7	9,3	-0,2	5,9	-0,5	-2,1	-1,8
Italien	2,5	5,6	-2,4	0,8	-2,8	-5,7	-4,4
Cypern	0,4	19,5	-5,2	-4,1	-5,3	-6,8	-9,0
Letland	-0,1	17,4	-5,4	10,4	3,0	6,8	6,0
Litauen	8,8	20,6	-6,8	1,3	-3,3	3,6	7,6
Luxembourg	3,5	3,3	3,6	3,7	4,2	5,0	4,4
Malta	4,7	6,9	1,1	1,3	0,4	2,1	7,0
Holland	3,2	7,4	-3,4	-2,4	-6,5	-6,5	0,9
Østrig	2,8	1,0	5,8	4,2	12,4	4,7	3,4
Portugal	-1,7	-	-1,7	-4,9	-7,1	-1,9	4,3
Slovenien	1,6	14,4	-4,3	2,7	-6,9	-5,2	-6,6
Slovakiet	3,0	9,9	-3,6	-3,1	-1,1	-0,9	-0,8
Finland	4,3	5,5	2,2	2,7	1,6	1,6	-0,6
<b>Euroområdet</b>	<b>3,1</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,2</b>
Bulgarien	-3,8	-	-3,8	-5,5	-1,9	-2,2	1,4
Tjekkiet	-0,8	-	-0,8	0,0	-1,4	0,0	2,6
Danmark	3,8	10,0	-1,1	-1,7	-2,7	3,9	3,7
Kroatien	-3,1	-	-3,1	0,2	-1,6	-4,0	-1,6
Ungarn	-1,6	2,3	-2,2	-3,4	-3,8	-2,6	4,3
Polen	-1,6	1,9	-2,2	-1,3	-4,4	-5,5	1,8
Rumænien	-6,3	-	-6,3	-14,2	-6,5	-0,2	-2,3
Sverige	7,2	8,5	4,9	2,5	1,2	5,5	9,4
Storbritannien	6,9	9,8	2,1	-1,0	1,7	3,5	10,0
<b>EU</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,8</b>
USA	3,1	5,4	-0,7	-3,8	-0,1	4,0	5,6
Japan	0,8	-	0,8	0,1	-0,9	1,6	1,6

Kilder: Nationale kilder og ECB.

1) Observationer for Litauen foreligger fra 2000; for Slovakiet fra 2003; for Tyskland og Danmark fra 2004; for Estland fra 2005; for Slovenien fra 2006; for Cypern, Letland og Polen fra 2007; for Ungarn og Luxembourg fra 2008; for Kroatien, Tjekkiet, Japan og Portugal fra 2009 og for Bulgarien og Rumænien fra 2010.

Figur 3.7 Boligpriser

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Nationale kilder, Eurostat og ECB.

## 4. Valutakurser og betalingsbalance

### 4.1 Effektive valutakurser

(Periodegennemsnit; indeks: 1. kv. 1999 = 100)

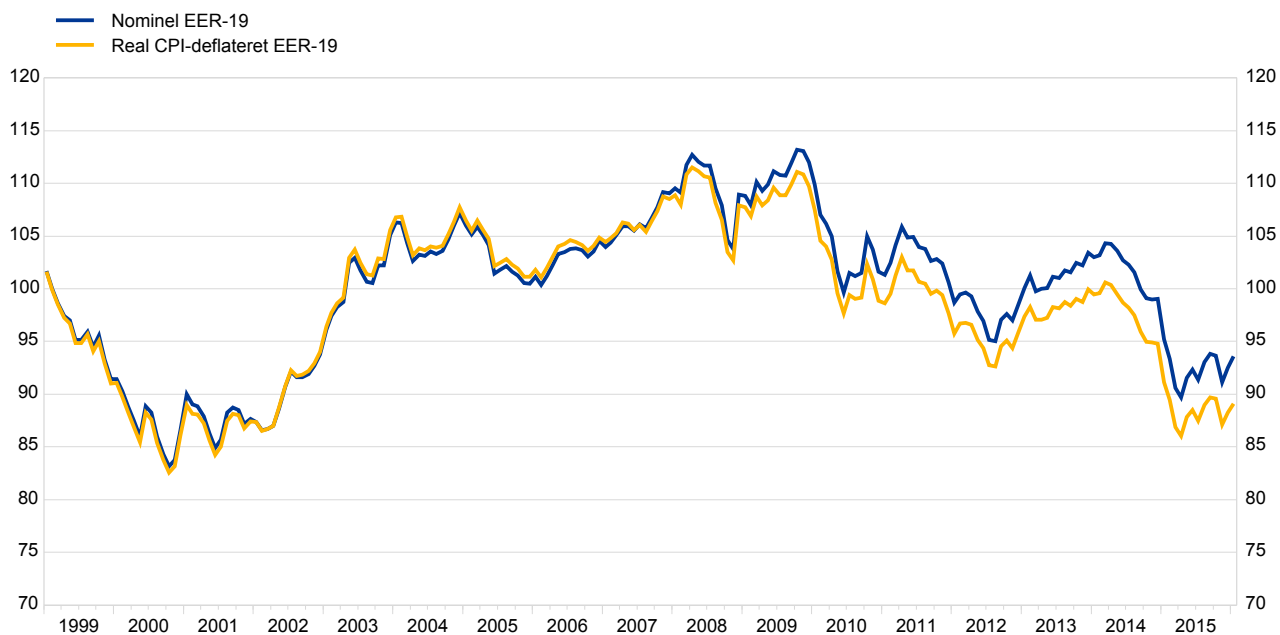
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
<b>EER-19</b>							
Nominel	99,9	98,8	101,5	97,6	101,2	101,8	92,4
Realt CPI	98,7	98,8	98,6	95,0	98,2	97,9	88,4
Realt PPI	97,7	98,4	96,7	93,3	96,7	96,7	89,2
Real BNP-deflator	95,6	96,7	93,9	88,0	91,1	91,3	
Realt ULCM <sup>1)</sup>	102,3	99,4	107,0	99,8	102,0	102,2	
Realt ULCT	99,0	97,3	101,8	95,6	98,8	100,4	
<b>EER-38</b>							
Nominel	107,1	103,7	112,0	107,0	111,9	114,7	106,5
Realt CPI	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9

Kilde: ECB.

1) ULCM-deflaterede serier forefindes kun for handelspartnergruppen EER-18.

Figur 4.1 Effektive valutakurser

(Månedsgennemsnit; indeks: 1. kv. 1999 = 100)



Kilde: ECB.

## 4. Valutakurser og betalingsbalance

### 4.2 Bilaterale valutakurser

(Enheder af national valuta pr. euro; periodegennemsnit)

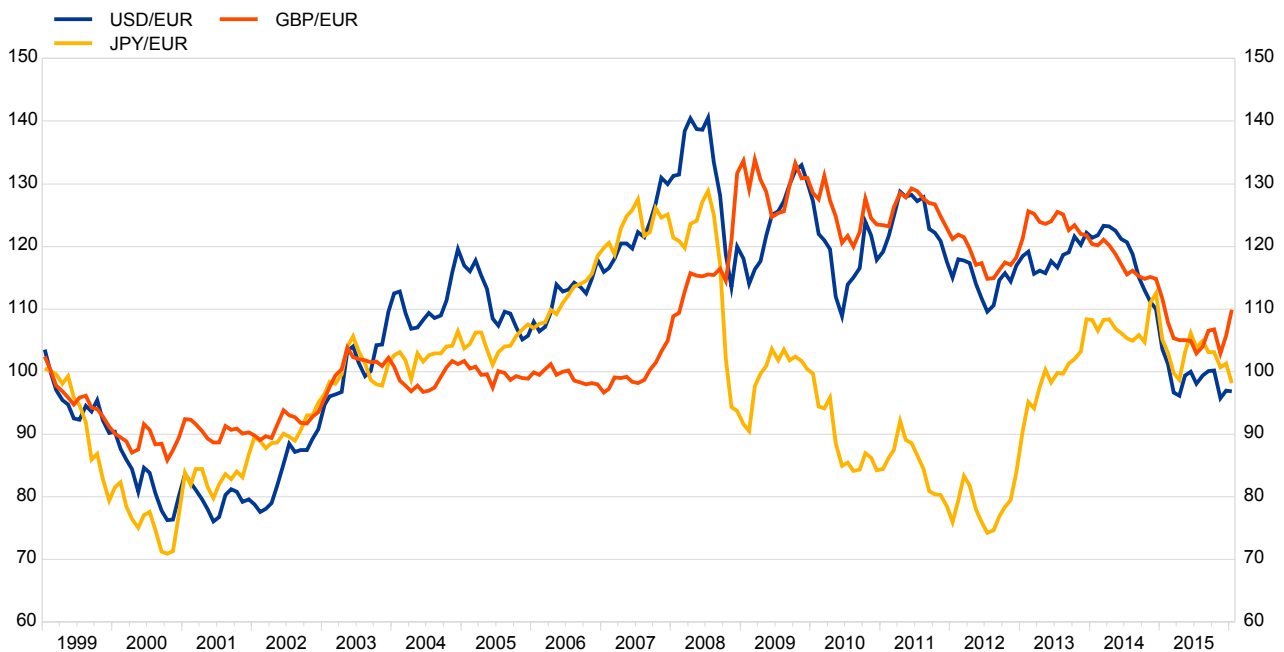
	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Kinesiske renminbi	8,978	9,468	8,418	8,105	8,165	8,186	6,973
Kroatiske kuna	7,444	7,406	7,488	7,522	7,579	7,634	7,614
Tjekkiske koruna	29,069	31,193	26,036	25,149	25,980	27,536	27,279
Danske kroner	7,448	7,446	7,451	7,444	7,458	7,455	7,459
Ungarske forint	268,989	253,282	291,429	289,249	296,873	308,706	309,996
Japanske yen	127,872	130,952	123,473	102,492	129,663	140,306	134,314
Polske zloty	4,065	3,991	4,170	4,185	4,197	4,184	4,184
Britiske pund	0,738	0,674	0,830	0,811	0,849	0,806	0,726
Rumænske leu	3,634	3,132	4,351	4,459	4,419	4,444	4,445
Svenske kroner	9,195	9,132	9,285	8,704	8,652	9,099	9,353
Schweizerfranc	1,435	1,555	1,263	1,205	1,231	1,215	1,068
Amerikanske dollar	1,218	1,155	1,309	1,285	1,328	1,329	1,110

Kilde: ECB.

1) Observationer for kinesiske renminbi og kroatiske kuna foreligger fra 2001.

Figur 4.2 Bilaterale valutakurser

(Månedsgennemsnit; Indeks: 1. kvrt. 1999=100)



Kilde: ECB.



## 4. Valutakurser og betalingsbalance

### 4.3 Reale effektive valutakurser<sup>1)</sup>

(Deflateret med forbrugerprisindeks; periodegennemsnit; indeks: 1. kvrt. 1999 = 100)

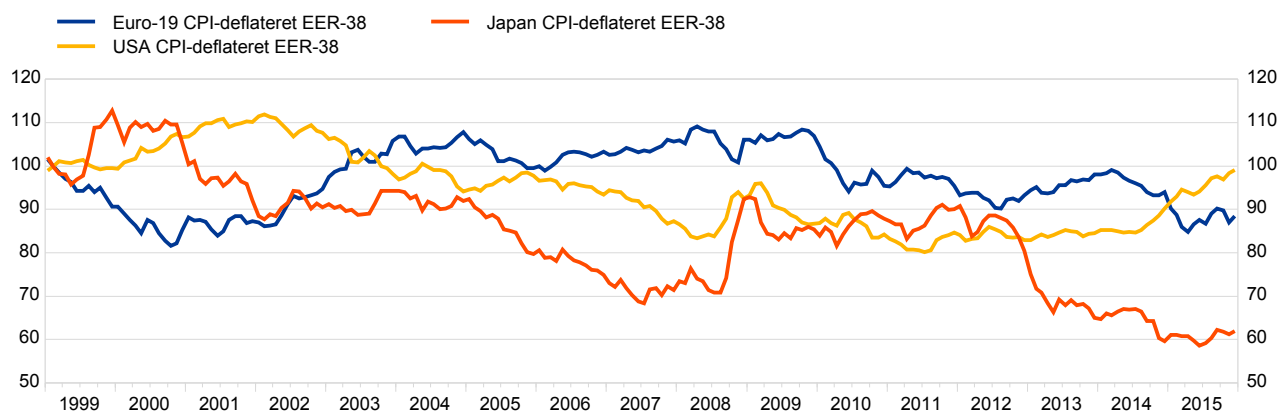
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	99,7	99,2	100,5	98,9	100,5	100,7	96,6
Tyskland	93,5	95,3	95,3	88,3	90,3	91,0	86,3
Estland	113,5	106,5	123,4	121,1	124,5	126,4	125,1
Irland	108,7	108,9	108,4	105,1	106,8	106,0	97,9
Grækenland	101,4	99,7	103,9	103,7	102,5	100,8	95,7
Spanien	106,3	104,8	108,4	107,0	108,7	108,1	102,8
Frankrig	96,6	97,6	95,2	93,3	94,4	94,7	90,5
Italien	100,1	100,2	99,8	98,3	99,8	99,9	95,1
Cypern	104,8	104,0	106,0	105,8	106,3	105,6	100,0
Letland	109,0	104,7	115,0	113,9	112,5	113,9	113,2
Litauen	121,5	115,7	129,7	127,6	128,7	130,1	127,5
Luxembourg	106,1	104,4	108,5	107,6	109,0	109,2	104,7
Malta	105,9	105,1	107,1	104,9	106,7	106,7	101,4
Holland	101,7	102,5	100,4	97,6	100,7	100,7	95,3
Østrig	96,5	97,0	95,6	93,8	95,7	97,0	94,5
Portugal	102,9	103,1	102,5	102,2	102,2	101,6	99,2
Slovenien	100,1	99,4	101,1	99,6	101,1	101,4	97,7
Slovakiet	161,1	139,4	192,1	190,7	193,2	193,4	187,2
Finland	96,3	96,9	95,3	92,6	94,8	96,6	93,3
Euroområdet	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9
Bulgarien	132,4	120,8	148,8	148,5	148,7	146,8	140,7
Tjekkiet	132,3	122,4	146,5	149,1	146,2	138,1	134,5
Danmark	99,1	99,4	98,5	96,5	97,1	97,7	93,8
Kroatien	104,9	103,7	106,6	103,9	105,5	105,0	100,6
Ungarn	129,2	125,3	134,8	135,7	134,4	129,1	123,5
Polen	117,7	117,4	118,1	117,1	117,6	118,1	113,3
Rumænien	132,8	127,4	140,5	135,9	141,4	142,8	137,7
Sverige	93,7	95,2	91,5	94,5	96,1	91,6	85,8
Storbritannien	90,9	97,9	81,0	80,6	79,4	84,9	88,8
EU	-	-	-	-	-	-	-
USA	94,3	99,3	87,0	84,0	84,2	86,1	95,5
Japan	84,4	89,4	77,3	86,4	68,9	64,9	60,7

Kilde: ECB.

1) For euroområdet som helhed vises den reale effektive eurokurs over for 38 handelspartnere. For de enkelte eurolande viser tabellen de harmoniserede indikatorer for konkurrenceevnen beregnet i forhold til disse handelspartnere plus de andre eurolande. For landene uden for euroområdet vises den reale effektive eurokurs over for 38 handelspartnere. En positiv ændring indikerer en nedgang i priskonkurrenceevnen.

Figur 4.3 Reale effektive valutakurser

(Deflateret med forbrugerprisindeks; månedsgennemsnit; indeks: 1. kvrt. 1999=100)



Kilde: ECB.

## 4. Valutakurser og betalingsbalance

### 4.4 Betalingsbalancen: løbende poster, netto

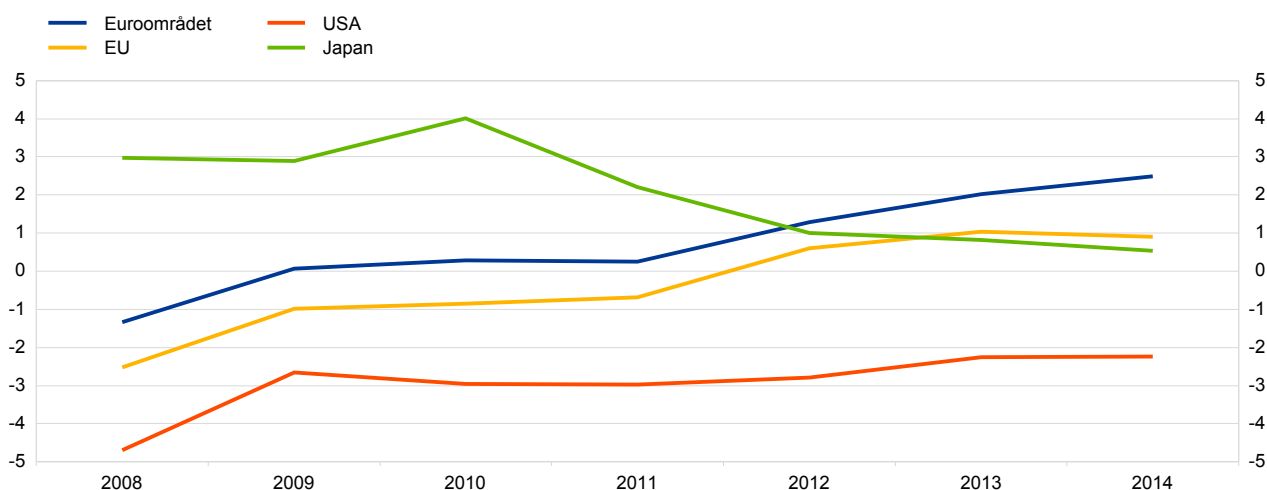
(I pct. af BNP; periodegennemsnit; ikke korrigeret for sæsonudsving og antal arbejdsdage)

	2008-2014	2008-2011	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2
Tyskland	6,3	5,7	7,1	6,2	7,0	6,7	7,8
Estland	-0,6	-0,7	-0,5	1,4	-2,6	-0,1	1,2
Irland	-0,3	-1,8	1,8	0,9	-1,6	3,2	3,8
Grækenland	-7,3	-11,2	-2,2	-10,0	-2,4	-2,0	-2,0
Spanien	-2,6	-5,1	0,8	-3,2	-0,2	1,5	1,0
Frankrig	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0
Italien	-1,3	-2,8	0,8	-3,1	-0,4	0,9	2,0
Cypern	-7,5	-9,4	-5,0	-4,0	-5,9	-4,6	-4,6
Letland	-2,1	-1,6	-2,9	-3,0	-3,7	-2,7	-2,3
Litauen	-1,6	-4,0	1,5	-4,1	-1,3	1,7	4,0
Luxembourg	6,7	6,9	6,3	6,4	6,6	6,3	6,2
Malta	-0,7	-3,6	3,1	-2,4	1,4	3,8	4,2
Holland	8,5	6,6	11,1	9,1	11,0	11,3	11,0
Østrig	2,5	2,9	1,9	1,7	1,5	2,1	2,1
Portugal	-5,5	-9,6	0,0	-6,0	-2,0	1,4	0,6
Slovenien	1,4	-1,4	5,2	0,2	2,6	5,8	7,2
Slovakiet	-2,4	-4,9	0,9	-5,0	1,0	1,6	0,1
Finland	-0,2	0,9	-1,6	-1,8	-2,0	-1,8	-1,0
Euroområdet	0,7	-0,2	1,9	0,2	1,3	2,0	2,5
Bulgarien	-3,7	-7,2	1,0	1,0	-0,3	2,0	1,3
Tjekkiet	-1,6	-2,5	-0,5	-2,2	-1,6	-0,5	0,6
Danmark	5,5	4,3	7,2	5,8	5,9	7,5	8,2
Kroatien	-2,0	-3,9	0,4	-0,8	-0,2	0,9	0,6
Ungarn	0,2	-1,7	2,7	0,8	1,8	4,0	2,2
Polen	-4,0	-5,3	-2,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1
Rumænien	-4,6	-6,4	-2,1	-4,8	-4,7	-1,2	-0,5
Sverige	6,9	6,7	7,1	7,4	7,4	7,6	6,3
Storbritannien	-3,6	-2,8	-4,8	-1,7	-3,6	-4,8	-5,9
EU	-0,4	-1,3	0,8	-0,7	0,6	1,0	0,9
USA	-2,9	-3,3	-2,4	-3,0	-2,8	-2,3	-2,2
Japan	2,1	3,0	0,8	2,2	1,0	0,8	0,5

Kilder: ECB, BIS og Eurostat.

Figur 4.4 Betalingsbalancen: løbende poster, netto

(I pct. af BNP; ikke korrigeret for antal arbejdsdage og ikke sæsonkorrigeret)



Kilder: ECB, BIS og Eurostat.

## 4. Valutakurser og betalingsbalance

### 4.5 Kapitalbalance over for resten af verden, netto

(I pct. af BNP; gennemsnit ultimo perioden)

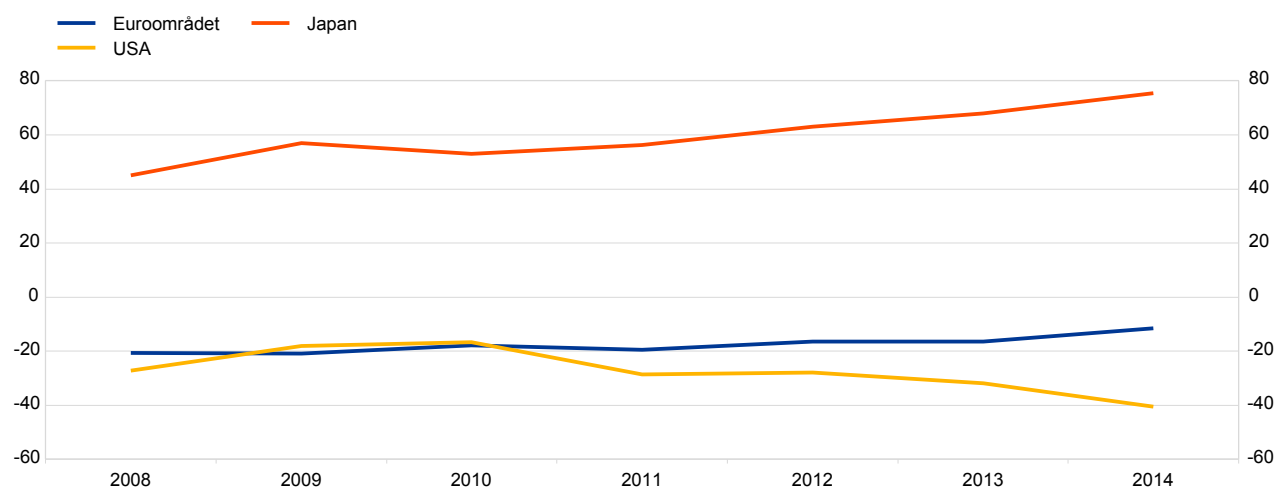
	2008-2014 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	58,0	58,5	57,2	62,1	53,9	54,7	63,0
Tyskland	29,0	23,0	36,9	23,6	29,5	36,4	44,9
Estland	-62,6	-70,4	-52,2	-57,6	-55,1	-52,7	-48,9
Irland	-104,2	-89,8	-123,5	-107,0	-133,1	-128,8	-108,6
Grækenland	-98,7	-84,8	-117,3	-85,9	-111,1	-120,9	-119,8
Spanien	-90,9	-88,5	-94,3	-92,0	-90,1	-96,8	-95,9
Frankrig	-13,5	-10,8	-17,1	-7,6	-13,2	-18,0	-20,3
Italien	-25,8	-23,3	-29,1	-22,2	-27,6	-30,3	-29,4
Cypern	-120,2	-106,2	-138,7	-134,6	-133,4	-140,3	-142,5
Letland	-78,8	-82,6	-73,8	-79,7	-75,6	-74,9	-70,8
Litauen	-54,4	-55,1	-53,4	-55,3	-57,7	-51,4	-51,2
Luxembourg	16,5	-0,7	39,5	30,8	38,7	39,0	40,7
Malta	16,5	8,6	27,1	8,9	22,1	21,7	37,4
Holland	21,4	5,7	42,2	19,8	31,4	32,8	62,4
Østrig	-3,1	-5,5	0,2	-2,0	-3,2	1,4	2,3
Portugal	-107,6	-101,4	-115,9	-100,5	-113,5	-118,2	-115,9
Slovenien	-45,4	-43,8	-47,6	-45,7	-50,6	-47,2	-44,9
Slovakiet	-64,5	-62,7	-67,0	-65,7	-63,9	-65,8	-71,3
Finland	6,5	7,7	5,0	15,5	12,4	5,8	-3,3
Euroområdet	-17,7	-19,8	-14,9	-19,5	-16,5	-16,6	-11,6
Bulgarien	-84,9	-91,2	-80,8	-89,2	-85,1	-79,2	-78,0
Tjekkiet	-41,3	-42,3	-40,1	-44,3	-46,9	-39,3	-34,2
Danmark	23,3	9,3	42,1	28,2	37,6	39,6	49,0
Kroatien	-87,1	-85,8	-88,7	-90,7	-90,0	-88,7	-87,5
Ungarn	-95,4	-104,5	-83,4	-95,2	-93,9	-84,4	-71,9
Polen	-62,2	-57,2	-68,8	-57,7	-67,7	-70,4	-68,2
Rumænien	-62,4	-59,4	-66,4	-66,7	-70,1	-66,9	-62,2
Sverige	-6,9	-2,2	-13,1	-11,1	-16,2	-16,8	-6,3
Storbritannien	-13,2	-6,5	-22,1	-7,9	-22,8	-15,3	-28,2
EU	-	-	-	-	-	-	-
USA	-27,3	-22,7	-33,5	-28,7	-28,0	-32,0	-40,5
Japan	59,7	52,8	68,8	56,4	63,0	68,0	75,3

Kilder: ECB og BIS.

1) Observationer for Bulgarien foreligger fra 2010.

Figur 4.5 Nettokapitalbalancen over for udlandet

(I pct. af BNP)



Kilder: ECB og BIS.

## 5. Udviklingen i de offentlige finanser

### 5.1 Offentlig saldo

(I pct. af BNP)

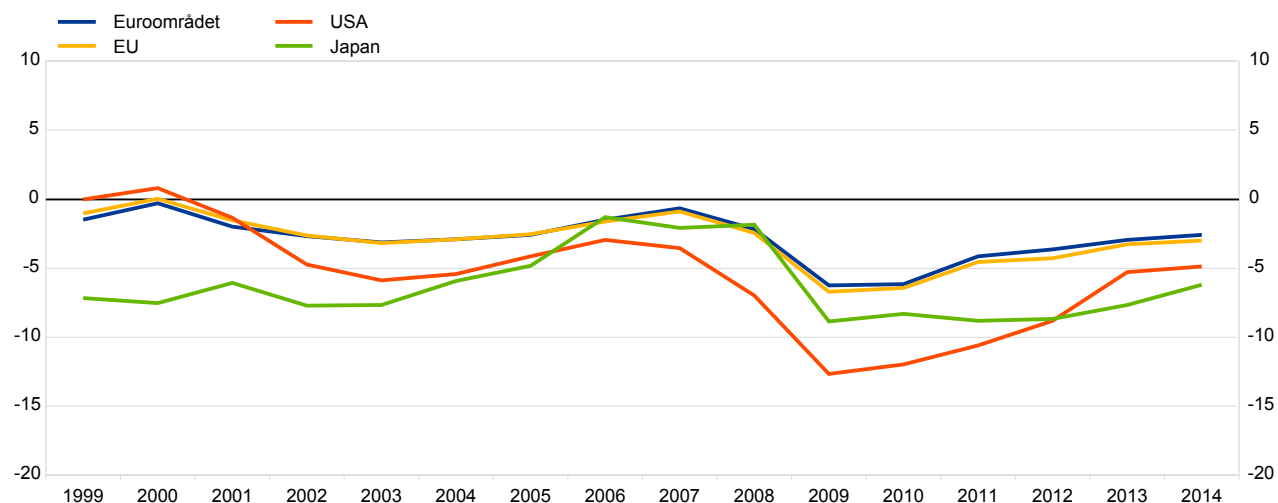
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	-1,8	-0,6	-3,9	-4,1	-4,1	-2,9	-3,1
Tyskland	-1,8	-2,1	-1,4	-1,0	-0,1	-0,1	0,3
Estland	0,3	0,6	-0,1	1,2	-0,3	-0,1	0,7
Irland	-7,0	-0,2	-12,7	-12,5	-8,0	-5,7	-3,9
Grækenland	-9,4	-7,6	-10,2	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
Spanien	-3,5	-0,3	-8,8	-9,5	-10,4	-6,9	-5,9
Frankrig	-3,6	-2,6	-5,3	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9
Italien	-3,2	-2,9	-3,7	-3,5	-3,0	-2,9	-3,0
Cypern	-3,5	-2,1	-5,9	-5,7	-5,8	-4,9	-8,9
Lettland	-2,7	-1,9	-4,0	-3,4	-0,8	-0,9	-1,6
Litauen	-3,1	-1,9	-5,2	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7
Luxembourg	0,9	1,6	0,3	0,5	0,2	0,7	1,4
Malta	-3,0	-3,2	-2,9	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1
Holland	-1,7	-0,5	-3,9	-4,3	-3,9	-2,4	-2,4
Østrig	-2,5	-2,1	-3,1	-2,6	-2,2	-1,3	-2,7
Portugal	-5,5	-4,2	-7,7	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2
Slovenien	-4,0	-2,2	-7,0	-6,6	-4,1	-15,0	-5,0
Slovakiet	-4,9	-4,9	-4,8	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8
Finland	1,5	3,8	-2,4	-1,0	-2,1	-2,5	-3,3
Euroområdet	-2,8	-1,9	-4,3	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6
Bulgarien	-0,6	0,6	-2,7	-2,0	-0,6	-0,8	-5,8
Tjekkiet	-3,5	-3,6	-3,3	-2,7	-4,0	-1,3	-1,9
Danmark	0,8	2,4	-1,8	-2,1	-3,6	-1,3	1,5
Kroatien	-4,7	-3,6	-6,0	-7,8	-5,3	-5,4	-5,6
Ungarn	-5,1	-6,0	-3,7	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5
Polen	-4,4	-3,9	-5,1	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3
Rumænien	-3,6	-2,9	-4,7	-5,4	-3,2	-2,2	-1,4
Sverige	0,5	1,2	-0,8	-0,1	-0,9	-1,4	-1,7
Storbritannien	-4,3	-2,1	-8,0	-7,7	-8,3	-5,7	-5,7
EU	-2,9	-1,9	-4,7	-4,5	-4,3	-3,3	-3,0
USA	-5,5	-3,4	-9,0	-10,6	-8,8	-5,3	-4,9
Japan	-6,3	-5,2	-8,1	-8,8	-8,7	-7,7	-6,2

Kilder: ESCB og OECD.

1) Observationer for Grækenland foreligger fra 2006, for Kroatien fra 2002, for Luxembourg fra 2000.

Figur 5.1 Offentlig saldo

(I pct. af BNP)



Kilder: ESCB og OECD.

## 5. Udviklingen i de offentlige finanser

### 5.2 Primær offentlig saldo<sup>1)</sup> (I pct. af BNP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	2,8	4,7	-0,4	-0,5	-0,6	0,4	0,0
Tyskland	0,8	0,8	0,9	1,5	2,2	1,9	2,1
Estland	0,5	0,8	0,1	1,3	-0,1	0,0	0,8
Irland	-2,2	2,1	-9,3	-9,1	-4,0	-1,4	0,1
Grækenland	-4,4	-3,0	-5,0	-3,0	-3,7	-8,4	0,4
Spanien	-1,1	2,0	-6,2	-7,0	-7,5	-3,5	-2,5
Frankrig	-1,0	0,1	-2,9	-2,5	-2,2	-1,8	-1,8
Italien	1,9	2,4	1,0	1,2	2,2	1,9	1,6
Cypern	-0,7	0,9	-3,4	-3,5	-2,9	-1,8	-6,0
Letland	-1,7	-1,3	-2,4	-1,6	0,8	0,6	-0,1
Litauen	-1,8	-0,8	-3,5	-7,1	-1,2	-0,9	0,9
Luxembourg	1,9	2,8	0,7	1,0	0,6	1,1	1,8
Malta	-0,7	-1,2	0,2	0,6	-0,6	0,3	0,8
Holland	0,5	2,1	-2,2	-2,5	-2,2	-0,9	-0,9
Østrig	0,6	1,2	-0,3	0,2	0,5	1,3	-0,2
Portugal	-2,2	-1,4	-3,5	-3,1	-0,8	0,0	-2,3
Slovenien	-2,1	-0,4	-4,9	-4,7	-2,1	-12,4	-1,9
Slovakiet	-2,7	-2,4	-3,2	-2,6	-2,4	-0,8	-0,9
Finland	3,2	5,8	-1,0	0,4	-0,7	-1,3	-2,1
Euroområdet	0,3	1,3	-1,5	-1,2	-0,6	-0,2	0,1
Bulgarien	1,1	2,9	-2,0	-1,3	0,2	0,0	-4,9
Tjekkiet	-2,4	-2,6	-2,0	-1,4	-2,5	0,1	-0,6
Danmark	3,2	5,0	0,0	-0,1	-1,8	0,5	3,1
Kroatien	-2,3	-1,7	-2,9	-4,7	-2,0	-1,9	-2,1
Ungarn	-0,7	-1,5	0,7	-1,3	2,3	2,0	1,5
Polen	-1,8	-1,2	-2,7	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4
Rumænien	-1,6	-0,8	-3,1	-3,8	-1,4	-0,4	0,3
Sverige	2,3	3,5	0,2	1,0	0,0	-0,6	-1,0
Storbritannien	-1,9	0,1	-5,2	-4,5	-5,4	-2,8	-3,0
EU	0,0	1,1	-2,0	-1,6	-1,4	-0,6	-0,5
USA	-1,9	0,1	-5,3	-6,7	-5,0	-1,7	-1,4
Japan	-4,1	-2,9	-6,0	-6,7	-6,6	-5,6	-4,1

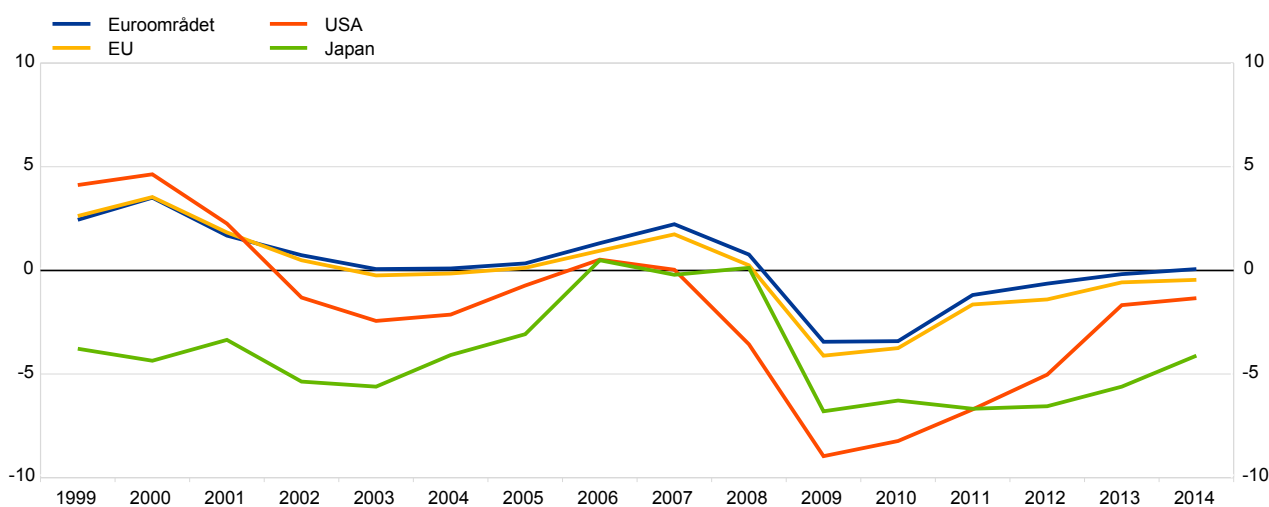
Kilder: ESCB og OECD.

1) Offentlig saldo ekskl. renteudgifterne.

2) Observationer for Grækenland foreligger fra 2006, for Luxembourg fra 2000 og for Kroatien fra 2002.

Figur 5.2 Primær offentlig saldo

(I pct. af BNP)



Kilder: ESCB og OECD.

## 5. Udviklingen i de offentlige finanser

### 5.3 Offentlige udgifter

(I pct. af BNP)

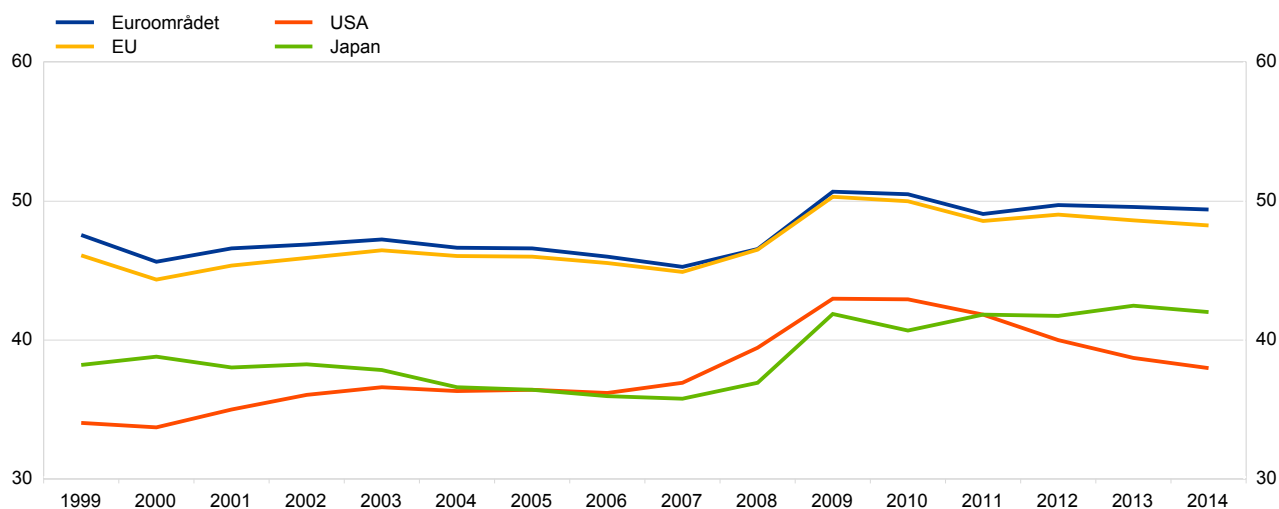
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	51,5	49,6	54,7	54,4	55,8	55,6	55,1
Tyskland	45,7	45,8	45,5	44,7	44,4	44,5	44,3
Estland	37,4	35,9	39,9	37,4	39,1	38,3	38,0
Irland	38,7	34,1	46,3	45,5	41,8	39,7	38,2
Grækenland	52,2	47,7	54,4	54,2	55,2	60,8	49,9
Spanien	41,5	39,0	45,8	45,6	48,0	45,1	44,5
Frankrig	53,9	52,3	56,8	55,9	56,8	57,0	57,5
Italien	48,3	47,0	50,5	49,1	50,8	51,0	51,2
Cypern	39,7	37,5	43,3	42,5	41,9	41,4	49,3
Letland	37,3	35,8	39,7	39,0	37,0	36,9	37,3
Litauen	37,4	36,2	39,4	42,5	36,1	35,6	34,8
Luxembourg	41,3	39,7	43,7	43,3	44,6	43,3	42,4
Malta	42,1	42,1	42,2	40,9	42,5	42,6	44,0
Holland	44,7	43,2	47,2	47,0	47,1	46,4	46,2
Østrig	51,3	50,8	52,1	50,8	51,1	50,9	52,7
Portugal	46,8	44,6	50,4	50,0	48,5	49,9	51,7
Slovenien	47,3	45,1	51,0	50,0	48,6	60,3	49,8
Slovakiet	41,7	41,8	41,5	40,5	40,1	41,0	41,6
Finland	51,4	48,6	56,0	54,4	56,1	57,6	58,3
Euroområdet	47,7	46,5	49,8	49,1	49,7	49,6	49,4
Bulgarien	37,9	38,2	37,4	34,1	34,7	37,6	42,1
Tjekkiet	42,5	42,2	43,2	42,9	44,5	42,6	42,6
Danmark	54,0	52,1	57,2	56,8	58,8	57,1	56,9
Kroatien	46,7	45,9	47,7	48,8	47,1	47,8	48,2
Ungarn	49,4	49,2	49,7	49,7	48,6	49,5	49,9
Polen	43,9	44,2	43,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Rumænien	36,7	36,1	37,6	39,1	36,5	35,2	34,9
Sverige	52,5	52,9	51,8	50,5	51,7	52,4	51,8
Storbritannien	43,4	41,3	46,8	46,9	46,8	44,9	43,9
EU	47,0	45,7	49,1	48,6	49,0	48,6	48,2
USA	37,8	36,1	40,7	41,8	40,0	38,7	38,0
Japan	39,0	37,3	41,8	41,8	41,8	42,5	42,0

Kilder: ESCB og OECD.

1) Observationer for Grækenland foreligger fra 2006, for Luxembourg fra 2000 og for Kroatien fra 2002.

Figur 5.3 Offentlige udgifter

(I pct. af BNP)



Kilder: ESCB og OECD.

## 5. Udviklingen i de offentlige finanser

### 5.4 Offentlig gæld<sup>1)</sup> (I pct. af BNP)

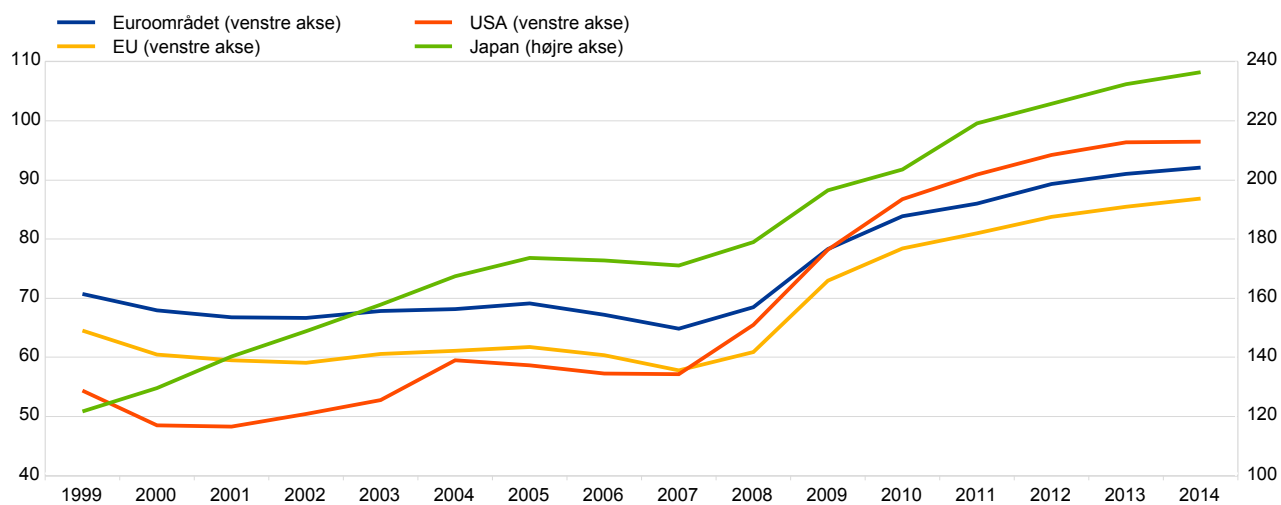
	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	100,9	99,8	102,8	102,2	104,1	105,1	106,7
Tyskland	68,1	62,5	77,3	78,4	79,7	77,4	74,9
Estland	6,2	5,0	8,2	5,9	9,5	9,9	10,4
Irland	58,0	32,2	100,9	109,3	120,2	120,0	107,5
Grækenland	146,5	106,2	160,0	172,0	159,4	177,0	178,6
Spanien	58,4	47,3	76,8	69,5	85,4	93,7	99,3
Frankrig	72,2	63,1	87,2	85,2	89,6	92,3	95,6
Italien	109,8	102,8	121,4	116,4	123,2	128,8	132,3
Cypern	65,2	57,8	77,7	65,8	79,3	102,5	108,2
Letland	23,5	12,8	41,4	42,8	41,4	39,1	40,8
Litauen	26,1	19,6	36,9	37,2	39,8	38,8	40,7
Luxembourg	12,6	7,4	20,4	19,2	22,1	23,4	23,0
Malta	66,5	65,3	68,5	69,8	67,6	69,6	68,3
Holland	54,7	49,6	63,3	61,7	66,4	67,9	68,2
Østrig	72,2	66,4	81,8	82,2	81,6	80,8	84,2
Portugal	80,3	60,8	112,8	111,4	126,2	129,0	130,2
Slovenien	36,1	25,3	54,1	46,4	53,7	70,8	80,8
Slovakiet	42,1	39,3	46,7	43,3	51,9	54,6	53,5
Finland	44,0	39,8	50,9	48,5	52,9	55,6	59,3
<b>Euroområdet</b>	<b>74,9</b>	<b>67,8</b>	<b>86,8</b>	<b>86,0</b>	<b>89,3</b>	<b>91,1</b>	<b>92,1</b>
Bulgarien	30,0	38,1	17,9	15,3	17,6	18,0	27,0
Tjekkiet	30,9	25,0	40,8	39,9	44,7	45,2	42,7
Danmark	43,3	42,7	44,2	46,4	45,6	45,0	45,1
Kroatien	51,7	38,4	67,3	63,7	69,2	80,8	85,1
Ungarn	66,9	60,0	78,4	80,8	78,3	76,8	76,2
Polen	46,8	43,1	53,0	54,4	54,0	55,9	50,4
Rumænien	24,4	18,8	33,8	34,2	37,4	38,0	39,9
Sverige	44,6	47,7	39,5	36,9	37,2	39,8	44,9
Storbritannien	55,8	40,9	80,6	81,8	85,3	86,2	88,2
<b>EU</b>	<b>68,4</b>	<b>60,6</b>	<b>81,4</b>	<b>81,0</b>	<b>83,8</b>	<b>85,5</b>	<b>86,8</b>
USA	68,5	55,3	90,5	90,9	94,3	96,4	96,5
Japan	179,8	156,2	219,0	219,1	225,8	232,5	236,4

Kilder: ESCB og OECD.

1) Bruttogæld (omfatter sedler og mønter, indskud, gældsbeviser og lån). Observationerne er konsolideret mellem de offentlige delsektorer, med undtagelse af Japan.  
2) Observationer for Grækenland foreligger fra 2007, for Luxembourg og Bulgarien fra 2000 og for Kroatien fra 2002.

Figur 5.4 Offentlig gæld

(I pct. af BNP)



Kilder: ESCB og OECD.

## Forkortelser for lande

### EU-lande

BE	Belgien
BG	Bulgarien
CZ	Tjekkiet
DK	Danmark
DE	Tyskland
EE	Estland
IE	Irland
GR	Grækenland
ES	Spanien
FR	Frankrig
HR	Kroatien
IT	Italien
CY	Cypern
LV	Letland
LT	Litauen
LU	Luxembourg
HU	Ungarn
MT	Malta
NL	Holland
AT	Østrig
PL	Polen
PT	Portugal
RO	Rumænien
SI	Slovenien
SK	Slovakiet
FI	Finland
SE	Sverige
UK	Storbritannien

### Andre lande

BR	Brasilien
CN	Kina
IN	Indien
ID	Indonesien
JP	Japan
MY	Malaysia
MX	Mexico
RU	Rusland
ZA	Sydafrika
KR	Sydkorea
TH	Thailand
TR	Tyrkiet
US	USA

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

### © Den Europæiske Centralbank, 2016

Postadresse 60640 Frankfurt am Main, Tyskland  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 12. februar 2016.

Foto Andreas Böttcher  
Thorsten Jansen

ISSN 1725-2830 (epub)  
ISSN 1725-2830 (html)  
ISSN 1725-2830 (online)

ISBN 978-92-899-2018-6 (epub)  
ISBN 978-92-899-2121-3 (html)  
ISBN 978-92-899-2030-8 (online)

DOI 10.2866/270411 (epub)  
DOI 10.2866/858311 (html)  
DOI 10.2866/467685 (online)

EU-katalognummer QB-AA-16-001-DA-E (epub)  
EU-katalognummer QB-AA-16-001-DA-Q (html)  
EU-katalognummer QB-AA-16-001-DA-N (online)