



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK  
EUROSYSTEMET

# Årsberetning 2014



**© Den Europæiske Centralbank, 2015**

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 27 februar 2015.

Foto: Andreas Böttcher  
Torsten Jansen

ISSN 1725-2830 (epub)  
ISSN 1725-2830 (online)  
ISBN 978-92-899-1819-0 (epub)  
ISBN 978-92-899-1776-6 (online)  
Digital object identifier: 10.2866/63 (epub)  
Digital object identifier: 10.2866/52383 (online)  
EU-katalognummer: QB-AA-15-001-DA-E (epub)  
EU-katalognummer: QB-AA-15-001-DA-N (online)

# Indhold

<b>Forord</b>	<b>7</b>
<b>Kapitel 1 Euroområdet økonomi, ECB's pengepolitik og den europæiske finansielle sektor i 2014</b>	<b>10</b>
<b>1 Eurorådets økonomi: lav inflation og et svagt opsving</b>	<b>10</b>
1.1 De globale makroøkonomiske forhold	10
<b>Boks 1</b> Konflikten i Ukraine og dens økonomiske konsekvenser for euroområdet	11
1.2 Den finansielle udvikling	17
1.3 Den økonomiske aktivitet	21
<b>Boks 2</b> Udsigterne for den langsigtede vækst i euroområdet	22
1.4 Udviklingen i priser og omkostninger	27
<b>Boks 3</b> Olieprisernes indvirkning på inflationen i euroområdet	27
1.5 Udviklingen i pengemængden og kreditgivningen	31
1.6 Finanspolitik og strukturreformer	34
<b>Boks 4</b> Ændringer i rammerne for finanspolitisk og makroøkonomisk styring	37
<b>2 Værktøjskasse med vokseværk: pengepolitik ved den effektive nedre grænse for ECB's officielle renter</b>	<b>41</b>
2.1 De pengepolitiske forhold krævede målrettet handling fra ECB's side	41
2.2 Den pengepolitiske juni-oktober-pakke	43
2.3 ECB's markedsoperationer og likviditetsudvikling	48
2.4 Kommunikation vedrørende Eurosystemets balance	51
<b>3 Genopretning og opbygning af tillid: den europæiske finansielle sektor</b>	<b>53</b>
3.1 Sikring af finansiell stabilitet – en central opgave for ECB	53
3.2 ECB's makroprudentielle funktion	58
<b>Boks 5</b> Omfattende vurdering	60
3.3 ECB's mikroprudentielle aktiviteter	62
3.4 EU's bestræbelser for at bryde forbindelsen mellem banker og stater	65

<b>Kapitel 2</b>	<b>Andre opgaver og aktiviteter</b>	<b>71</b>
<b>1</b>	<b>Markedsinfrastrukturer og betalinger</b>	<b>71</b>
1.1	Integration og innovation inden for detailbetalinger	71
1.2	Systemet til store betalinger i euro: Target2	72
1.3	Integreret og harmoniseret værdipapirafvikling: Target2-Securities	72
1.4	Eurosystemets forvaltning af sikkerhedsstillelse	73
1.5	Overvågning af markedets infrastrukturer og betalingsinstrumenter	73
<b>2</b>	<b>Finansielle ydelser til andre institutioner</b>	<b>75</b>
2.1	Forvaltning af låneoptagelses- og långivningstransaktioner	75
2.2	Eurosystemets forvaltning af valutareserver	75
<b>3</b>	<b>Sedler og mønter</b>	<b>77</b>
3.1	Cirkulation af sedler og mønter	77
3.2	Falske eurosedler	78
3.3	Den anden serie eurosedler	79
<b>4</b>	<b>Statistik</b>	<b>80</b>
4.1	Nye og forbedrede statistikker for euroområdet	80
4.2	Øvrig statistisk udvikling	80
4.3	Tilgængelighed af statistikker – vigtige skridt i 2014	81
<b>5</b>	<b>Økonomisk forskning</b>	<b>83</b>
5.1	ECB's forskningsklynger	83
5.2	Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk	83
5.3	Konferencer og publikationer	85
<b>6</b>	<b>Juridiske aktiviteter og forpligtelser</b>	<b>86</b>
6.1	Den lovgivningsmæssige udvikling i forhold til SSM	86
6.2	ECB's deltagelse i retssager på EU-niveau	87
6.3	ECB's udtalelser samt tilfælde af manglende overholdelse	88
6.4	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering	90
<b>7</b>	<b>Institutionelle rammer</b>	<b>92</b>
7.1	Udvidelse af euroområdet	92
7.2	Lietuvos bankas' integration i Eurosystemet	93
<b>8</b>	<b>Internationale og europæiske relationer</b>	<b>97</b>
8.1	Europæiske relationer	97
8.2	Internationale relationer	99
<b>9</b>	<b>Ekstern kommunikation</b>	<b>101</b>



<b>Årsregnskab 2014</b>	<b>104</b>
Ledelsens beretning for regnskabsåret 2014	<b>105</b>
ECB's årsregnskab	<b>121</b>
De uafhængige revisorers påtegning	<b>159</b>
Note om fordeling af overskud/dækning af tab	<b>160</b>
<b>Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2014</b>	<b>161</b>
<b>Bilag</b>	<b>163</b>
<b>1</b> Institutionelle rammer	<b>163</b>
<b>2</b> Eurosystem-/ESCB-komiteer	<b>171</b>
<b>3</b> Organisatorisk og personalemæssig udvikling	<b>173</b>

## Forkortelser for lande

<b>BE</b>	Belgien	<b>LU</b>	Luxembourg
<b>BG</b>	Bulgarien	<b>HU</b>	Ungarn
<b>CZ</b>	Tjekkiet	<b>MT</b>	Malta
<b>DK</b>	Danmark	<b>NL</b>	Holland
<b>DE</b>	Tyskland	<b>AT</b>	Østrig
<b>EE</b>	Estland	<b>PL</b>	Polen
<b>IE</b>	Irland	<b>PT</b>	Portugal
<b>GR</b>	Grækenland	<b>RO</b>	Rumænien
<b>ES</b>	Spanien	<b>SI</b>	Slovenien
<b>FR</b>	Frankrig	<b>SK</b>	Slovakiet
<b>HR</b>	Kroatien	<b>FI</b>	Finland
<b>IT</b>	Italien	<b>SE</b>	Sverige
<b>CY</b>	Cypern	<b>UK</b>	Storbritannien
<b>LV</b>	Letland	<b>JP</b>	Japan
<b>LT</b>	Litauen	<b>US</b>	USA

I overensstemmelse med EU's praksis anføres EU-landenes navne i denne oversigt i alfabetisk rækkefølge efter det nationale sprog.

## Forord



De mangeartede opgaver, som Den Europæiske Centralbank (ECB) beskæftigede sig med i 2014, gjorde dette til et helt usædvanligt år set i et historisk perspektiv. Det er mig en stor glæde at benytte denne lejlighed til at berette om, hvordan ECB, ECB's direktion og medarbejdere samt Eurosystem-komiteerne reagerede på udfordringerne og gjorde det muligt for Styrelsesrådet at opfylde sit mandat og leve op til sit ansvar.

I 2014 løb arbejdet inden for forskellige arbejdsområder, der var sat i gang i årene forinden, sammen til én konsekvent politisk reaktion, som nu giver os mulighed for at have tiltro til, at den svage og ujævne bedring i 2014 ændrer sig til et mere robust og holdbart opsving – og at inflationen igen hurtigst muligt når ECB's mål om en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Set fra et pengepolitisk perspektiv var vi konfronteret med komplekse forhold i 2014. Farten i det tøvende opsving, der var begyndt i 2013, steg ikke som oprindeligt forventet. Væksten i pengemængden forblev afdæmpet, og långivningen blev ved med at aftage, om end gradvist i et lidt langsommere tempo. Sammen med det lave indenlandske inflationspres førte det betydelige

fald i oliepriserne fra midten af 2014 til yderligere betydelige fald i inflationen mod udgangen af året. Under disse forhold var den største bekymring, at inflationen skulle forblive lav i en for langvarig periode, og i sidste ende også påvirke inflationsforventningerne på længere sigt.

Dette krævede effektiv handling fra pengepolitikken. Der var overordnet set to grunde til, at vi blev nødt til at træffe ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger. For det første havde transmissionen af pengepolitikken i nogen tid fungeret dårligt i hele euroområdet, og der var store forskelle landene imellem. For det andet var der begrænset mulighed for at anvende det normale pengepolitiske instrument – de korte nominelle renter – da de allerede befandt sig nær den effektive nedre grænse.

I juni og september blev den resterende margin opbrugt, da Styrelsesrådet satte den pengepolitiske rente ned til den effektive nedre grænse og indførte en negativ rente på ECB's indlånsfacilitet. Vi annoncerede også en række målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO) med henblik på at understøtte bankernes udlån til realøkonomien.

I september reagerede Styrelsesrådet på en yderligere forværring af inflationsudsigterne ved at annoncere opkøb af ABS (asset-backed securities) og særligt dækkede obligationer og satte dermed gang i pengemængdevæksten ved hjælp af aktivopkøb, som efterfølgende blev understøttet af beslutningen i januar 2015 om også at foretage opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor.

Usædvanlige udfordringer krævede usædvanlige reaktioner. Dette gjaldt også for vores kommunikation. Da forventninger er helt afgørende for økonomiens reaktion på pengepolitiske impulser, blev vi nødt til at gøre en større indsats for at forklare, hvordan vi forstod den nye økonomiske situation og nærmere forklare vores reaktionsmønster i denne forbindelse.

I tråd med dette og parallelt med, at betydningen af den forward guidance, som vi indførte i 2013, blev styrket, gjorde vi det i april helt klart, hvilke scenarier der kunne betyde – og i sidste ende betød – at Styrelsesrådet måtte skride til handling. De pengepolitiske foranstaltninger, der blev truffet i løbet af året, var fuldstændig i overensstemmelse med den køreplan, der var lagt på det tidspunkt. De bekræftede den enstemmige forpligtelse, som Styrelsesrådet havde givet udtryk for, til at anvende både ordinære og ekstraordinære instrumenter til effektivt at mindske risikoen for en for langvarig periode med lav inflation.

Vores fokus på løbende at øge gennemsigtigheden af vores drøftelser og tiltag kulminerede med meddelelsen om, at det var hensigten at begynde at offentliggøre et sammendrag af de pengepolitiske drøftelser på Styrelsesrådets møder. Dette skete første gang efter det første møde i 2015.

Pengepolitikken føres imidlertid ikke i et tomrum. Den blev påvirket positivt af en af ECB's andre store opgaver i 2014; nemlig at forberede starten på Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM). Denne helt usædvanlige bedrift, som indebar, at der skulle ansættes hundredvis af nye medarbejdere på kort tid, gav anledning til at gennemføre alle tiders største gennemgang af kvaliteten af bankernes aktiver.

Den omfattende vurdering af de 130 største banker i euroområdet balancer tog et år og blev afsluttet i 2014. Den øgede gennemsigtigheden og foranledigede mange institutter til at træffe forebyggende foranstaltninger til at styrke deres balancer, herunder salg af aktiver og kapitaltilførsel. Det var igen medvirkende til, at banksystemet bedre kunne videresende de pengepolitiske impulser og – mere overordnet – fungere mere normalt som effektiv långiver til realøkonomien og derved understøtte opsvinget.

De første data viser, at vores parallelle pengepolitiske initiativer var effektive, når de blev kombineret. Bankernes udlånsrenter til ikke-finansielle selskaber begyndte at falde i anden halvdel af året og viste mindre spredning mellem landene. Faldet i kreditgivningen synes at være ved at vende. Såvel fremskrivninger af væksten som inflationsforventninger – der er offentliggjort af både eksterne observatører og ECB's stab – er blevet opjusteret. Og tilliden er generelt steget.

Vores tiltag har derfor ikke kun været i overensstemmelse med vores mandat. De har været troværdige, gennemsigtige og effektive. De understøtter fortsat tilliden til euroen som en attraktiv valuta, hvilket blev bekræftet både ved begyndelsen og slutningen af året; i begyndelsen af året, da Letland blev det 18. medlemsland i euroområdet, og ved årets slutning, da vi afsluttede forberedelserne til Litauens tiltrædelse af eurosamarbejdet 1. januar 2015. Litauen er dermed det 19. land i unionen, der repræsenterer en befolkning på 338 millioner.

Endnu et stort projekt blev afsluttet med et godt resultat i 2014 og fortjener at blive nævnt her. Den seneste tilføjelse til Frankfurts skyline fik sit endelige udseende. Kranerne blev taget ned, indretningen inde i bygningen afsluttet og de af ECB's medarbejdere, som skulle arbejde i det nye hovedsæde, flyttede til deres nye kontorer på bredden af Main-floden.

Denne årsberetning går meget mere i detaljer med alle disse emner og giver en beskrivelse af vores opgaver og aktiviteter i hele 2014. Her males også et bredere makroøkonomisk billede. I forhold til tidligere år har vi strømlinet og forbedret indholdet, således at læseren får det bedst mulige overblik. Det kommende år vil byde på nye udfordringer, men jeg taler på alle ECB-medarbejderes vegne, når jeg siger, at vi målbevidst vil bestræbe os på at opnå prisstabilitet for alle borgere i euroområdet.

Frankfurt am Main, april 2015



Mario Draghi  
Formand

# Kapitel 1

## Euroområdetets økonomi, ECB's pengepolitik og den europæiske finansielle sektor i 2014

### 1 Euroområdetets økonomi: lav inflation og et svagt opsving

#### 1.1 De globale makroøkonomiske forhold

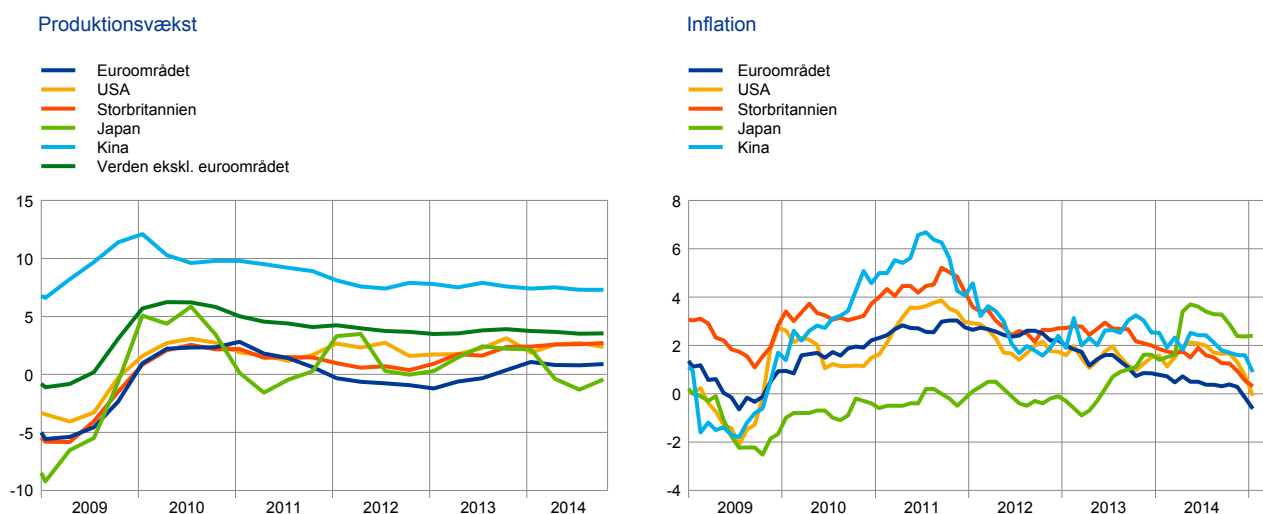
Tre vigtige tendenser i verdensøkonomien påvirkede i særlig høj grad euroområdetets økonomi i 2014: uensartet vækst i verdens forskellige regioner samt en fortsat svag verdenshandel; faldende priser på olie og andre råvarer; og en svagere eurokurs.

#### Det globale økonomiske opsving var fortsat gradvist og uensartet

I 2014 var væksten i verdensøkonomien moderat og varierede i stadig højere grad mellem og inden for de forskellige regioner. Den svage vækst i 1. halvår skyldtes hovedsagelig midlertidige faktorer eller engangsfaktorer, fx den usædvanligt kolde vinter i USA og nedlukningen af anlæg tilhørende sværindustrien i Kina af miljøhensyn. I årets løb blev aktiviteten i verdensøkonomien gradvis styrket, og det dannede grundlag for gunstigere, om end beskedne, forhold for euroområdetets eksterne efterspørgsel (se figur 1).

**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.

Omsvinget i vækstdynamikken mellem de forskellige regioner, som allerede var begyndt i slutningen af 2013, fortsatte i 2014, idet fremgangen i de fleste store udviklede økonomier blev stabil, mens vækstøkonomierne mistede lidt af pusten. De udviklede økonomier nød i stadig højere grad godt af aftagende gældsreduktion i den private sektor, forbedrede arbejdsmarkeder, voksende tillid og lempelige politikker. Derimod blev vækstudsigterne i flere vækstøkonomier tyngt af strukturelle barrierer og fortsat stramme finansielle forhold. Geopolitiske risici sås i hele 2014, navnlig vedrørende konflikten mellem Ukraine og Rusland samt spændinger i store olieproducerende lande, men den direkte påvirkning af den globale aktivitet var fortsat ret begrænset (se også boks 1).

## Boks 1

### Konflikten i Ukraine og dens økonomiske konsekvenser for euroområdet

Efterhånden som konflikten i det østlige Ukraine eskalerede i løbet af 2014, blev sanktionerne mod Rusland strammet mere og mere. Frem for alt indførte EU i august, i tæt samarbejde med USA og andre OECD-lande, restriktioner for russiske banker og virksomheders adgang til de finansielle markeder. I september blev disse foranstaltninger udvidet til at omfatte en bredere gruppe af virksomheder og finansielle instrumenter. Desuden blev der indført forbud mod salg af forsvarsudstyr og eksport af teknologier til efterforskning af forekomster af arktisk olie, dybhavsolie og skiferolie. Rusland svarede igen ved at indføre importforbud mod fødevarer fra EU, USA, Australien, Canada og Norge i august.

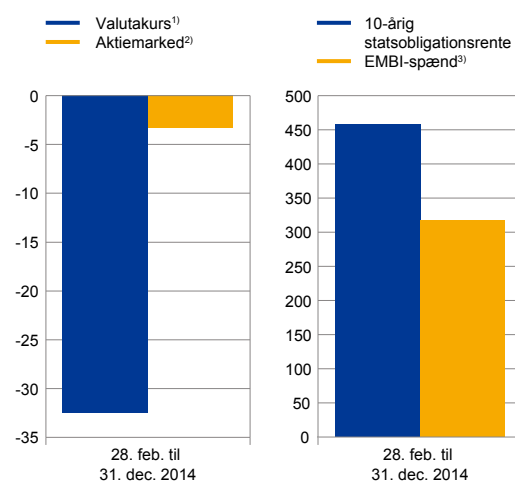
Sammen med den betydelige usikkerhed, som krisen har givet anledning til, og de faldende energipriser har sanktionerne tyngt den russiske økonomi betydeligt. Der var allerede udsigt til en længerevarende periode med forholdsvis træg vækst på grund af udbredte strukturelle stivheder,

men den økonomiske aktivitet blev yderligere bremset af følgerne af det, der skete i Ukraine, primært via to indbyrdes forbundne kanaler. For det første er finansieringsomkostningerne for russiske banker og virksomheder samt den russiske stat steget markant (se figur A). Det har en negativ indvirkning på deres finansieringsmuligheder og dermed deres investeringer. For det andet er inflationspresset tiltaget, hvilket til dels skyldes rublens bratte fald, men også de negative konsekvenser for de indenlandske fødevarerpriser af Ruslands importforbud mod landbrugsvarer. Det har undermineret realindkomsten og tvunget den russiske centralbank til at stramme likviditetsforholdene via intervention på valutamarkedet og renteforhøjelser, hvilket igen har haft negative konsekvenser for det private forbrug og investeringerne. Alt i alt betød disse faktorer, at den russiske økonomi stagnerede i 2014.

## Figur A

### Udviklingen på det finansielle marked i Rusland

(Ændring i pct.; forskelle i basispoint)



Kilder: JPMorgan, Bank of Russia, MICEX og Haver Analytics.

1) Rublens kurs over for Bank of Russias kurv med 55 pct. USD-45 pct. EUR.

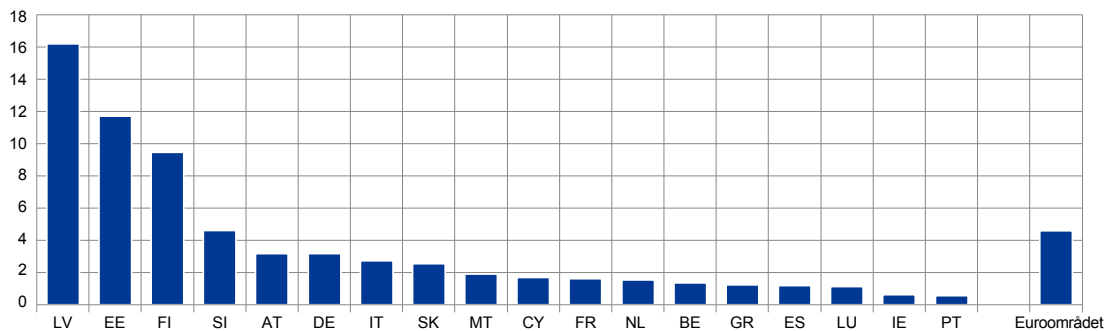
2) Aktieindeks denomineret i rubler.

3) JPMorgan Emerging Market Bond Index-spænd for russiske statsobligationer denomineret i dollar.

## Figur B

### Euroområdet vareeksport til Rusland

(I pct. af den samlede vareeksport)



Kilder: IMF og ECB's beregninger.

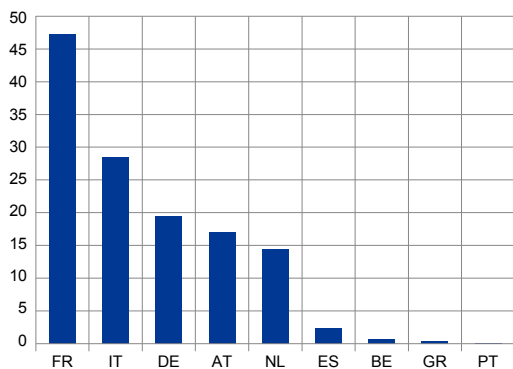
Anm.: Observationer for 2013. For euroområdet er tallene ekskl. vareeksport inden for euroområdet.

Til trods for de betydelige handelsforbindelser med Rusland synes krisen at have haft en forholdsvis moderat indvirkning på vækst og inflation i euroområdet i 2014. Fraregnet handel inden for euroområdet tegnede Rusland sig for næsten 5 pct. af euroområdets vareeksport til lande uden for euroområdet, men eksponeringen varierer mellem de enkelte eurolande (se figur B). Euroområdets eksport til Rusland er hovedsagelig i form af investeringer og forbrugsvarer, mens euroområdets import fra Rusland primært består af olie og gas. I 2014 faldt eksporten til Rusland mærkbart for de fleste eurolande. Det er dog vanskeligt at skelne mellem de mulige effekter af konflikten i Ukraine, de dermed forbundne sanktioner og Ruslands importforbud mod fødevarer på den ene side og den aftagende efterspørgsel som følge af den generelt svage russiske økonomi på den anden. Tilsvarende faldt en række konjunkturbarometre i nogle eurolande efter marts 2014, men det er svært udelukkende at henføre sådanne ændringer til begivenhederne i Ukraine, da andre indenlandske eller globale faktorer også kan have spillet en rolle. Endelig synes konflikten ikke at have haft nævneværdige konsekvenser for priserne i euroområdet i 2014.

## Figur C

### Fordringer på Rusland hos banker i euroområdet

(Milliarder dollar)



Kilde: BIS.

Anm.: Observationer for 3. kvartal 2014 (3. kvartal 2012 for Østrig). Ikke alle eurolande indberetter deres grænseoverskridende bankfordringer til BIS.

Som det var tilfældet med de moderate handelseffekter, har de finansielle konsekvenser af konflikten i Ukraine været begrænsede for banker i euroområdet. Ikke desto mindre har banker i nogle eurolande betydelige fordringer på Rusland. I 3. kvartal 2014 udgjorde fordringerne i absolutte tal på Rusland for banker med hovedkontor i Frankrig 47 mia. dollar, efterfulgt af banker i Italien (29 mia. dollar), Tyskland (19 mia. dollar), Østrig (17 mia. dollar) og Holland (14 mia. dollar) (se figur C). Disse eksponeringer vil dog sandsynligvis ikke udgøre nogen systemisk risiko for euroområdet som helhed. Når det er sagt, kan begivenhederne i Rusland give anledning til heterogen påvirkning af de enkelte eurolande og bankkoncerner.



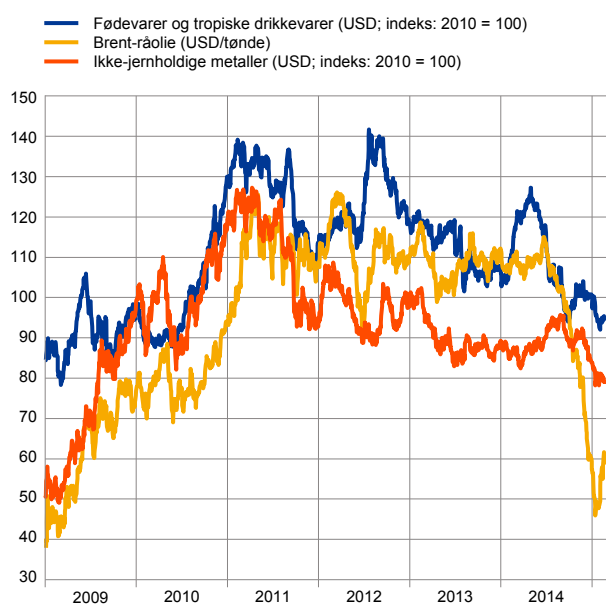
Volatiliteten på de finansielle markeder og risikoaversionen forblev samlet set på et lavt niveau i det meste af året. Der opstod imidlertid kortvarig uro på de finansielle markeder to gange i 2014, nemlig i begyndelsen af året og i oktober, som følge af bekymringer over det globale opsvings tempo og robusthed. Desuden bidrog den amerikanske Federal Open Market Committees nedtrapning af sit opkøbsprogram til en gradvis reduktion af den globale likviditet fra januar 2014 og frem. Det forstærkede volatiliteten på de finansielle markeder i begyndelsen af 2014. Spændingerne på de finansielle markeder påvirkede især de vækstøkonomier, der havde betydelige indenlandske og eksterne ubalancer, men havde kun meget begrænsede afsmitningseffekter på euroområdet og den globale økonomi.

Verdenshandlen var overordnet set svag i 2014. Efter at have været ret matte gennem flere måneder i 1. halvår steg de kortsigtede handelsindikatorer betydeligt i 2. halvår, men fra meget lave niveauer. Den globale vareimport steg samlet set med 3,5 pct. år til år i 2014, i forhold til 2,6 pct. i 2013 (ifølge data fra CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis). Som for den globale aktivitet var det i højere og højere grad vækstøkonomierne frem for de udviklede økonomier, der var kilden til den underliggende svaghed i verdenshandlen. Verdenshandlens afdæmpede reaktion på det gradvise globale opsving kan til dels tilskrives strukturelle faktorer, fx aftagende bidrag fra udvikling af globale værdikæder. Desuden oplevede en række af de største økonomier usædvanlig afdæmpet vækst i investeringerne, som normalt er en meget handelsintensiv efterspørgselskomponent.

## Faldende oliepriser medførte et nedadrettet pres på den globale inflation

**Figur 2**  
Råvarepriser

(Daglige observationer)



Kilder: Bloomberg og Hamburg Institute of International Economics.

Hvad angår prisudviklingen, var den afdæmpede globale inflation i 2014 hovedsagelig drevet af faldende råvarepriser, nemlig energipriserne og i langt mindre omfang fødevarerpriserne. Den støtte stigning i den globale inflation frem til juni blev afløst af en gradvis opbremsning i de fleste udviklede økonomier og vækstøkonomier, hvilket i høj grad afspejlede det bratte fald i de internationale oliepriser i 2. halvår. I OECD-landene tiltog den gennemsnitlige samlede stigning i forbrugerpriserne en smule fra 1,6 pct. i 2013 til 1,7 pct. i 2014, mens den gennemsnitlige stigning i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi i OECD-landene øgedes fra 1,6 pct. til 1,8 pct.

I løbet af 2014 faldt oliepriserne med 49 pct. målt i dollar og 41 pct. målt i euro som følge af olieprisernes dyk fra slutningen af juni og frem. Efter at have ligget forholdsvis stabilt på omkring 110 dollar pr. tønde i 1. halvår 2014 var prisen på Brent-råolie faldet til under 60 dollar pr. tønde ultimo året (se figur 2). En robust olieforsyning og svagere efterspørgsel end forventet

lå bag olieprisernes dyk i 2. halvår. På udbudssiden øgedes OPEC's produktion, da lande, der var påvirket af geopolitiske spændinger, fx Libyen og Irak, leverede en overraskende stor olieproduktion, foruden at der sås en robust forsyningsvækst i lande uden for OPEC, hvilket skyldtes utraditionel olieproduktion i Nordamerika (skiferolie og tjæresand). Endvidere besluttede OPEC i slutningen af november at holde sit produktionsmål på et uændret niveau. Samtidig var efterspørgslen efter olie svag på grund af en beskeden global vækst.

Prisen på råvarer ekskl. energi (målt i amerikanske dollar) faldt med ca. 12 pct. i forhold til niveauet primo året. Fødevarerpriserne var hovedsagelig drevet af udviklingen i kornpriserne. Efter en brat stigning fra februar til maj faldt kornpriserne kraftigt som følge af en global rekordhøst (især i USA og Europa). Mod forventning havde konflikten i Ukraine ikke nogen væsentlig negativ effekt på kornproduktionen i Sortehavsområdet. Metalpriserne faldt samlet set, idet en stigning i priserne på aluminium, nikkel og zink efter et faldende udbud blev mere end udlignet af et kraftigt fald i prisen på jernmalm.

Ud over svagere internationale priser på energi og fødevarer er inflationspresset også blevet holdt i skak af det ret moderate internationale opsving. Væksten i 2014 var karakteriseret ved en meget langsom opbygning af ledig kapacitet globalt set samt træghed på arbejdsmarkedet. På landeniveau var stigningen i forbrugerpriserne også påvirket af andre faktorer, herunder udviklingen i valutakurserne. For eksempel har stigningen i den amerikanske dollar og det britiske pund forstærket den nedadrettede effekt af faldende internationale råvarepriser på inflationen i henholdsvis USA og Storbritannien.

## Uensartet vækstmomentum i de største økonomier

**I USA** tiltog den økonomiske aktivitet i 2014, idet væksten i realt BNP var 2,4 pct. i gennemsnit, dvs. 0,2 procentpoint højere end året før. Forventningerne havde været højere i begyndelsen af året, idet den gennemsnitlige Consensus Economics-prognose for den årlige BNP-vækst var 2,8 pct. i januar 2014. En af de faktorer, der bidrog til det endelige vækstresultat, var de dårlige vejrforhold ved årsskiftet, som medførte en betydelig nedgang i den økonomiske aktivitet i 1. kvartal 2014. Resten af året var væksten forholdsvis kraftig og blev understøttet af den endelige indenlandske efterspørgsel. Det tydede på, at opsvinget var blevet mere holdbart. Denne udvikling var i overensstemmelse med de gradvis forbedrede økonomiske nøgletal, støttet af lempelig pengepolitik, gunstige forhold på de finansielle markeder, positive formueeffekter af stigende aktie- og boligpriser samt forbedringer på bolig- og arbejdsmarkedet.

Inflationen var relativt afdæmpet gennem hele 2014. Det skyldtes primært ledig kapacitet i økonomien, energiprisernes dyk samt apprecieringen af den nominelle effektive dollarkurs i 2. halvår. Den gennemsnitlige årlige stigning i forbrugerpriserne var 1,6 pct. i 2014 mod 1,5 pct. i 2013. Inflationen ekskl. fødevarer og energi lå på 1,7 pct. i 2014 i forhold til 1,8 pct. i 2013.

Pengepolitikken forblev lempelig i 2014. På baggrund af de generelt forbedrede økonomiske udsigter nedtrappede Federal Reserve Systems Federal Open Market Committee (FOMC) gradvis sit opkøbsprogram i årets løb og afsluttede det i oktober. Desuden fastholdt FOMC målet for federal funds-renten uændret inden for et interval på 0-0,25 pct. gennem hele 2014. Vejledningen baseret på en grænseværdi ("threshold-based guidance"), som bygger på ledighedsprocenten og en fremskrevet inflationstakt, og som FOMC indførte i december 2012, blev ændret i marts 2014, da den faktiske ledighedsprocent nærmede sig grænsen på 6,5 pct. FOMC gik over til en kvalitativ vejledning, hvor der tages højde for en lang række variable i bestemmelsen af, hvor længe intervallet for målet for federal funds-renten skal gælde. Hvad angår finanspolitikken, faldt underskuddet på den føderale budgetsaldo til 2,8 pct. af BNP i finansåret 2014, i forhold til 4,1 pct. i finansåret 2013, og det er det laveste siden 2007.

**I Japan** faldt den økonomiske aktivitet markant i det meste af 2014. Den samlede inflation steg i løbet af 2014 efter forhøjelsen af forbrugsafgifterne. Det underliggende prispres var dog stadig behersket, idet stigningen i forbrugerpriserne ekskl. forhøjelsen af forbrugsafgifterne lå et godt stykke under Bank of Japans inflationsmål på 2 pct. Bank of Japan udvidede sit program for kvantitative og kvalitative lempelser i pengepolitikken ved at øge den årlige stigning i pengebasen til ca. 80 billioner yen (fra omkring 60-70 billioner yen). Desuden blev tidsfristen ophævet efter et nedadrettet prispres og svag vækst.

**I Storbritannien** var den økonomiske aktivitet robust gennem hele 2014. Nedgangen i den makroøkonomiske usikkerhed og forholdsvis lempelige kreditforhold understøttede den indenlandske efterspørgsel, navnlig det private forbrug og boliginvesteringerne. Det medførte en stigning i BNP-væksten fra 1,7 pct. i 2013 til 2,6 pct. i 2014 ifølge foreløbige skøn. Den kraftigere vækst blev ledsaget af en styrkelse af arbejdsmarkedet. Ledigheden faldt til 5,7 pct. ultimo 2014 mod over 7 pct. året før. Trods stigningen i BNP-væksten var statens låntagning i første halvdel af finansåret 2014-15 højere end de oprindelige budgetskøn, hvilket for en stor del skyldtes en svag indtjeningsvækst, og det offentlige budgetunderskud var på over 5 pct. af BNP.

Inflationen faldt til under Bank of Englands mål på 2 pct. Inflationen var 1,5 pct. i gennemsnit i 2014, primært som et resultat af en moderat lønvækst og de forsinkede effekter af pundets appreciering i 1. halvår. Gennem hele året 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 væksten i realt BNP med at aftage som følge af en lavere investeringsvækst, især i boliginvesteringerne. Eksporten var forholdsvis robust på baggrund af forbedrede eksterne forhold, mens svagere investeringer og lavere oliepriser betød, at importvæksten stadig var behersket. Det medførte en lille stigning i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster til 2,1 pct. af BNP. Myndighederne begyndte at iværksætte en lang række strukturreformer og kom et godt stykke vej hen mod bl.a. en mere åben kapitalbalance og liberalisering

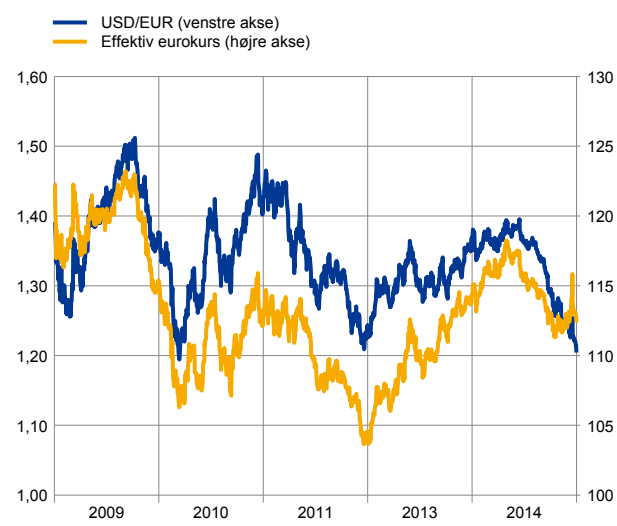
af renterne. Væksten i kreditgivning var fortsat kraftig, mens der var voksende tegn på finansiel stress i takt med svækkelsen af økonomien. Inflationspresset var stadig afdæmpet som følge af lavere råvarepriser, men også fortsat omstrukturering inden for byggeindustrien. Det var især bemærkelsesværdigt, at væksten i producentpriserne vedblev at være negativ. Renminbiens appreciering aftog betydeligt i 2014.

## Euroen svækkedes

Den nominelle effektive eurokurs svækkedes i løbet af 2014. Udviklingen i eurokursen i 2014 afspejlede i det store og hele de forskellige store økonomiers respektive konjunktursituationer og pengepolitikker. I begyndelsen af maj 2014 nåede euroen sit toppunkt på et niveau, der sidst var set i 2010-11 – for både den

**Figur 3**  
Eurokursen

(Daglige observationer)



Kilde: ECB.

Anm.: Nominel effektiv valutakurs over for 39 vigtige handelspartners valutaer.

nominelle effektive eurokurs og eurokursen over for den amerikanske dollar – efter en periode med støt appreciering fra juli 2012 (se figur 3). Fra juni 2014 deprecierede euroen især over for den amerikanske dollar på baggrund af kontinuerligt faldende vækst- og inflationsudsigter i euroområdet, mens ECB annoncerede yderligere pengepolitiske foranstaltninger. I årets sidste to måneder blev deprecieringen af den effektive eurokurs delvis udlignet af den markante svaghed i den japanske yen og den russiske rubel.

Den nominelle effektive eurokurs (målt over for 39 af euroområdets vigtigste handelspartners valutaer) faldt med 3,4 pct. på årsbasis. Bilateralt svækkedes euroen kraftigst over for den amerikanske dollar (-12,6 pct.), efterhånden som Federal Reserve System fortsatte med at nedtrappe og til sidst afsluttede sine opkøb i henhold til programmet for kvantitative lempelser på baggrund af stabil indenlandsk vækst og forbedringer på arbejdsmarkedet. I overensstemmelse hermed svækkedes euroen over for valutaer, der er knyttet til dollaren, herunder den kinesiske renminbi

(-10,2 pct.). Euroen deprecierede også over for det britiske pund (-6,8 pct.). Derimod apprecierede euroen en smule over for den japanske yen (+0,4 pct.). Det skete i det store og hele efter Bank of Japans udmelding om, at den ville udvide sine usteriliserede opkøb af statsobligationer og benytte yderligere ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger med henblik på til at nå sit inflationsmål på mellemlangt sigt. Endelig apprecierede euroen kraftigst over for den russiske rubel (+60 pct.), især efter at Bank of Russia i november officielt besluttede at lade valutaen flyde på baggrund af vedvarende geopolitiske spændinger og faldende energipriser.

Hvad angår de europæiske valutaer, der er tæt knyttet til euroen, er den danske krone i øjeblikket den eneste valuta i ERM2, efter at Letland og Litauen blev

medlemmer af euroområdet henholdsvis den 1. januar 2014 og den 1. januar 2015.<sup>1</sup> Den bulgarske lev var stadig fast knyttet til euroen, og schweizerfrancen lå fortsat inden for et snævert interval tæt på den officielle grænse på CHF/EUR 1,20, indtil Schweizerische Nationalbank den 15. januar 2015 ophævede udsvingsgrænsen over for euro. Endelig styrkedes euroen over for de EU-lande, der har flydende valutakurser. Euroen apprecierede navnlig over for den ungarske forint (+7,0 pct.), den svenske krone (+5,9 pct.) og den polske zloty (+2,8 pct.), mens den generelt forblev stabil over for den tjekkiske koruna (+1,1 pct.), den kroatiske kuna (+0,4 pct.) og den rumænske leu (+0,3 pct.).

## 1.2 Den finansielle udvikling

Følgende tendenser i den økonomiske udvikling i euroområdet gjorde sig især gældende i 2014: yderligere normalisering af situationen på pengemarkederne, et markant fald i statsobligationsrenterne og for de fleste landes vedkommende også i rentespændene for statsobligationer inden for euroområdet, stabilisering af de ikke-finansielle selskabers omkostninger ved ekstern finansiering og en forbedring af husholdningernes finansielle forhold.

### Pengemarkedsforholdene i euroområdet normaliseredes yderligere

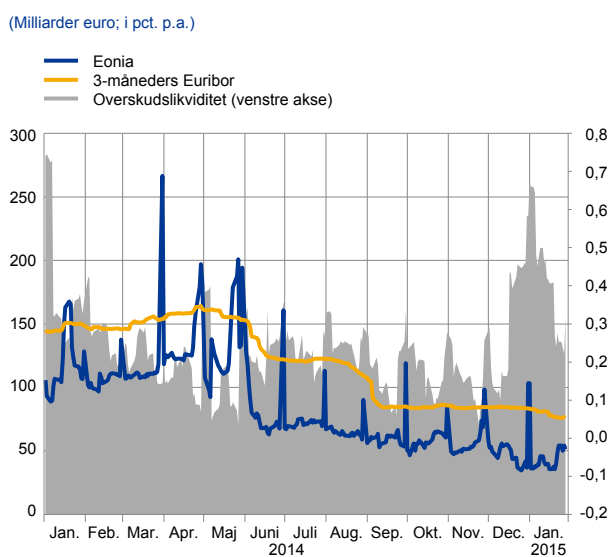
Handelsaktiviteten på euroområdets pengemarked forbedredes yderligere i løbet af 2014, selv om der stadig sås fragmentering langs de nationale grænser. ECB's styrelsesråds beslutning om at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer

til et niveau tæt på nul og at indføre en negativ rente på indlånsfaciliteten (se afsnit 2.1) betød, at de korte pengemarkedsrenter blev negative. Således var OIS-renten i december 2014 negativ for løbetider på op til tre år, og for de længere løbetider fladede kurven ud.

I 1. halvår 2014 var de korte pengemarkedsrenter kendetegnet ved lidt højere volatilitet, som dog hverken førte til et højere niveau eller forhøjet volatilitet for de længere pengemarkedsrenter. I maj hang volatiliteten i de korte renter tydeligt sammen med udsving i overskydende likviditet, efterhånden som modparterne tilpassede deres brug af Eurosystemets operationer i forbindelse med store tilbagebetalinger på 3-årige langfristede markedsoperationer, samt høj volatilitet i de autonome faktorer (se figur 4).

Indførelsen af en negativ rente på indlånsfaciliteten i juni 2014 afspejlede i en lidt kraftigere ændring af dag til dag-pengemarkedsrenten, men gennemslaget

**Figur 4**  
Korte pengemarkedsrenter og overskudslikviditet



Kilder: ECB og Bloomberg.

<sup>1</sup> Den danske krone lå lidt over målet på DKK/EUR 7,460 ultimo 2014, mens kursen på den litauiske litas var fast i forhold til euroen, inden Litauen trådte ind i euroområdet.

fra den efterfølgende nedsættelse med yderligere 10 basispoint til -0,20 pct. var ikke fuldstændigt. Samlet set var dag til dag-pengemarkedsrenten dog kun en anelse negativ efter rentenedsættelsen i september og lå dermed væsentligt højere end renten på indlånsfaciliteten, også når der tages højde for den beskedne overskudslikviditet.

Det forsinkede gennemslag skyldes tilsyneladende flere faktorer. For det første tøvede mange banker som ventet med at overvælde den negative rente på indlånsfaciliteten på en del af deres indskydere. For det andet forsøgte bankerne generelt at undgå negativ forrentning af egne beholdninger, bl.a. ved i højere grad at søge efter afkast i de længere løbetider. For det tredje var der en række andre gnidninger, som medvirkede til det forsinkede gennemslag i visse dele af markedet.

Trods det forsinkede gennemslag til de meget korte pengemarkedsrenter førte de negative renter til lavere finansieringsomkostninger længere henne ad kurven, idet investorer i stigende grad foretrak længere løbetider.

## Statsobligationsrenterne faldt markant

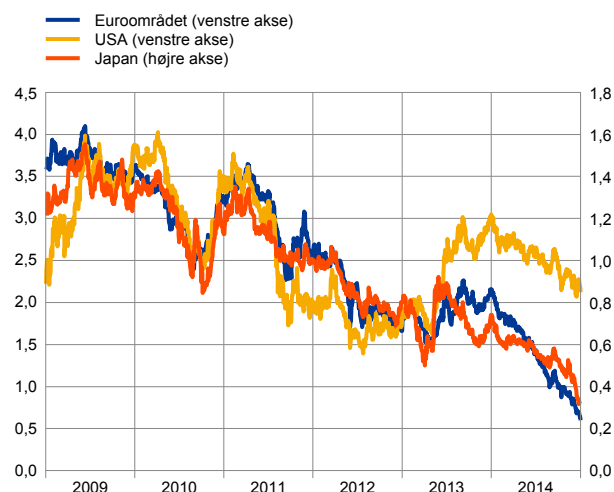
Statsobligationsrenterne i de fleste eurolande faldt markant og nåede det laveste niveau nogensinde. I løbet af 2014 sås der et betydeligt fald i renten på lange AAA-ratede statsobligationer udstedt i euroområdet (se figur 5). Udviklingen skyldtes stigende bekymring blandt investorer om de makroøkonomiske udsigter, sandsynligheden for lavere inflation samt ECB's forward guidance og andre pengepolitiske beslutninger. Desuden affødte de meget lave pengemarkedsrenter en søgen efter afkast. Da Federal Reserve System begyndte at udfase sine kvantitative lempelser, udvidedes spændet mellem den lange obligationsrente i USA og euroområdet til det højeste niveau siden 2004.

Rentespændene for statsobligationer inden for euroområdet indsnævredes yderligere for de fleste lande, navnlig de lande, der oplevede markante makroøkonomiske og finanspolitiske forbedringer. Kreditspændene på erhvervsobligationsmarkedet indsnævredes også trods et par situationer med volatilitet som følge af geopolitiske spændinger og tvivl om værdiansættelsen.

I 2014 faldt de finansmarkedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne særligt for det korte og mellemlange sigt. De mere langsigtede inflationsforventninger faldt også til under 2 pct. i den sidste del af året.

**Figur 5**  
Lange statsobligationsrenter

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



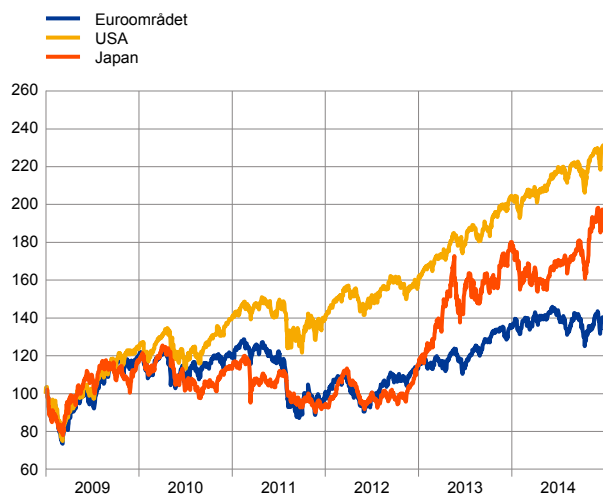
Kilder: EuroMTS, ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.

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



**Figur 6**  
Væsentlige aktieindeks

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

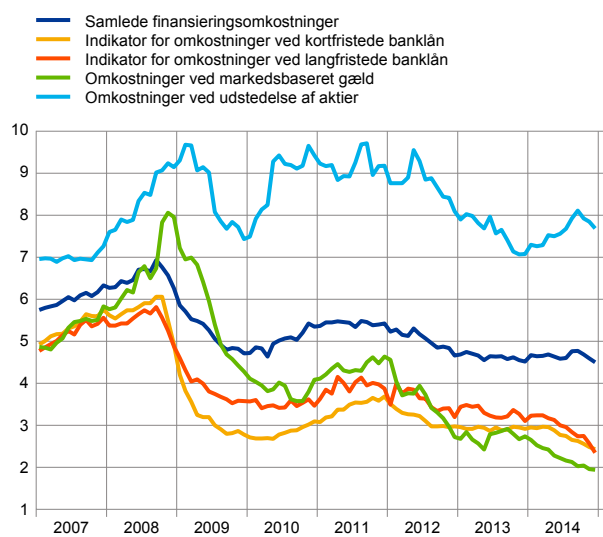


Kilde: Thomson Reuters.

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

**Figur 7**  
Samlede nominelle omkostninger ved euroområdets 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 december 2014.

## Uensartet udvikling på euroområdets aktiemarkeder

Euroområdets aktiemarkeder steg støt i 1. halvår 2014, men derefter var udviklingen mere uensartet, hvilket står i kontrast til udviklingen i USA og Japan (se figur 6). I 2. halvår led markederne under stigende geopolitiske spændinger og bekymring om de globale vækstudsigter. De nedadrettede pres på aktiekurserne var stærkere i euroområdet end på de andre større markeder som følge af, at de økonomiske nøgletal for euroområdet var svagere end forventet, samt at de geopolitiske spændinger havde større betydning for euroområdets aktier, idet de makrofinansielle konsekvenser af konflikten mellem Rusland og Ukraine ansås for at være mere alvorlige for euroområdet. Samlet set har aktiemarkederne i euroområdet rettet sig betydeligt i de seneste år, men Euro Stoxx-indekset ligger dog stadig ca. 25 pct. under niveauet ultimo 2007.

## Omkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering stabiliserede sig

De samlede nominelle omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering var stort set uændrede. Et markant fald i omkostningerne ved markedsbaseret gæld og ved banklån blev mere eller mindre opvejet af væsentligt højere omkostninger ved aktier; sidstnævnte skyldtes en brat stigning i risikopræmierne på aktier i årets første ni måneder (se figur 7). Samtidig ses der fortsat betydelig spredning i omkostningerne ved ekstern finansiering mellem eurolandene, selv om forskellen er mindsket noget.

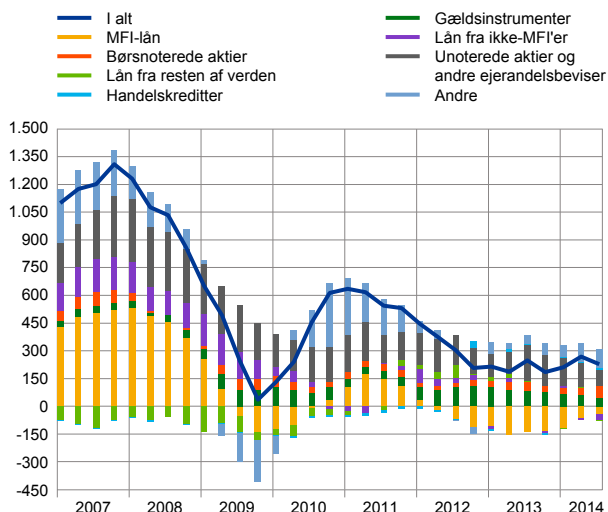
## Brugen af ekstern finansiering lå nogenlunde stabilt på et lavt niveau

Efter at være faldet fra begyndelsen af 2011 til midten af 2013 lå de ikke-finansielle selskabers brug af ekstern finansiering nogenlunde stabilt på et lavt niveau i 2014 (se figur 8). De ikke-finansielle

selskabers nettoudstedelse af gældsinstrumenter og børsnoterede aktier lå fortsat på et robust niveau og kunne stadig mere end opveje de negative pengestrømme fra nettoindfrielse af banklån. Ikke-MFI'ernes og de udenlandske enheders

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

(4-kvartalers sum; milliarder euro)

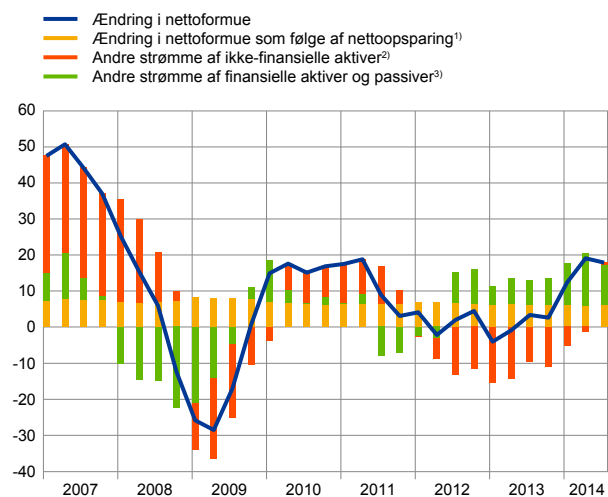


Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: MFI-lån og lån fra ikke-MFI'er (andre finansielle formidlere, forsikringselskaber og pensionselskaber) korrigeret for effekten af salg og securitisering af lån. "Andre" er forskellen mellem totalen og de instrumenter, der er medtaget i figuren, og omfatter bl.a. koncerninterne lån. Den seneste observation vedrører 3. kvartal 2014.

**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 3. kvartal 2014.

- 1) Denne post omfatter nettoopsparing, indgående nettokapitaloverførsler samt forskellen mellem de ikke-finansielle og finansielle konti.
- 2) Primært gevinster og tab på fast ejendom (herunder jord).
- 3) Primært gevinster og tab på aktier og andre ejerandelsbeviser.

udlån var svagt. Det indikerer, at de ikke-finansielle selskabers indirekte obligationsudstedelse via deres conduits beliggende i andre medlemslande og uden for euroområdet var behersket. Handelskreditter og koncerninterne lån lå fortsat på et svagt niveau, muligvis fordi virksomhederne i højere grad finansierer driftskapitalen ved hjælp af tilbageholdt overskud og indskud. Nettoudstedelsen af unoterede aktier og andre ejerandelsbeviser aftog.<sup>2</sup> De ikke-finansielle selskabers gældsætning (målt som andel af BNP) stabiliserede sig på et højt niveau efter at være faldet kontinuerligt siden medio 2012. Den svage økonomiske aktivitet kan have stået i vejen for en yderligere reduktion af gælden.

**Husholdningernes nettoformue fortsatte med at blive genoprettet**

I 2014 fortsatte husholdningernes nettoformuer med at blive genoprettet som følge af yderligere stigninger i kurserne på værdipapirer, mens tabet på fast ejendom mindskedes betydeligt (se figur 9). Selv om husholdningernes finansielle investeringer er steget en smule, lå de stadig tæt på det historiske lavpunkt, hvilket afspejler, at indkomsterne fortsat kun stiger svagt, og at der i en række lande er behov for at nedbringe gælden. Husholdningerne fortsatte med at sætte deres opsparing i indskud samt i livsforsikrings- og pensionsprodukter. Samtidig øgede de deres beholdninger af andele i investeringsforeninger og direkte ejerandele væsentligt og søgte væk fra gældsinstrumenter. Husholdningernes finansieringsomkostninger faldt markant, men der var fortsat stor spredning alt efter låntype, løbetid og oprindelsesland. Udviklingen i husholdningernes optagelse af nye banklån var stadigvæk svag, og gældsætningen fortsatte med at falde lidt, om end niveauet forblev relativt højt. Der var stadig stor forskel på husholdningernes gældskvoter landene imellem. Husholdningernes gældsbetjeningsbyrde mindskedes yderligere som følge af den svage kreditudvikling og bankernes faldende udlånsrenter.

<sup>2</sup> En af årsagerne var, at udenlandske multinationale virksomheder fortsatte med at føre indeholdte overskud ud af euroområdet; i henhold til statistisk praksis bogføres dette i første omgang under denne post på virksomhedernes balance.

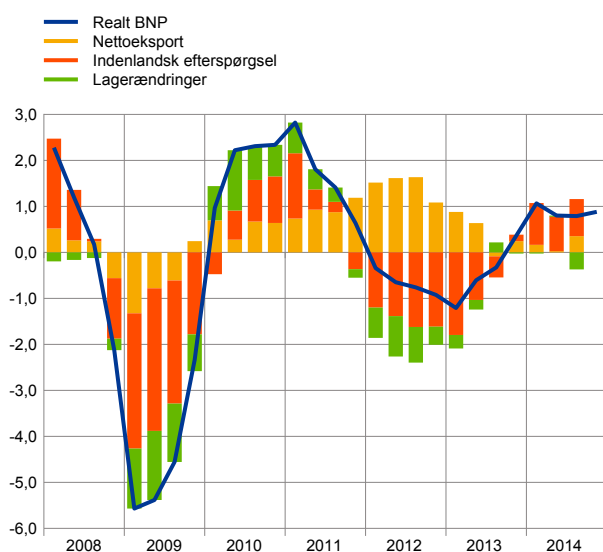


## 1.3 Den økonomiske aktivitet

Efter to år med negativ årlig vækst i den reale produktion i kølvandet på statsgældskrisen begyndte euroområdet økonomi gradvis at rette sig i 2. kvartal 2013, og denne udvikling fortsatte i 2014, om end den var noget ujævn i årets løb.

**Figur 10**  
Realt BNP i euroområdet

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: Tallene indtil 3. kvartal 2014 er hverken sæsonkorrigerede eller korrigeret for antal arbejdsdage. BNP-væksten for 4. kvartal 2014 er baseret på det foreløbige skøn, som er sæsonkorrigeret og korrigeret for antal arbejdsdage.

Som følge heraf lå den gennemsnitlige årlige vækst på 0,9 pct. i 2014. Det afspejlede et positivt og stigende bidrag fra den indenlandske efterspørgsel, idet bidragene fra nettohandlen og lagerudviklingen var stort set neutrale (se figur 10). Samtidig blev accelerationen i væksten, der forventedes at sætte ind midt på året, ikke til noget. Det skyldtes svag udenlandsk efterspørgsel samt en række faktorer i eurolandene, herunder ikke mindst utilstrækkelige fremskridt i forhold til implementeringen af strukturreformer i visse lande.

### Den økonomiske genopretning fortsatte i 2014, men i et langsomt tempo

Den fornyede positive gennemsnitlige årlige vækst i 2014 blev understøttet af en meget lempelig pengepolitisk linje, forbedrede finansieringsforhold og sundere offentlige budgetsaldi. Disse faktorer – og navnlig de senere års forskellige pengepolitiske tiltag – har især øget forbrugertilliden og det private forbrug, som har været den primære drivkraft bag genopretningen. Erhvervstilliden steg også i forhold til gennemsnittet for 2013, efterhånden som usikkerheden

på de finansielle markeder aftog, og finansieringsforholdene forbedredes, også for de små og mellemstore virksomheder, særligt i 1. halvår. Senere i 2014 førte faldende energipriser til en markant genopretning af virksomhedernes og husholdningernes disponible realindkomster efter en længere periode, hvor de var faldet. Husholdningerne drog også fordel af stigningen i beskæftigelsen.

Samtidig var der en række faktorer, primært vedrørende investeringer, som dæmpede væksten i 2014. Der var navnlig tale om en særdeles svag udvikling i handlen, høj ledighed, betydelig uudnyttet kapacitet, løbende tilpasning af balancerne i både den offentlige og den private sektor samt ikke mindst utilstrækkelig fremdrift og usikkerhed forbundet med implementeringen af strukturreformerne i visse eurolande. Også de geopolitiske spændinger lagde en dæmper på udviklingen. Det gjaldt især for krisen i Ukraine, som medførte øget usikkerhed vedrørende de økonomiske udsigter og indtjeningsmulighederne i den senere del af 2014.

En række faktorer lægger et nedadrettet pres på den langsigtede vækst. I boks 2 gennemgås udsigterne for væksten i euroområdets produktionspotentiale på langt sigt og de bagvedliggende faktorer med vægt på de betydelige fordele, der kan opnås ved at gennemføre yderligere strukturreformer.

Den indenlandske efterspørgsel bidrog med ca. 0,8 procentpoint til produktionsvæksten i 2014, hvilket er det højeste bidrag siden 2007. Den styrkelse af det private forbrug, der begyndte i 2013, fortsatte i hele 2014 takket være stigende disponible realindkomster, bl.a. som følge af faldende råvarepriser. Husholdningernes opsparingskvote stabiliserede sig i 1. halvår 2014 og forventes fortsat at have ligget på et relativt lavt niveau i 2. halvår, hvorved forbrugsudviklingen er blevet understøttet. Efter at være faldet i de to foregående år steg de samlede investeringer i 2014 som helhed, om end de mindskedes i 2. og 3. kvartal, hovedsagelig som følge af fortsat svaghed i byggeriet. Investeringerne faldt således efter fire kvartaler i træk med positiv kvartalsvækst, hvilket primært skyldes, at den ventede acceleration i væksten midt på året udeblev. Det bremsede investeringslysten, idet indtjeningen svækkedes, og usikkerheden vedrørende den fremtidige efterspørgsel voksede. Det offentlige forbrug bidrog positivt til den økonomiske vækst i 2014, navnlig som følge af en lidt højere vækst i sociale overførsler i naturalier, dvs. poster som sundhedsudgifter, mens væksten i offentlige lønninger og produktionsomkostninger fortsat var behersket eller endda aftog.

## Boks 2

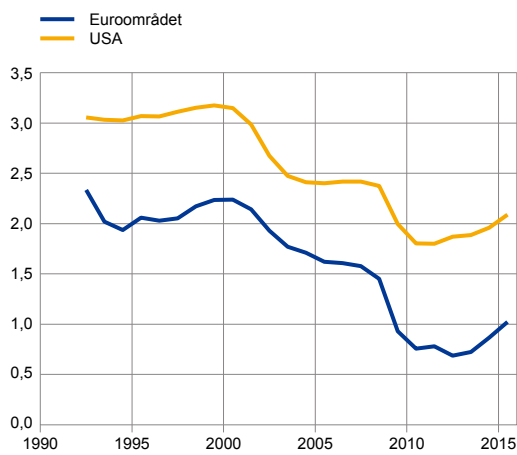
### Udsigterne for den langsigtede vækst i euroområdet

Produktionspotentialer er et mål for den økonomiske aktivitet, der kan opnås på mellemlangt til langt sigt, når alle ressourcer udnyttes fuldt ud. Skøn over produktionspotentialer foretaget af internationale institutioner og EU-institutioner såsom Europa-Kommissionen, IMF og OECD viser alle, at den potentielle vækst i euroområdet er blevet negativt påvirket af den økonomiske og finansielle krise. Væksten anslås at være faldet fra mere end 1,5 pct. før krisen til mellem 0,5 og 1,0 pct. i 2014. Langsigtede fremskrivninger viser, at den potentielle vækst i euroområdet gradvis vil stige til samme niveau som før krisen, men at den stadig vil være svagere end i USA. I denne boks gennemgås udsigterne for den langsigtede vækst i euroområdet og de bagvedliggende faktorer.

### Figur A

#### Skøn for potentiel vækst i euroområdet og USA

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: OECD.

#### Hvad er årsagen til de tidligere forskelle i forhold til USA?

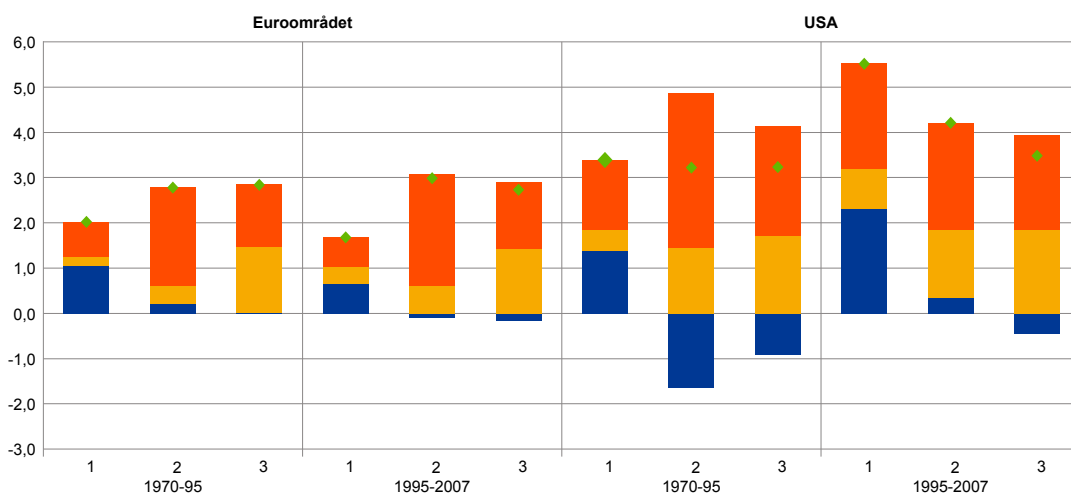
Den potentielle vækst i euroområdet anslås at have været ca. 2 pct. i begyndelsen af 1990'erne, dvs. betydeligt højere end skønnene for 2010'erne. Desuden har den ligget under den amerikanske potentielle vækst i flere årtier (se figur A). Blandt de tre hovedkomponenter i væksten, nemlig arbejdskraft, kapital og total faktorproduktivitet (TFP), har navnlig væksten i sidstnævnte været lavere for økonomien som helhed i euroområdet end i USA. (En sammenligning af faktorerne bag den potentielle vækst i euroområdet og USA kan findes i kapitel 5 i "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper*

## Figur B

### Kilder til vækst i markedsrelaterede tjenesteydelser

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

- Bidrag fra TFP
- Bidrag fra IKT-kapital
- Bidrag fra ikke-IKT-faktorer
- Stigning i værditilvækst fordelt på sektorer



Kilder: EU's KLEMS-database og ECB's beregninger.

Anm.: TFP står for total faktorproduktivitet; IKT står for informations- og kommunikationsteknologi. 1, 2 og 3 står for henholdsvis distributionstjenester, finansielle tjenesteydelser og personlige tjenesteydelser.

Series, nr. 156, ECB, november 2014). Det kan der være flere årsager til. En række indikatorer for forskning og udvikling – såsom antallet af patenter, antallet af forskere som andel af befolkningen, udbredelsen af internettet og eksporten af højteknologiske produkter som andel af eksporten af færdigvarer – peger på, at euroområdet halter bagud, når det gælder innovationsevne. Navnlig har udbredelsen af informations- og kommunikationsteknologi (IKT) spillet en større rolle i USA, og teknologiens bidrag til produktivitetsvæksten i servicesektoren har været højere (se figur B). Selv om der i løbet af 2000'erne blev gennemført produktmarkedsreformer i euroområdet, er markedet for tjenesteydelser og arbejdsmarkedet stadig mere stift end i USA.

### Virkningerne af den økonomiske og finansielle krise

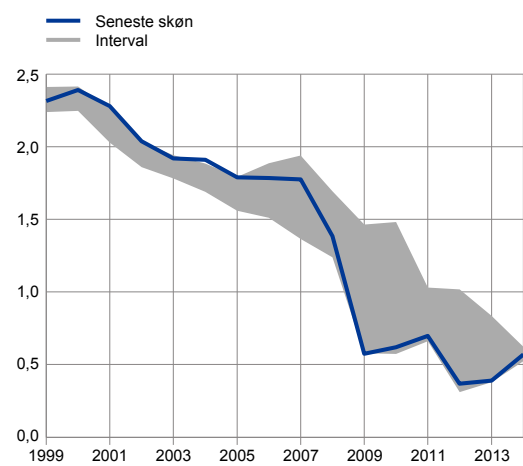
Den økonomiske og finansielle krise har mindsket produktionspotentialet i euroområdet via to hovedkanaler: lavere investering og højere strukturel ledighed. For det første faldt investeringerne betydeligt i den mest alvorlige fase af krisen, hvor især finansieringsforholdene, såsom kreditbetingelser og adgang til kredit, forværredes. Øget økonomisk og politisk usikkerhed og ugunstige konjunkturudsigter gjorde det sværere at vurdere investeringsprojekter og nedsatte forventningerne til investeringsafkast. Høj gældsætning blandt ikke-finansielle selskaber i nogle eurolande gjorde det desuden nødvendigt at reducere gælden, hvorved efterspørgslen efter kredit faldt yderligere.

For det andet har krisen også ført til højere strukturel ledighed på kort til mellemlangt sigt, hvilket kommer til udtryk i en stigning i antallet af langtidsledige og voksende diskrepans mellem de kvalifikationer, der udbydes, og dem, der efterspørges. Ledigheden er steget mere blandt lavtuddannede arbejdere end blandt de højtuddannede, hovedsagelig fordi krisen affødte et

**Figur C**

Interval for skøn for produktionspotentiale udarbejdet siden 2008

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Europa-Kommissionen og ECB's beregninger.

Anm.: Intervallet for serierne omfatter fremskrivninger for perioden efterår 2008 til efterår 2014. Det seneste skøn er fra fremskrivningerne i vinterprognosen 2015.

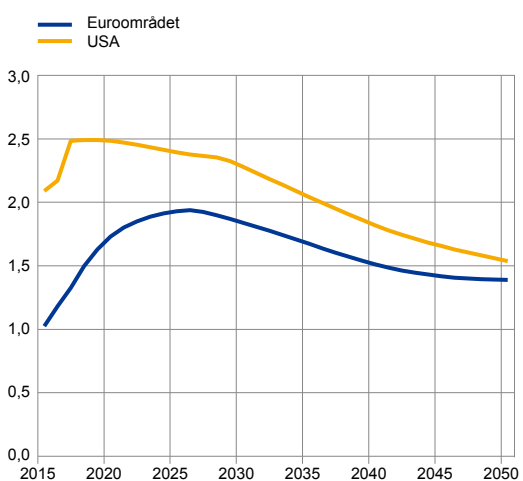
sektorskift i mange eurolande, navnlig et skift væk fra byggeriet. Da det kan være svært for lavtuddannede arbejdere, der afskediges fra én sektor, at finde arbejde i andre sektorer, og da deres værdi på arbejdsmarkedet gradvis mindskes, jo længere de er ledige, kan den strukturelle ledighed forblive høj i et godt stykke tid.

Krisen har også påvirket usikkerheden ved skøn og fremskrivninger af produktionspotentialet, hvilket gør det meget sværere at måle trægheden i økonomien. Siden 2008 har internationale institutioner samt Europa-Kommissionen foretaget betydelige nedjusteringer af deres skøn over den potentielle vækst (se figur C). Desuden er det sandsynligt, at den potentielle vækst er blevet overvurderet før krisen, idet store makroøkonomiske ubalancer i perioden op til krisen ex post har vist, at væksten var uholdbar i mange eurolande.

**Figur D**

Fremskrivninger af produktionspotentialet på langt sigt i euroområdet og USA

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: OECD.

### Udsigterne på langt sigt

På mellemlangt sigt forventes virkningerne af krisen at aftage, og væksten i euroområdet forventes at nærme sig sit langsigtede potentiale. Det understøttes muligvis også af den Investeringsplan for Europa, der blev offentliggjort i 2014. Ifølge OECD's langsigtede fremskrivninger forventes den potentielle vækst i USA at stige til 2,5 pct. på mellemlangt sigt, mens den potentielle vækst i euroområdet forventes at forblive lavere, selv om den også stiger. Efter 2025 forventes væksten i begge regioner gradvis at bremse op, så den lander på ca. 1,5 pct. i 2050 (se figur D). Denne fremskrivning for euroområdet kan være noget

optimistisk, da det antages, at TFP-væksten nærmer sig den historiske TFP-vækst i de førende OECD-lande, og at produktmarkedet og handelslovgivningen nærmer sig OECD-gennemsnittet. Med andre ord antages det, at strukturreformer gennemføres fuldt ud.

I euroområdet er den væsentligste hindring for potentiel vækst på langt sigt sandsynligvis befolkningsudviklingen. Selv om der forventes at komme et vist bidrag fra øget fertilitet og højere levealder samt indvandring, toppes euroområdets befolkning i fremskrivningen omkring 2040,

hvorefter den gradvis begynder at skrumpes, da indvandringen nok ikke vil kunne holde trit med det naturlige fald i befolkningstallet. Beskæftigelsen forventes kun at vokse frem til 2020 eller deromkring, idet stigende beskæftigelse opvejer den forventede nedgang i befolkningen i den arbejdsdygtige alder indtil da, men derefter begynder den at falde. Denne udvikling forventes at medføre en markant stigning i ældreforsørgelsesbyrden (dvs. andelen af befolkningen, der er i aldersgruppen 65 og derover) fra ca. 28 til 50 pct. i 2050. På langt sigt vil input af arbejdskraft derfor yde et negativt bidrag til den potentielle vækst. Den højere forsørgelsesbyrde indikerer, at befolkningsudviklingen også kan påvirke kapitalopbygningen, idet aldring sætter pensionssystemerne og den offentlige sektors finansiering under pres og kan føre til højere opsparing af forsigtighedshensyn og lavere investeringer.

Eftersom manglen på arbejdskraft på længere sigt forventes at dæmpe den økonomiske vækst, må væksten komme fra produktivitet og IKT. Som beskrevet ovenfor er der plads til betydelig forbedring af TFP-væksten i euroområdet. Inden for markedsrelaterede tjenesteydelser og navnlig distributionstjenester har der været stor forskel på bidraget fra TFP mellem USA og euroområdet, men også i bidraget fra IKT-kapitalen til sektorvæksten (se figur B). Desuden har euroområdet, hvis det skal undgå en længere periode med lav vækst, brug for at indhente de førende lande, hvad angår økonomisk efficiens, ved at forbedre vilkårene for innovation og iværksætteri samt arbejdsmarkedsinstitutionerne og ved at gøre lovgivningen mere lempelig.

Vækstbidraget fra nettohandlen har formodentlig været stort set neutralt i 2014, da eksporten og importen havde nogenlunde samme vækstrater. Begge havde højere vækstrater end i 2013. Året begyndte med en forholdsvis svag eksportvækst i

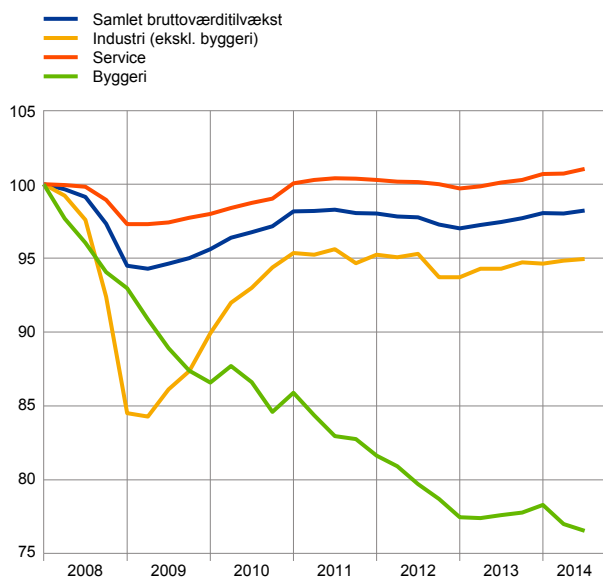
1. kvartal. Det kan sandsynligvis tilskrives flere forhold, bl.a. aftagende vækst i den globale økonomi, især i en række vækstøkonomier, samt den forsinkede effekt af euroens tidligere appreciering. Eksporten rettede sig fra 2. kvartal og frem på baggrund af fremgang i den globale vækst og fra maj også en depreciering af euroen. Hvad importen angår, udviklede den sig mere eller mindre parallelt med eksporten, idet væksten var forholdsvis svag i begyndelsen af året for så at tiltage kraftigt i 2. halvår.

Lagerændringer forventes også at have ydet et stort set neutralt bidrag til BNP-væksten i 2014, hvilket stemmer overens med den langsomme genopretning i euroområdets økonomi i årets løb. Det er en forbedring i forhold til de to foregående år, hvor lagerinvesteringer dæmpede den samlede aktivitet.

Genopretningen i 2014 var forholdsvis bredt funderet på sektorniveau. Værditilvæksten øgedes, både i industrien ekskl. byggeriet og i servicesektoren, efter to år, hvor den var henholdsvis faldet og havde været nogenlunde uændret. Genopretningen var mest

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

(Indeks: 1. kvartal 2008 = 100)



Kilde: Eurostat.

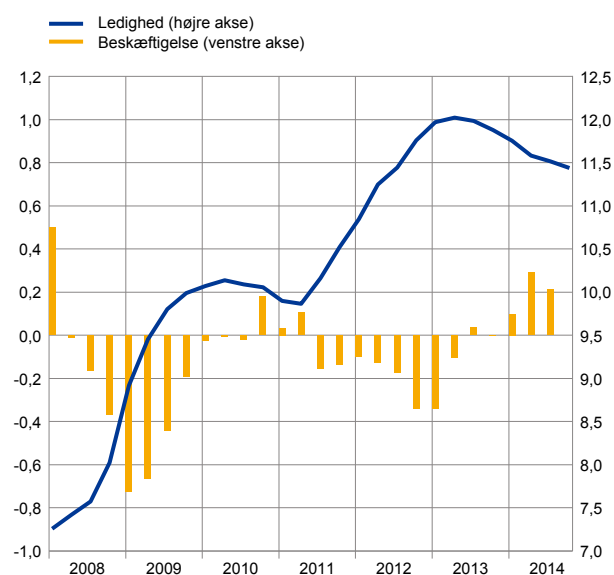
markant i servicesektoren, hvor den gennemsnitlige værditilvækst i årets tre første kvartaler var en anelse højere end niveauet før krisen i 2008, mens værditilvæksten i industrien ekskl. byggeriet stadig lå under niveauet før krisen (se figur 11). Samtidig faldt værditilvæksten i byggeriet en smule, så sektoren nu har oplevet negativ vækst syv år i træk.

## Arbejdsmarkedet forbedredes yderligere

Arbejdsmarkedet, som allerede var begyndt at vise tegn på forbedring i 2. halvår 2013, rettede sig yderligere i 2014 (se figur 12). Antallet af beskæftigede, der var faldet med 0,8 pct. i 2013, steg lidt i 2014. Det betød, at beskæftigelsen i euroområdet i 3. kvartal 2014 var omkring 0,6 pct. højere end på samme tidspunkt

**Figur 12**  
Indikatorer for arbejdsmarkedet

(Kvartalsvis vækst; pct. af arbejdsstyrken; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

året før. Det er den højeste årlige vækst, der er registreret, siden krisen satte ind i 2008. De seneste tal tyder desuden på, at jobskabelsen er tiltaget noget i forhold til produktionsvæksten siden krisens begyndelse i 2008 – men der er store forskelle landene imellem. Selv om en del af den øgede jobvækst i forhold til produktionsvækst kan tilskrives konjunkturforskel, kan denne positive udvikling også være et resultat af strukturreformer på arbejdsmarkedet. Disse har været ganske omfattende i nogle eurolande.

Stigningen i beskæftigelsen afspejler forbedringer i servicesektoren, mens beskæftigelsen i industrien ekskl. byggeriet lå stort set stabilt sammenlignet med 2013. Beskæftigelsen i byggeriet fortsatte med at aftage på årsbasis, men ikke så kraftigt som tidligere. I modsætning til 2013 steg det samlede antal arbejdstimer i 2014 lidt kraftigere end antallet af beskæftigede.

Eftersom accelerationen i beskæftigelsesvæksten var lidt mindre end stigningen i produktionsvæksten, var den gennemsnitlige årlige vækst i produktiviteten pr.

ansat på ca. 0,5 pct. i de første tre kvartaler af 2014 sammenlignet med 0,3 pct. i 2013. Selv om stigningen i produktivitetsvæksten var bredt funderet på tværs af sektorer, afspejler den i det store og hele udviklingen i byggeriet.

Ledigheden mindskedes yderligere i 2014, men tempoet aftog noget i årets løb. Nedgangen i ledigheden siden 1. halvår 2013 har været bredt funderet på køn og aldersgrupper. For 2014 som helhed lå den gennemsnitlige ledighed på 11,6 pct., hvor den i 2013 havde ligget på 12,0 pct.

## 1.4 Udviklingen i priser og omkostninger

Den faldende tendens i den samlede HICP-inflation i euroområdet fortsatte i 2014, primært som følge af udviklingen i olie- og fødevarerpriserne. Bidraget fra tjenesteydelser og industrivarer ekskl. energi var mere stabilt, men lavt, hvilket også afspejler et lavt inflationspres fra indenlandske kilder.

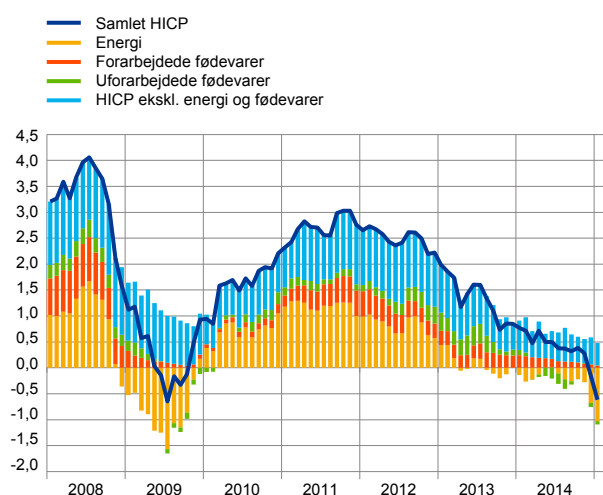
### Den samlede inflation faldt yderligere i 2014, primært som følge af oliepriserne

I 2014 var den gennemsnitlige HICP-inflation i euroområdet 0,4 pct. mod 1,4 pct. i 2013 og 2,5 pct. i 2012. Faldet var kraftigere end ventet i slutningen af 2013 og kan primært tilskrives globale faktorer som faldende råvarepriser, der især påvirkede energi- og fødevarerpriserne. Den underliggende inflation, målt ved HICP ekskl. energi og fødevarer, var stort set stabil, men fortsat lav, i 2014 som følge af den svage efterspørgsel i euroområdet i perioden.

**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.

Hvis man ser nærmere på hovedkomponenterne i HICP, viser det sig, at en stor del af faldet i den samlede årlige HICP-inflation fra slutningen af 2013 (se figur 13) kan tilskrives energikomponenten (ca. 70 pct.). Energiinflationen var negativ i næsten alle måneder af 2014, hvilket primært skyldtes udviklingen i oliepriserne i euro (se også boks 3). Råolieprisen i euro, der toppede i midten af juni, var faldet med ca. 40 pct. i slutningen af året, da faldet i EUR/USD-kursen kun delvis opvejede det kraftige fald i råoliepriserne i dollar. Lavere gaspriser bidrog også til det nedadrettede pres på energipriserne i 2014.

### Boks 3

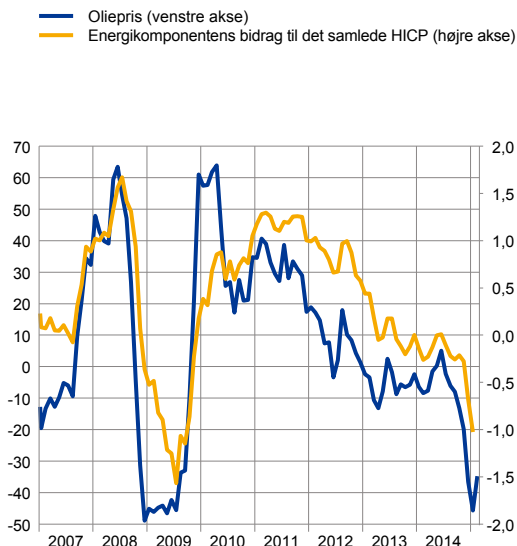
#### Olieprisernes indvirkning på inflationen i euroområdet

Olieprisernes udvikling i 2014 påvirkede euroområdets HICP-inflation både gennem direkte og indirekte kanaler. De direkte effekter af oliepriserne kan måles ved energiprisernes bidrag til den samlede HICP-inflation (se figur A). Forbrugerenergipriserne, og især priserne på brændstof til transport og opvarmning, reagerer normalt meget hurtigt (i løbet af få uger) på europrisen på olie, og gennemslaget er mere eller mindre fuldstændigt. I den forbindelse er årsagen til udviklingen i olieprisen normalt ikke relevant, dvs. hvorvidt udsvinget er udbudsrevet eller efterspørgselsrevet, og hvorvidt det kan tilskrives olieprisen i dollar eller EUR/USD-kursen. Euroens depreciering siden maj 2014 opvejede kun delvist den disinflationære effekt af faldet i råoliepriserne i amerikanske dollar i 2. halvår (især i 4. kvartal) 2014.



**Figur A****Olieprisen i euro og energikomponentens bidrag til HICP-inflationen**

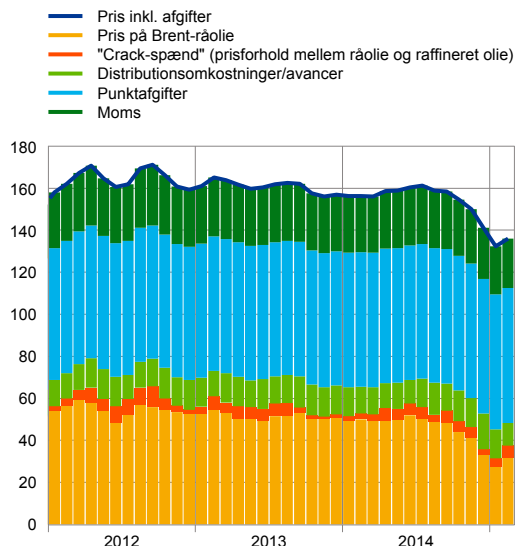
(Ændring i pct. år/år og bidrag i procentpoint)



Kilder: Thomson Reuters, Eurostat og ECB's beregninger.

**Figur B****Dekomponering af forbrugerpriserne på benzin**

(Eurocent/liter)



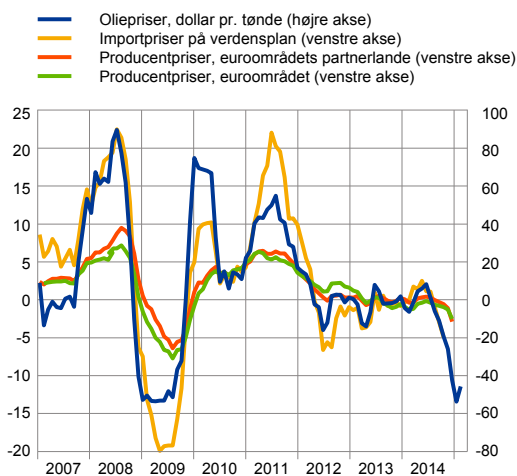
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters, Europa-Kommissionen og ECB's beregninger.

Samtidig afhænger forbrugerenergiprisernes elasticitet over for olieprisudviklingen af olieprisernes niveau. Årsagen er den typisk store andel af (faste) punktafgifter i brændstoffernes literpris (figur B viser et eksempel på benzinpriserne). Sammen med stort set stabile raffineringsmarginer og forhandleravancer betyder det, at en vis procentvis ændring i europrisen på olie medfører en lavere procentvis ændring i forbrugerenergipriserne, når oliepriserne er lave, end når de er høje. Selv om opdateringen sker med betydelig forsinkelse, stiger energivarenes andel i HICP-kurven,

når oliepriserne er høje, da efterspørgslen efter energiprodukter normalt er uelastisk. Det øger til gengæld HICP's elasticitet over for oliepriserne.

**Figur C****Olie-, import- og producentpriser**

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Thomson Reuters og ECB's beregninger.

Anm.: Euroområdets partnerlande er Australien, Bulgarien, Canada, Danmark, Hongkong, Japan, Kina, Korea, Kroatien, Norge, Polen, Rumænien, Schweiz, Singapore, Storbritannien, Sverige, Tjekkiet, Ungarn og USA.

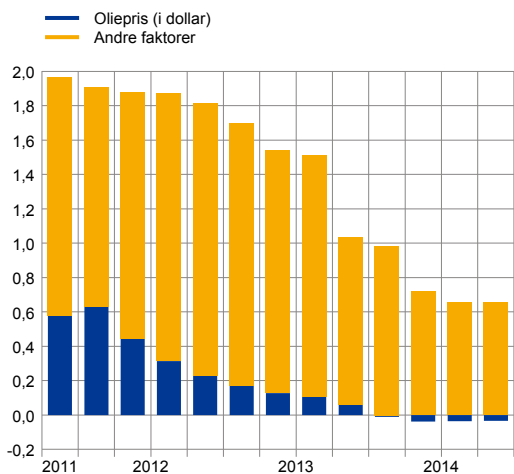
Forbrugerpriserne påvirkes indirekte af de lavere oliepriser gennem omkostningerne. Det er tydeligt, når det drejer sig om energiintensive transportydelser, men det gælder også for produktionen af mange andre varer og tjenesteydelser. Udviklingen i oliepriserne slår normalt først igennem på producentpriserne i euroområdet for indenlandsk salg med en vis forsinkelse (se figur C). Samlet set afhænger gennemslagsgraden af tilpasningen af andre omkostninger og/eller forskelle i producenterens avancetillæg. Der er en tæt sammenhæng mellem de priser, der fastsættes af producenterne i euroområdet, og de priser, der fastsættes af producenterne



## Figur D

### Skønnet effekt af råolieprisen på HICP-inflationen ekskl. energi

(Arligt bidrag i procentpoint)



Kilde: ECB's beregninger.

i partnerlandene (i deres nationale valutaer), hvilket tyder på, at de påvirkes af fælles globale faktorer.

Varer og tjenesteydelser, der indgår i HICP-kurven, kan også være importeret. Lavere oliepriser påvirker sandsynligvis også producentpriserne i euroområdet, så priserne på importerede varer afspejles i euroområdets HICP.

Det er forbundet med stor usikkerhed at kvantificere de indirekte effekter. Figur D viser de estimerede indirekte effekter af olieprisernes udvikling på euroområdets forbrugerpriser ekskl. energi siden det seneste toppunkt i inflationen i 4. kvartal 2011. Hvis man ser på perioden som helhed, afspejler den nedadgående tendens i HICP-inflationen

ekskl. energi i høj grad, at tidligere opadrettede effekter fra oliepriserne er aftaget, og i 2014 blev effekten negativ. De rapporterede skøn over indirekte effekter karakteriserer de gennemsnitlige reaktioner i konjunkturforløbet. Det konkrete gennemslag på et givet tidspunkt hænger sammen med virksomhedernes adfærd og deres evne til at tilpasse avancerne, som påvirkes af efterspørgselelasticiteten, konkurrencen og andre omkostningers fleksibilitet. Gennemslaget afhænger også af olieprisudsvingets forventede varighed efter virksomhedernes opfattelse. I den nuværende situation med svag forbrugerefterspørgsel og behov for prisjustering i nogle eurolande er det muligt, at ændringer i olieprisen kan få større virkning end i andre situationer.

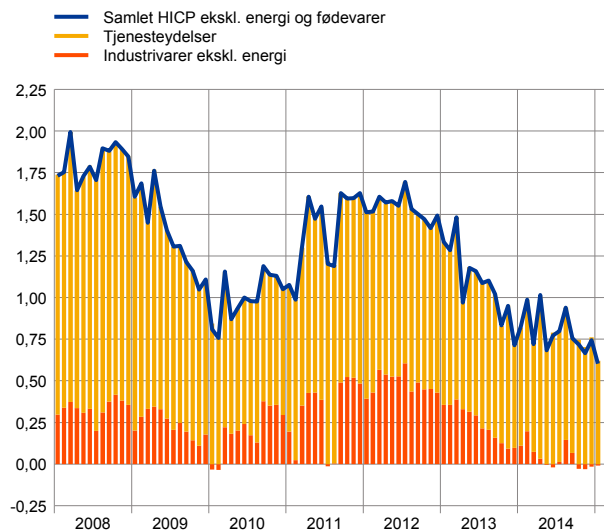
Samlet set dæmpede olieprisudviklingen euroområdets HICP-inflation i 2014. Det skete hovedsagelig gennem direkte effekter på forbrugerenergipriserne, men også gennem indirekte effekter i form af lavere indenlandske omkostninger og importpriser. Det er vigtigt, at sådanne midlertidige ændringer ikke påvirker inflationsforventningerne på langt sigt og ikke får en mere varig indflydelse på løn- og prissætternes adfærd, da det kan resultere i en mere vedvarende effekt på inflationen gennem anden runde-effekter.

Fødevarekomponenten udgjorde også et væsentligt bidrag til faldet i den samlede HICP-inflation i 2014, hvilket primært skyldtes mere gunstige vejrforhold end i 2013. Det russiske forbud mod import af fødevarer havde tilsyneladende kun begrænset indvirkning, da et muligt nedadrettet pres blev opvejet af en normalisering af priserne efter de positive udbudsstød som følge af vejrforholdene tidligere på året.

Der er større sandsynlighed for, at de to sidste komponenter i HICP, dvs. industrivarer ekskl. energi og tjenesteydelser, afspejler udviklingen i den indenlandske efterspørgsel. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer lå fortsat på et lavt, men stort set stabilt, niveau i 2014, nemlig 0,8 pct. i gennemsnit

**Figur 14****HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer og bidrag fra de enkelte komponenter**

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



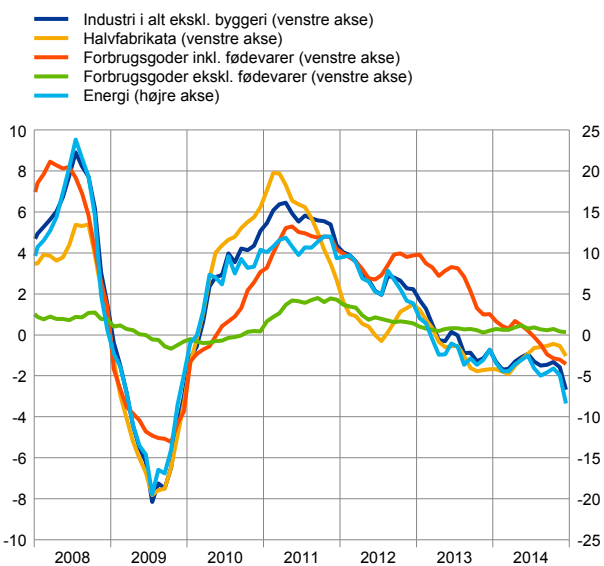
Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

(se figur 14). Det afspejler forholdsvis svag forbrugerefterspørgsel, lav "pricing power" i virksomhederne, beskeden lønudvikling i flere eurolande, den forsinkede effekt af euroens tidligere appreciering og indirekte effekter fra gennemslaget af lavere råvare- og energipriser.

Den årlige inflation i priserne på industrivarer ekskl. energi fortsatte det fald, der var begyndt i midten af 2012, og nåede ned på et niveau tæt på det historiske lavpunkt. Denne tendens var generelt bredt funderet på tværs af eurolandene og på tværs af varekategorier. Den årlige vækst i priserne på varige, halvvarige og ikke-varige forbrugsgoder faldt yderligere i 2014. Det skyldtes afdæmpet indenlandsk efterspørgsel, men også eksterne faktorer som lave råvarepriser og euroens tidligere appreciering, der påvirker importpriserne. Set over en længere periode blev prisstigningerne på industrivarer ekskl. energi dæmpet af det kraftige fald i priserne på højteknologiske varer, der er udsat for stærk konkurrence blandt detailhandlere både nationalt og internationalt.

**Figur 15****De enkelte komponenter i producentpriser i industrien**

(Ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Presset på forbrugerpriserne for industrivarer ekskl. energi som følge af flaskehalse forblev svagt i hele 2014, hvilket afspejler lave priser på både energi og råvarer ekskl. energi samt lav efterspørgsel. Udviklingen i producentpriserne i forbrugsvareindustrien ekskl. fødevarer – der har stor betydning for priserne på industrivarer ekskl. energi – forblev svag og lå lige over nul hele året. Producentpriserne på halvfabrikata samt priserne i euro på råolie og andre råvarer tyder på, at presset også har været afdæmpet på de tidligere stadier i priskæden (se figur 15).

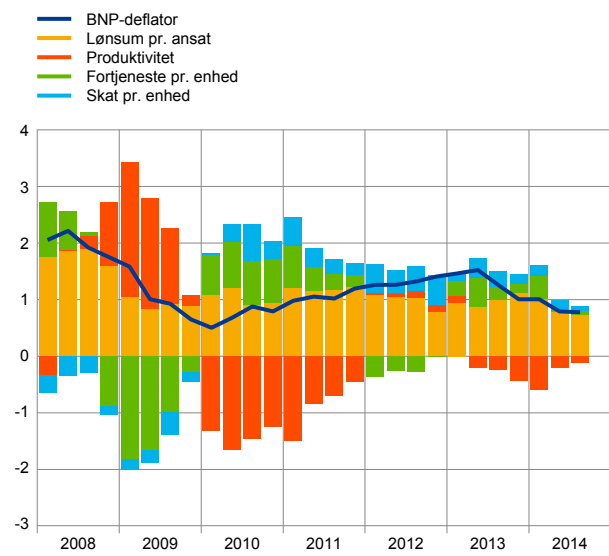
Den årlige prisstigning på tjenesteydelser nåede lavpunktet i 2014 som følge af et svagt opsving i euroområdet. Den forblev lav – især i de lande, der er præget af spændinger på markedet. Produkter, der indgår i komponenten tjenesteydelser i HICP, produceres ofte indenlandsk, hvilket betyder, at priserne på tjenesteydelser er tættere knyttet til udviklingen i den indenlandske efterspørgsel og lønomkostninger.

**Fortsat lavt indenlandsk prispres**

Det indenlandske omkostningspres, der skyldes lønomkostningerne, faldt yderligere i de første tre kvartaler af 2014 i overensstemmelse med de fortsat svage

**Figur 16**  
BNP-deflator

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



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

arbejdsmarkeder (se figur 16). Udviklingen i lønvæksten i euroområdet dækkede fortsat over betydelige forskelle i lønudviklingen fra land til land. Afmatningen i lønudviklingen kunne primært tilskrives betydelig løntilbageholdenhed i de lande, der var præget af spændinger på markedet, og afspejlede lav økonomisk aktivitet og virkningen af reformer, der skulle øge løn- og prisfleksibiliteten og fremme konkurrenceevnen.

Væksten i lønsum pr. ansat i euroområdet som helhed faldt til lige over 1 pct. i 3. kvartal 2014. Den årlige vækst i forhandlede lønninger var derimod noget højere, hvilket indikerer negativ lønglidning i euroområdet i denne periode. Den årlige vækst i enhedslønomsålingerne forblev lav (ca. 1 pct.), og den svage stigning mod slutningen af året afspejlede svagere produktivitetsvækst, der mere end udlignede den beherskede lønudvikling.

Det indenlandske omkostningspres fra udviklingen i indtjeningen var også fortsat lavt i 2014. Stigningen i avancerne (målt ved bruttooverskuddet af

produktionen) fortsatte i de tre første kvartaler af 2014, men aftog i løbet af året. Fortjenesten pr. produktionsenhed bidrog kun i mindre grad til stigningen i BNP-deflatoren i 2014.

Konjunkturbarometrene og de markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne reagerede på de lave inflationsnøgletal og kraftigt faldende energipriser. Den afdæmpende virkning var særlig kraftig i forbindelse med inflationsforventningerne på kort sigt, der udviklede sig parallelt med faldet i den samlede inflation. Men fra midten af 2014 begyndte inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt også at falde, selv om de holdt sig tæt på 2 pct. målt på konjunkturbarometrene. Survey of Professional Forecasters for 4. kvartal 2014 viste, at inflationsforventningerne på 5-års sigt var 1,8 pct., mens inflationsforventningerne på langt sigt var 1,9 pct. i Consensus Economics fra oktober 2014. Faldet i de finansielle indikatorer for inflationsforventningerne var kraftigere. I december 2014 lå den langsigtede inflationsindekserede forward swaprente på ca. 1,7 pct. Udviklingen kan have været påvirket af ændringer i inflationsrisikopræmierne.

## 1.5 Udviklingen i pengemængden og kreditgivningen

På baggrund af de meget lave renter er der to tendenser, der skiller sig ud i 2014. Pengemængdevæksten var stadig afdæmpet, men rettede sig, mens faldet i kreditvæksten nåede et lavpunkt.

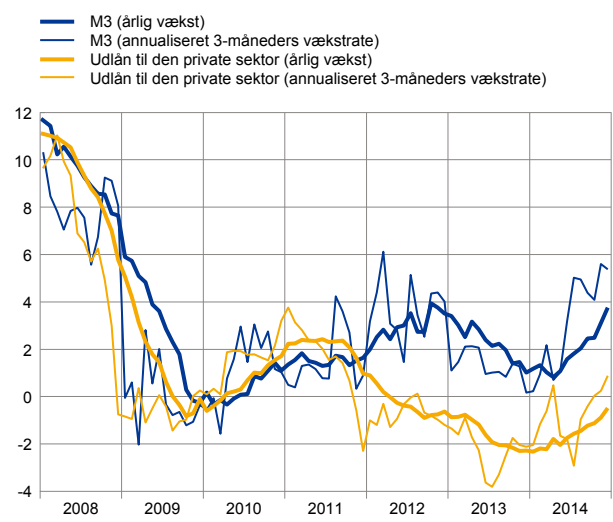
## Pengemængdevæksten var stadig afdæmpet, men viste flere og flere tegn på genopretning

Den brede pengemængdevækst målt ved M3 forblev afdæmpet, men rettede sig i løbet af 2014 (se figur 17). I december 2014 lå den årlige vækst i M3 på 3,8 pct. i forhold til 1,0 pct. ultimo 2013. Pengemængdemålene var præget af to modsatrettede tendenser: den svage økonomiske vækst og investorenes søgen efter afkast lagde

**Figur 17**

### M3 og udlån til den private sektor

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



Kilde: ECB.

en dæmper på udviklingen i pengemængden, men samtidig blev pengemængdevæksten understøttet af den aktuelle præference for likviditet i et miljø med meget lave renter. Lovændringer, der gav bankerne et incitament til at øge andelen af indlånsbaseret detailfinansiering, bidrog også positivt til væksten i M3. Alt i alt afspejlede væksten i det brede pengemængdemål ECB's rentenedsættelser og indførelse af yderligere ekstraordinære pengepolitiske tiltag med det formål at lempe kreditforholdene.

### Det igangværende fald i kreditvæksten nåede et lavpunkt

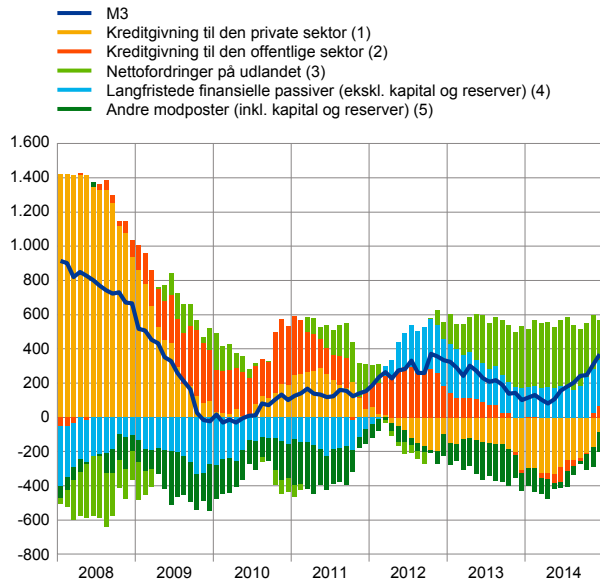
Udviklingen i kreditgivningen var fortsat afdæmpet, men det igangværende fald i kreditvæksten nåede et lavpunkt i 2014, efterfulgt af en moderat vending i udlånvæksten, navnlig for ikke-finansielle selskaber. Den årlige vækst i MFI'ernes kreditgivning

til resider i euroområdet rettede sig i løbet af året og nærmede sig nul ultimo 2014. Den årlige ændring i MFI'ernes kreditgivning var -0,1 pct. i december mod -2,0 pct. i december 2013. Denne stigning, som primært fandt sted i 2. halvår, afspejlede hovedsagelig udviklingen i udlån til den private sektor (se figur 17) samt kreditgivningen til den offentlige sektor. Det bekræfter, at der var et bredt funderet vendepunkt i udlånvæksten omkring 2. kvartal 2014, især for ikke-finansielle selskaber. Vurderingen bekræftes yderligere af undersøgelserne af bankernes udlån i euroområdet. De indikerer, at – ud over en kraftigere låneefterspørgsel – bidrog faktorer i forbindelse med bankernes finansieringsomkostninger og balancebegrænsninger samt øget konkurrence til en lempelse af kreditstandarderne for udlån til både virksomheder og husholdninger til boligkøb. Mens den årlige vækstrate i udlån til husholdninger tiltog gradvist, aftog faldet i udlån til ikke-finansielle selskaber betydeligt i årets løb. Denne fremgang i kreditudviklingen spillede en vigtig rolle, da en svag kreditudvikling – ud over forholdsvis stramme kreditstandarder – lagde en dæmper på genopretningen i euroområdet, idet den bidrog til fortsat betydelig træghed og gav anledning til et nedadrettet pres på inflationsudsigterne på mellemlangt sigt. Fremgangen blev hjulpet på vej af forbedrede forhold på de finansielle markeder og en betydelig nedgang i bankernes finansieringsomkostninger – ikke mindst takket være ECB's ordinære og ekstraordinære pengepolitiske tiltag.

## Internationale investorer bidrog også til væksten i M3

**Figur 18**  
M3's modposter

(Årlige strømme; milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

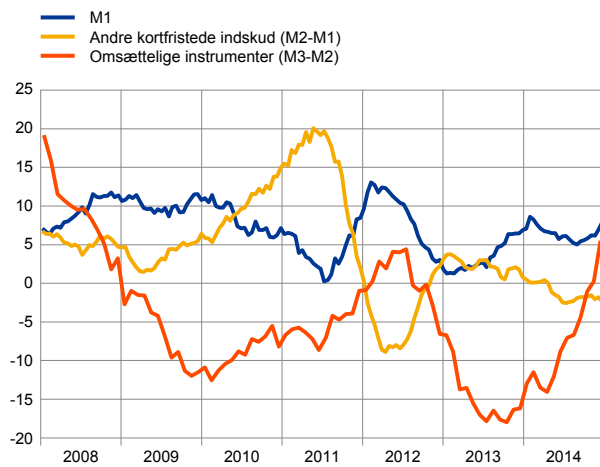
Anm.: M3 vises kun til orientering ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ).  
Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) vises med omvendt fortegn, da de er passiver for MFI-sektoren.

En vurdering af M3's modposter (se figur 18) viser, at M3 i 2014 primært var drevet af internationale investorer præference for aktiver i euroområdet. Desuden blev væksten i M3 understøttet af skift væk fra langfristede finansielle passiver. Den årlige vækst i MFI'ernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) hos den pengeholdende sektor aftog i årets løb til -5,5 pct. i december mod -3,3 pct. ultimo 2013. Hvad angår M3's øvrige modposter, fortsatte bankerne i euroområdet med at styrke deres kapital – ikke mindst i lyset af ECB's omfattende vurdering af signifikante bankers balance. Endelig var euroområdets MFI-sektors stigende nettofordringer på udlandet fortsat meget befordrende for væksten i M3. I de 12 måneder frem til slutningen af juli 2014 viste euroområdets MFI-sektors nettofordringer på udlandet en rekordhøj stigning på 412 mia. euro, som afspejler overskud på betalingsbalancen og internationale investorer generelt store interesse for at købe værdipapirer i euroområdet. Bidraget herfra faldt i løbet af resten af året, efterhånden som investorerne præference for værdipapirer i euroområdet aftog.

## Konsekvenserne af meget lave renter

**Figur 19**  
M3's hovedkomponenter

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

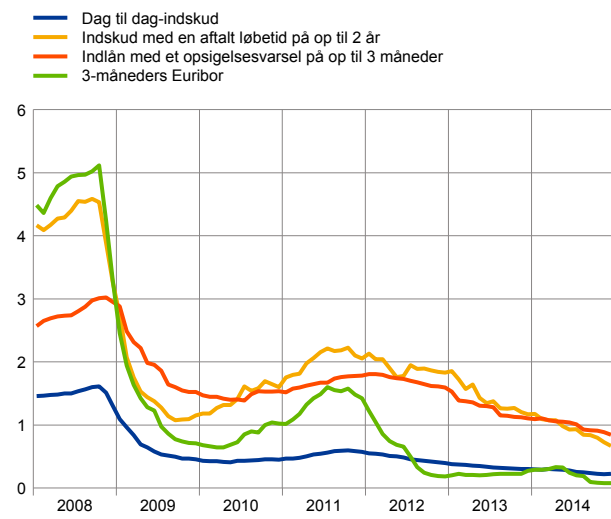


Kilde: ECB.

Hvad angår M3's hovedkomponenter, var ECB's meget lave pengepolitiske renter og pengemarkedsrenterne de primære faktorer bag den robuste årlige vækst i det snævre pengemængdemål (M1), som lå på 7,9 pct. i december 2014 i forhold til 5,7 pct. i december 2013 (se figur 19). Den pengeholdende sektors præference for de mest likvide aktiver, især dag til dag-indskud, tyder på en fortsat opbygning af kontante stødpuder i 2014. M1 nød godt af den kraftige vækst i dag til dag-indskud hos både husholdninger og ikke-finansielle selskaber. De lave og faldende renter på mindre likvide monetære aktiver (se figur 20) bidrog til den igangværende nedgang i kortfristede indskud undtagen dag til dag-indskud (M2 minus M1), og denne nedgang begyndte at aftage i maj 2014. Fremgangen var tydeligst i kortfristede tidsindskud. Nedgangen i omsættelige instrumenter

**Figur 20**  
MFI-renter for kortfristede indskud og 3-måneders Euribor

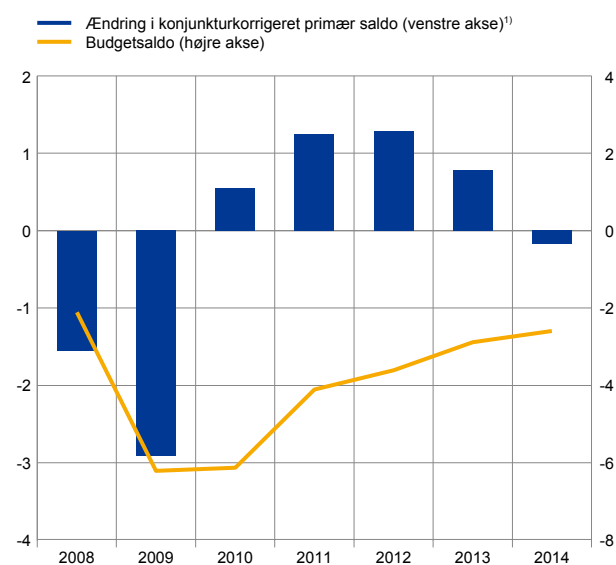
(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

**Figur 21**  
Budgetsaldo og finanspolitisk stramhedsgrad

(I pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2014.

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

(M3 minus M2), som har en forholdsvis lille vægt i M3, aftog også betydeligt, navnlig fra juni 2014, og den årlige vækst blev positiv i december 2014. Samtidig med et fortsat kraftigt fald i beholdningerne af kortfristede gældsinstrumenter udstedt af MFI'er blev den årlige vækst i genkøbsforretninger og andele i pengemarkedsforeninger positiv i slutningen af 2014.

## 1.6 Finanspolitik og strukturreformer

Budgetkonsolideringen aftog i 2014 til dels som følge af tidligere års fremskridt. For at sikre holdbare offentlige finanser kræves der en yderligere finanspolitisk indsats fra de fleste eurolande i overensstemmelse med de styrkede rammer for finanspolitisk styring. I lyset af det svage økonomiske opsving og vækstpotentialet på langt sigt er det særligt vigtigt at gennemføre budgetkonsolidering på en vækstvenlig og differentieret måde samt at gøre en målrettet indsats for at gennemføre strukturreformer. Som ECB også påpegede flere gange i 2014, giver rammerne for finanspolitisk styring tilstrækkelig fleksibilitet til at kunne rumme budgetomkostningerne på kort sigt ved omfattende strukturreformer. Fremskridtene med strukturreformer har imidlertid mistet pusten i de seneste to år, og det giver anledning til bekymring, fordi vækstfremmende strukturreformer er afgørende for fremgang i produktiviteten, beskæftigelsen og således den potentielle vækst i euroområdet.

### Budgetkonsolideringen aftog i 2014

Selv om budgetkonsolideringen i euroområdet fortsatte i 2014, gik det betydeligt langsommere, hvilket til dels kan tilskrives tidligere års fremskridt (se figur 21). I Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2014 var euroområdets offentlige underskud faldet fra 2,9 pct. af BNP i 2013 til 2,6 pct. af BNP i 2014.<sup>3</sup> Det var i overensstemmelse med Europa-Kommissionens vinterprognose 2015. Det mindre underskud i 2014 kan hovedsagelig tilskrives forbedrede konjunkturer, navnlig øgede indtægter fra afgifter som følge af et større privatforbrug, mens den strukturelle budgettilpasning gik i stå. Den finanspolitiske stramhedsgrad, målt ved den konjunkturkorrigerede primære saldo, var således stort set neutral i 2014.

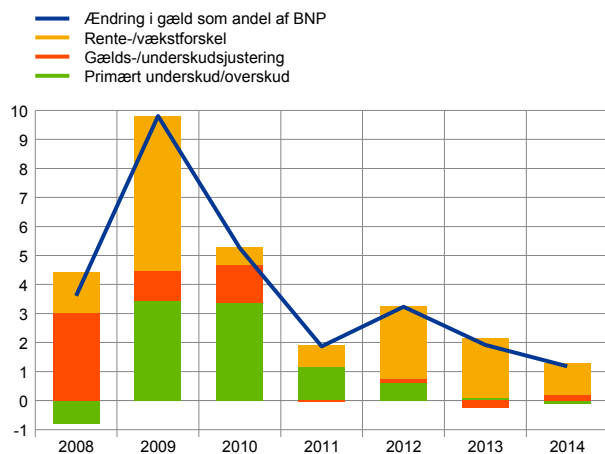
<sup>3</sup> Målet for hele euroområdet i dette afsnit omfatter Litauen.



**Figur 22**

## De vigtigste faktorer bag udviklingen i den offentlige gæld

(I pct. af BNP)



Kilder: Eurostat og Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2014.

Euroområdet offentlige gæld fortsatte med at stige i 2014. Ifølge Eurosystemets egne makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2014 nåede gælden op på 92 pct. af BNP i 2014 i forhold til 91 pct. i 2013. Stigningen afspejler høje renteudgifter og virkningen af gælds-/underskudsjusteringen, som i det store og hele vedrørte støtte til den finansielle sektor, og som betød, at gælden blev øget. Disse to faktorer blev kun delvis opvejet af et lille primært overskud og øget økonomisk vækst (se figur 22).

En anden forklaring på ændringerne i budgettallene er overgangen til det nye europæiske nationalregnskabssystem 2010 (ENS 2010). Overgangen havde en begrænset effekt på det offentlige underskud, men en betydelig effekt på gælden. For 2013 blev budgetunderskuddet som andel af BNP reduceret med 0,2 procentpoint for hele euroområdet, mens gælden som andel af BNP blev reduceret med 1,6 procentpoint. Det var hovedsagelig

en nævnereffekt på grund af en opjustering af BNP. For nogle eurolande, nemlig Irland, Luxembourg og Cypern, havde overgangen til ENS 2010 en mere markant virkning.<sup>4</sup>

## Budgetkonsolideringen varierede mellem landene

På landeniveau gav fremskridt med budgetkonsolideringen sig udslag i, at et stigende antal lande kom ud af budgetunderskudsproceduren. I de senere år har først Finland, dernæst Tyskland, Italien og Letland opnået en holdbar korrektion af deres uforholdsmæssigt store underskud. Denne positive tendens fortsatte i 2014, hvor budgetunderskudsproceduren blev ophævet for Belgien, Østrig og Slovakiet (som var blevet pålagt at korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud senest i 2013), samt Holland et år forud for tidsfristen. Endvidere forventes Malta at overholde sin tidsfrist for korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud, som er 2014.

## Behov for yderligere budgetindsats

I 2014 stod det ikke desto mindre klart, at visse landes budgetindsats ikke var tilstrækkelig til at opfylde kravene under budgetunderskudsproceduren. Faktisk tydede Europa-Kommissionens vinterprognose 2015 på, at der var risiko for, at nogle få lande ikke ville være i stand til at nå deres årlige mål fastsat under budgetunderskudsproceduren for 2014 og frem, selv om målene er blevet lempet efter tidligere forlængelser af tidsfristen under budgetunderskudsproceduren for en række lande. Med sigte på overholdelse af kravene i stabilitets- og vækstpagten udnyttede

<sup>4</sup> Se boksen "The impact of the European System of Accounts 2010 on euro area macroeconomic statistics", *Månedsoversigt*, ECB, november 2014.

Europa-Kommissionen i 2014 sine nye beføjelser i henhold til EU's styrkede rammer for økonomisk styring<sup>5</sup> og udstedte den 5. marts 2014 autonome henstillinger til Frankrig og Slovenien med krav om at indføre de nødvendige foranstaltninger til korrektion af deres uforholdsmæssigt store underskud inden for tidsfristen, som er 2015. Den 2. juni gav Kommissionen udtryk for sin opfattelse af, at Frankrig stort set havde efterlevet og Slovenien delvis efterlevet de autonome henstillinger.

I de finanspolitiske landespecifikke henstillinger, som Ecofin-Rådet vedtog i juli 2014, blev de fleste eurolande anmodet om at forstærke deres budgetstrategier i 2014 og sikre overholdelse af stabilitets- og vækstpagten i deres budgetplaner for 2015. Medio oktober 2014 forelagde de eurolande, der ikke deltog i et finansielt EU-IMF-støtteprogram, deres budgetudkast. I sine udtalelser, der blev offentliggjort den 28. november, fandt Kommissionen, at syv landes budgetudkast indebar en risiko for manglende overholdelse af stabilitets- og vækstpagten. Det gælder Frankrig, Spanien, Malta og Portugal, som stadig er omfattet af budgetunderskudsproceduren, samt Italien, Belgien og Østrig, som kom ud af budgetunderskudsproceduren i 2012 eller senere. Hvad Belgien, Frankrig og Italien angår, varslede Kommissionen en opfølgende vurdering i begyndelsen af 2015.<sup>6</sup> Kommissionen fandt, at kun fem budgetudkast overholdt pagtens krav, og fire budgetudkast overholdt stort set pagtens krav. I sine opfølgende vurderinger, der blev offentliggjort den 27. februar 2015, besluttede Kommissionen imidlertid ikke at optrappe budgetunderskudsproceduren for Frankrig og konkluderede, at Italien og Belgien overholdt kravene i pagtens forebyggende del og gældsreglen.<sup>7</sup>

## Budgetkonsolideringen skal være vækstvenlig

I lyset af det svage økonomiske opsving i 2014 er det meget vigtigt at støtte opsvinget via vækstvenlig budgettilpasning. Det er navnlig relevant for de lande, der ikke har noget finanspolitisk råderum og skal øge deres finanspolitiske indsats. I den forbindelse kan reduktioner af uproduktive udgifter frigøre midler til at bevare produktive udgifter. Reformarbejdet på indtægtssiden bør fokusere på at imødegå den forvridende effekt af beskatning samt skatteunddragelse. Her er det især vigtigt at sætte fokus på at reducere de høje skattekiller i nogle lande. På den baggrund vedtog Eurogruppen i september 2014 et sæt fælles principper som vejledning til fremtidige skattereformer.<sup>8</sup>

## Stabilitets- og vækstpagten giver tilstrækkelig fleksibilitet

Som det også blev bekræftet af Det Europæiske Råd på mødet i juni 2014, giver stabilitets- og vækstpagtens eksisterende regler tilstrækkelig fleksibilitet til at kunne modstå en negativ økonomisk udvikling og rumme budgetomkostningerne

<sup>5</sup> Artikel 11, stk. 2, i forordning (EU) nr. 473/2013 ("two-pack"-forordning).

<sup>6</sup> Se også [Kommissionens udtalelser](#), der blev offentliggjort den 28. november 2014.

<sup>7</sup> Se [Kommissionens rapporter](#), der blev offentliggjort 17. februar 2015

<sup>8</sup> Se [Eurogruppens udtalelse](#), der blev offentliggjort den 12. september 2014



på kort sigt ved omfattende strukturreformer, fx pensionsreformer. Den 13. januar 2015 udsendte Europa-Kommissionen en [meddelelse](#), som afklarer og fordeler fleksibiliteten i anvendelsen af pagtens regler på tre hovedområder, nemlig behandlingen af strukturreformer, investeringer og konjunkturforhold.<sup>9</sup> Den fleksibilitet, som stabilitets- og vækstpagten indeholder, skal benyttes på en velovervejede måde, som ECB har understreget flere gange (se boks 4).<sup>10</sup>

#### Boks 4

##### Ændringer i rammerne for finanspolitisk og makroøkonomisk styring

---

Som konsekvens af den økonomiske og finansielle krise blev EU's rammer for styring styrket i 2011 og 2013 med henblik på at genoprette tilliden til de offentlige finanser. Det skete i form af "six-pack"-forordningerne, finanspagten og "two-pack"-forordningerne. I november 2014 vurderede Europa-Kommissionen effektiviteten af ændringerne af visse dele af rammerne for styring. Vurderingen var hovedsagelig bagudrettet, og Kommissionen fandt, at procedurerne alt i alt virkede hensigtsmæssigt.

Generelt har de ændrede rammer for styring vist sig at være af stor betydning, fordi de har bidraget til at fremme landenes indsats for budgetkonsolidering, til at forbedre identifikationen af makroøkonomiske ubalancer og til at udstede landespecifikke henstillinger. Som Kommissionen også understregede i sin vurdering, skal rammernes implementering styrkes, fordi de forskellige medlemslandes konsolideringsindsats fortsat varierer og identifikationen af makroøkonomiske ubalancer ikke har medført hensigtsmæssig brug af de redskaber til afhjælpning af ubalancerne, som proceduren for makroøkonomiske ubalancer giver mulighed for. Desuden er efterlevelsen af de landespecifikke henstillinger stadig utilfredsstillende.

Hvad angår finanspolitik, bekræftede Kommissionens vurdering, at stabilitets- og vækstpagten har forankret tilliden, og at de styrkede rammer for finanspolitisk styring har fungeret som en solid vejledning for medlemslandenes respektive finanspolitikker med fokus på at opretholde de offentlige finansers holdbarhed. Det er afgørende, at pagtens regler anvendes konsistent. Det er vigtigt for at bevare de nye rammers troværdighed og effektivt hindre nye finanspolitiske ubalancer i at opstå. De nationale finanspolitiske råd, som mange lande har oprettet i de senere år, og gennemførelsen af finanspagten i national ret forventes at spille en vigtig rolle i den forbindelse. De kan bidrage til bedre budgetdisciplin og øget nationalt ejerskab af EU's budgetregler (nærmere beskrevet i boksen "Fiscal councils in EU countries", *Månedsoversigt*, ECB, juni 2014).

Hvad angår den makroøkonomiske udvikling og de økonomiske strukturer, har proceduren for makroøkonomiske ubalancer været til stor nytte med hensyn til at identificere ubalancer, og hvor alvorlige de er. Det er vigtigt, at proceduren gennemføres på en mere konsistent og gennemsigtig måde, navnlig ved at udnytte den i fuldt omfang, når der konstateres uforholdsmæssigt store ubalancer.

---

<sup>9</sup> Se en vurdering i boksen "Flexibility within the Stability and Growth Pact", *Economic Bulletin*, 1/2015, ECB.

<sup>10</sup> Se fx Mario Draghi, "Recovery and reform in the euro area" tale ved Brookings Institution, 9. oktober 2014.

Europa-Kommissionen efterlyste bidrag til sin midtvejsevaluering af Europa 2020-strategien via en offentlig høring. Eurosystemet understregede i sit bidrag, at Europa 2020-strategien bør fokusere på reformer, som påvirker den potentielle vækst og skaber beskæftigelse, fx strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne, samt reformer, der indvirker på erhvervsforholdene generelt. I høringssvaret fremhævede Eurosystemet også, at en vellykket implementering af denne reformdagsorden afhænger af fuld, streng og konsistent implementering af de styrkede rammer for økonomisk styring.

På længere sigt og i lyset af, at strukturreformer ikke kun er i et lands egen interesse, men også i hele euroområdet interesse, bør EU-styringen af strukturreformer styrkes yderligere for at hjælpe eurolandene med at forbedre deres konkurrenceevne, produktivitet, beskæftigelse og robusthed. I fremtiden kan dette indebære skift fra regler til institutioner og fra koordinering til fælles beslutningstagning. Den kommende rapport fra formanden for Europa-Kommissionen, i tæt samarbejde med eurotopmødets formand, Eurogruppens formand og ECB's formand om de næste skridt mod bedre økonomisk styring i euroområdet vil være et vigtigt udgangspunkt for yderligere overvejelse af dette emne. Det indikeres i det analysepapir, som de fire formænd har udarbejdet og sendt til stats- og regeringscheferne.

---

## Langsommere fremskridt med strukturreformer siden 2013

Fremskridtene med strukturreformer har mistet pusten i de seneste to år, og det giver anledning til bekymring, fordi vækstfremmende strukturreformer er afgørende for fremgang i produktiviteten, beskæftigelsen og således den potentielle vækst i euroområdet. Selv om behovet for fremskridt med strukturreformer varierer landene imellem, alt efter omfanget af deres ubalancer og sårbarheder, er der stadig betydelige stivheder på arbejds- og produktmarkederne i de fleste eurolande. Presset for at gennemføre reformer var forholdsvis kraftigt i 2011-13 i lande med finansielle støtteprogrammer og langt mere begrænset i de andre lande. Det gjaldt navnlig i 2013 efter en betydelig lettelse af presset på de finansielle markeder i stressede lande uden støtteprogrammer. Siden slutningen af 2013 er reformprocessen aftaget yderligere på tværs af de fleste eurolande i lyset af afslutningen på støtteprogrammer, gunstige forhold på de finansielle markeder, reformtræthed og valghensyn (se boks 4). Selv om der er indført en række politikker og foranstaltninger, der går i den rigtige retning, har eurolandene stadig lang vej igen i reformarbejdet. I nogle tilfælde er foranstaltningerne faktisk gået i den forkerte retning, og tidligere reformer er blevet udvandet eller udlijnet.

## Henstillingerne om reformer blev ikke efterlevet i fuldt omfang

I 2014 var implementeringen af de landespecifikke henstillinger stadig relativt skuffende. Europa-Kommissionen fandt, at eurolande, der ikke havde støtteprogrammer, kun i nogen eller i begrænset grad gjorde fremskridt med henstillingerne om reformer (se tabel 1). Ingen af eurolandene har i fuldt

omfang efterlevet henstillingerne fra 2014. Selv om nogle lande har optrappet reformindsatsen (især Slovenien har gjort betydelige fremskridt med tre ud af de otte henstillinger), har de fleste landes fremskridt været ret begrænsede og ikke tilstrækkelige til at imødegå de tilbageværende sårbarheder. Reformarbejdet er stadig særlig vigtigt i alle landene. Der er især brug for målrettede foranstaltninger i de eurolande, hvor Europa-Kommissionen i februar 2015 konstaterede uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, dvs. Frankrig, Italien og Portugal, og i 2014 de andre eurolande, der er underlagt Kommissionens særlige overvågning, dvs. Spanien, Irland og Slovenien.<sup>11</sup>

Den betydelige nedgang i reformtempoet i eurolandene blev bekræftet i OECD's rapport "Vejen til øget vækst" ("Going for Growth") for 2015. Det blev konstateret, at reformarbejdet især gik langsomt i de mindre sårbare eurolande, og at tempoet dalede i de mere sårbare eurolande. Den spage reformproces stod i stærk kontrast til de fortsat store udfordringer og strukturelle problemer, som de fleste eurolande stadig står over for. I forhold til 2008 lå både statsgælden og gælden i den private sektor samt ledigheden – især for de unge og langtidsledige – markant højere i 2014. Investeringerne som andel af BNP skuffede fortsat, og udsigterne for den potentielle vækst på langt sigt lå meget lavere i 2014 end seks år før. Det højere gælds niveau og de svagere vækstudsigter indebar, at det ville være forbundet med store udfordringer at rette op på beskæftigelsestabene inden for en rimelig tidshorisont uden en væsentlig motivation for reformer.

**Tabel 1**

Europa-Kommissionens vurdering af gennemførelsen af landespecifikke henstillinger fra 2014

Henstillinger	BE	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Ikke gennemført	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Fuldt gennemført	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
2	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
3	Fuldt gennemført	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
4	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
5	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Fuldt gennemført	Ikke gennemført	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Fuldt gennemført	Fuldt gennemført	Fuldt gennemført	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
6	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
7	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad
8	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad	Gennemført i begrænset grad

Kilde: Europa-Kommissionen.

Anm.: Følgende kategorier anvendes i de landespecifikke henstillinger for 2014: Ikke gennemført: medlemslandet har hverken annonceret eller vedtaget tiltag til at imødegå henstillingen. Denne kategori finder også anvendelse, hvis et medlemsland har nedsat en undersøgelsesgruppe til at vurdere eventuelle tiltag. Gennemført i begrænset grad: medlemslandet har annonceret visse tiltag til at imødegå henstillingen, men tiltagene forekommer utilstrækkelige, og/eller der er risici forbundet med deres vedtagelse/ implementering. Gennemført i en vis grad: medlemslandet har annonceret eller vedtaget tiltag til at imødegå 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.

<sup>11</sup> Se *Resultater af dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer*, Europa-Kommissionen, 25. februar 2015.

## Gennemførelse af troværdige og målrettede strukturreformer, der fremmer væksten, er altafgørende i tiden efter 2014

Fremadrettet er troværdige og målrettede reformer, der fremmer væksten, vigtigere end nogensinde før for at imødegå de væsentlige strukturelle flaskehalse, der stadig eksisterede i 2014.<sup>12</sup> Opfordringen til at styrke reformarbejdet er en opfordring til høj, holdbar vækst. Det er en nødvendighed at nedbringe ledigheden til et lavere niveau igen og at understøtte gældens holdbarhed. Hvad angår rækkefølgen af reformerne, haster det især med at gennemføre politikker, der kan øge den forventede potentielle vækst og tilliden, navnlig reformer af produktmarkeder og rammebetingelser . De reformer, der bør prioriteres, er reformer, som målrettet imødegår de fortsat mange flaskehalse i rammebetingelserne og erhvervsforholdene, og reformer inden for offentlig forvaltning (og skat), retssystemer, uforholdsmæssigt høje afkast i konkurrencebeskyttede sektorer samt forvriddinger på arbejdsmarkedene, såsom nominelle stivheder (fx begrænset løntilpasning) og reale stivheder (fx segmentering).

Der er stadig for mange flaskehalse på erhvervsområdet, fx bureaukrati, som lægger hindringer i vejen for effektiv fordeling af ressourcerne samt et hurtigere opsving i de private investeringer. De private investeringer er også påvirket af utilstrækkelige redskaber til omlægning af virksomheders gæld og konkurslovgivningen. Trods fremskridt i visse lande i 2014 skal politikforanstaltningerne på dette område optrappes yderligere for at gøre det nemmere for virksomheder (og husholdninger) at reducere deres gæld. Endvidere er det stadig svært at gennemføre foranstaltninger med sigte på at øge konkurrencen i beskyttede servicesektorer, og mange lande skal gennemføre betydelige politiktiltag for at øge konkurrencen ved at give nye og ofte mere produktive og innovative virksomheder mulighed for at komme ind på disse markeder. Hvis reformerne er troværdige og fremskyndes, vil den positive virkning på tilliden, investeringerne, jobskabelsen og væksten generelt være langt større end den negative effekt af nedadrettede prispress på kort sigt. I øjeblikket er der ingen overbevisende resultater, der tyder på, at reformerne er forbundet med store omkostninger på kort sigt.<sup>13</sup> Faktisk har krisen klart vist, at der ikke er noget alternativ til strukturreformer, når det gælder om at øge væksten, og at udskydelse af svære beslutninger kun vil øge tilpasningsomkostningerne senere. En sammenhængende, omfattende og troværdig reformstrategi er afgørende – ikke kun for at optimere reformernes langsigtede virkninger, men også for at dele tilpasningsbyrden ligeligt.

<sup>12</sup> Se Benoît Cœuré, "Structural reforms: learning the right lessons from the crisis", hovedtale på den økonomiske konference, Latvijas Banka, Riga, 17. oktober 2014.

<sup>13</sup> Se "[Structural reforms at the zero lower bound](#)", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 13, nr. 3, Europa-Kommissionen, 2014.

## 2 Værktøjskasse med vokseværk: pengepolitik ved den effektive nedre grænse for ECB's officielle renter

På baggrund af de afdæmpede inflationsudsigter samt svag vækst har Eurosystemet siden juni 2014 iværksat en række væsentlige nye pengepolitiske foranstaltninger.

Den pakke, der blev lanceret i 2014, indeholdt tre hovedelementer: nedsættelse af ECB's officielle renter til den effektive nedre grænse, indførelse af en række målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) og lancering af to opkøbsprogrammer for udvalgte aktiver udstedt af den private sektor. Formålet var at genoprette den normale pengepolitiske transmissionsmekanisme og at lempe pengepolitikken yderligere for at understøtte långivningen til realøkonomien og opsvinget i euroområdet med henblik på at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt.

De tiltag, der blev vedtaget i 2014, førte til en betydelig yderligere lempelse af den effektive pengepolitik, idet likviditetstilførslerne via de målrettede langfristede markedsoperationer og opkøbsprogrammerne forventedes at slå fuldt igennem i de følgende kvartaler. I den forbindelse meddelte Styrelsesrådet, at det havde til hensigt at forøge Eurosystemets balance betragteligt, så der ville være tilstrækkelig pengepolitisk stimulus til, at HICP-inflationen kunne stige til et niveau under, men tæt på 2 pct. Desuden var der i Styrelsesrådet enighed om at anvende yderligere ekstraordinære instrumenter inden for ECB's mandat, hvis det blev nødvendigt at tage nye skridt for at afbøde risikoen for en for lang periode med lav inflation.

I overensstemmelse hermed foretog Styrelsesrådet i begyndelsen af 2015 en grundig revurdering af udsigterne for prisudviklingen og af den pengepolitiske stimulus, der var opnået indtil da. Konklusionen var, at inflationsudsigterne på mellemlangt sigt var blevet svagere, og at de pengepolitiske tiltag, der var besluttet siden juni 2014, ganske vist havde ført til et tilfredsstillende gennemslag fra den tilførte likviditet til låneomkostningerne for den private sektor, men at mængden af likviditet ikke var tilstrækkelig. Styrelsesrådets vurdering var, at pengepolitikken ikke var tilstrækkelig lempelig til at imødegå den forhøjede risiko for en for lang periode med lav inflation. På mødet [den 22. januar 2015](#) besluttede Styrelsesrådet derfor at iværksætte et udvidet program til opkøb af værdipapirer og at ændre prisfastsættelsen for de resterende seks målrettede langfristede markedsoperationer.<sup>14</sup>

### 2.1 De pengepolitiske forhold krævede målrettet handling fra ECB's side

I 2014 gennemførte Eurosystemet sin pengepolitik under forhold, som var udfordrende, da det økonomiske opsving fortsat var svagt, inflationen gradvis aftog, udviklingen i pengemængden og kreditgivningen vedblev at være behersket, og den pengepolitiske transmissionsmekanisme stadig ikke fungerede optimalt.

Som nærmere beskrevet i kapitel 1, afsnit 1, fortsatte det gradvise økonomiske opsving, der satte ind i 2. halvår 2013, i begyndelsen af 2014. Mod midten af 2014 var der dog tegn på, at opsvinget i euroområdet klingede lidt af, idet svagere indenlandsk

<sup>14</sup> Dette er beskrevet nærmere i boksen "The Governing Council's expanded asset purchase programme", *Economic Bulletin*, nr. 1/2015, ECB.

efterspørgsel samt øgede geopolitiske spændinger og utilstrækkelige strukturreformer i nogle eurolande havde en negativ indvirkning på de økonomiske forhold. Samtidig med at visse midlertidige faktorer vedrørende kalendereffekter og vejrforhold også bidrog til de svage konjunkturer, lagde høj arbejdsløshed og træg investeringsadfærd fortsat en dæmper på den økonomiske aktivitet. I 2014 som helhed steg realt BNP med 0,9 pct.

Som nævnt ovenfor var den samlede inflation lav og aftog i årets løb, idet den gennemsnitlige årlige HICP-inflation i 2014 var 0,4 pct. Nedgangen i HICP-inflationen var primært drevet af udviklingen i energi- og fødevarerpriserne – og i årets første måneder også af effekten af euroens appreciering på det tidspunkt og tidligere. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer var også behersket, hvilket tydede på, at den brede samlede efterspørgsel var svag. Vedvarende lav inflation og et brat fald i energipriserne påvirkede inflationsforventningerne. Den afdæmpende effekt var særlig kraftig for inflationsforventningerne på kort sigt, som udviklede sig parallelt med faldet i den samlede inflation. Fra sommeren 2014 og frem begyndte inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt også at vise en klar nedadrettet tendens.

Som allerede nævnt var udviklingen i pengemængden og kreditgivningen stadig svag i 2014, om end begge viste tegn på bedring i løbet af året. Samtidig med at væksten i M3 blev støttet af højere vækst i M1 som følge af en voksende præference for likviditet i et lavrentemiljø, dæmpede den svage økonomiske udvikling væksten i pengemængden.

Udviklingen i kreditgivningen var moderat trods begyndende tegn på en vending, der kunne tilskrives den generelle lempelse af lånevilkårene for euroområdet MFI'er. Långivningen til den private sektor faldt, da en positiv udvikling i kreditgivningen til husholdningerne blev mere end opvejet af en fortsat negativ udvikling i kreditgivningen til de ikke-finansielle selskaber. Kreditforholdene var stadig stramme for husholdninger og virksomheder, navnlig i visse eurolande, idet forbedrede finansielle forhold og – især – tidligere pengepolitiske stimuli kun delvis slog igennem i låneomkostningerne for den private sektor. Som følge heraf havde de pengepolitiske ændringer kun en begrænset effekt på bankernes udlånsrenter, som forblev relativt høje trods ECB's lempelige pengepolitik. Restriktive låneforhold i nogle lande dæmpede den samlede efterspørgsel og bidrog til at svække økonomien. Den svage udvikling i kreditgivningen mindskede opsvinget i euroområdet og lagde dermed et nedadrettet pres på inflationsudsigterne på mellemlangt sigt.

Skønt stemningen på de finansielle markeder bedredes i årets løb, sås der en vis volatilitet fra tid til anden. Desuden var fragmenteringen af de finansielle markeder stadig betydelig, selv om blev mindsket yderligere. Det betød, at finansieringsforholdene fortsat var heterogene for husholdninger og virksomheder i de forskellige eurolande. ECB's pengepolitiske foranstaltninger var dog med til at reducere begrænsningerne på bankfinansiering. Gennemførelsen af ECB's omfattende vurdering i oktober og den dermed forbundne styrkelse af bankernes balancer og adgang til markedsbaseret finansiering forventes at medføre en yderligere lempelse af bankernes finansieringsvilkår og øge deres villighed til at låne penge ud.

I denne situation med forværrede inflationsudsigter, svag vækst, en afdæmpet udvikling i pengemængden og kreditgivningen og en fortsat ufuldstændig pengepolitisk transmissionsmekanisme har Styrelsesrådet vedtaget en omfattende

række foranstaltninger siden juni 2014. Målet har været at forbedre den pengepolitiske transmissionsmekanisme og at lempe pengepolitikken yderligere. Mere specifikt understøtter foranstaltningerne långivningen til realøkonomien ved at bringe de gennemsnitlige låneomkostninger for husholdninger og virksomheder ned på et niveau, som er mere i overensstemmelse med pengepolitikens ønskede stramhedsgrad. Tiltagene er også i overensstemmelse med Styrelsesrådets forward guidance vedrørende ECB's officielle renter, idet de er med til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt.

## 2.2 Den pengepolitiske juni-oktober-pakke

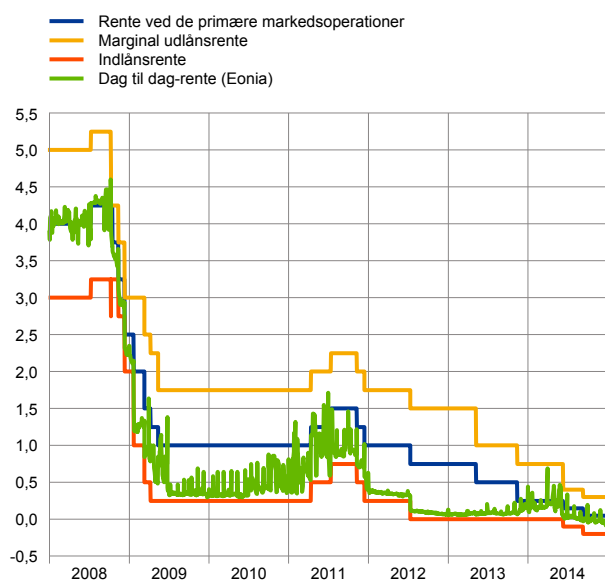
Den pengepolitiske pakke, der blev lanceret mellem juni og oktober, indeholdt tre hovedelementer: nedsættelse af ECB's officielle renter til den effektive nedre grænse, indførelse af en række målrettede langfristede markedsoperationer og lancering af to opkøbsprogrammer for udvalgte aktiver udstedt af den private sektor.

Hensigten var, at foranstaltningerne skulle have en markant effekt på kreditforholdene for husholdninger og virksomheder i euroområdet. Desuden skulle de støtte en forankring af inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om prisstabilitet. Endelig afspejlede ECB's tiltag væsentlige og stigende forskelle i konjunkturerne i de største avancerede økonomier.

**Figur 23**

### ECB-renter og dag til dag-renten

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



Kilder: ECB og Thomson Reuters.

### ECB's officielle renter nåede den effektive nedre grænse

ECB's officielle renter blev nedsat til den effektive nedre grænse. Renten ved Eurosystemets primære markedsoperationer og renten på indlånsfaciliteten blev ad to omgange nedsat med i alt 20 basispoint til henholdsvis 0,05 pct. og -0,20 pct., mens renten på den marginale udlånsfacilitet ad to omgange blev nedsat med i alt 45 basispoint til 0,30 pct. (se figur 23). Rentenedsættelserne var i overensstemmelse med Styrelsesrådets forward guidance.<sup>15</sup>

I og med at renten på indlånsfaciliteten blev negativ, forstærkedes effekten af at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer, samtidig med at rentekorridoren blev holdt åben, så bankerne havde et incitament til at handle indbyrdes. Det er en forudsætning for, at markedet fungerer tilfredsstillende, prisfastsættelsen er markedsdrevet, og markedsdisciplinen er effektiv. Dermed havde

rentenedsættelsen en betydelig effekt på både spot- og forwardrenterne på pengemarkedet, mens omsætningen på det meget korte pengemarked var stort set uændret.

<sup>15</sup> Se også boksen "The Governing Council's forward guidance on the key ECB interest rates", *Månedsoversigt*, ECB, juli 2013.



Indførelsen af den negative rente på indlånsfaciliteten forløb uden problemer, men der var behov for at justere afkastet på visse af Eurosystemets balancer, idet flytning af beholdninger mellem konti ellers havde kunnet underminere politikken med en negativ rente. Frem for alt sikrede ECB sig, at den negative rente også gjaldt for gennemsnitlige reserver, der oversteg reservekravene, og for visse andre indskud i Eurosystemet, som beskrevet i en [pressemeldelse den 5. juni 2014](#).

## Målrettede langfristede markedsoperationer giver bedre adgang til kredit

En serie målrettede langfristede markedsoperationer blev [annonceret den 5. juni 2014](#) med henblik på at forbedre bankernes långivning til euroområdet ikke-finansielle private sektor. Med de målrettede langfristede markedsoperationer tilbydes der langfristede lån på attraktive vilkår i en periode på op til fire år til alle banker, som opfylder visse benchmarks for deres udlån til realøkonomien. Tiltaget afspejler euroområdet overvejende bankbaserede finansieringsstruktur, og at svag långivning fra bankernes side i høj grad kan hæmme opsvinget. Ved at give bankerne et incitament til at låne penge ud til realøkonomien skulle de målrettede langfristede markedsoperationer være med til at styrke den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Bedre finansieringsforhold for bankerne bør bidrage til en lempelse af kreditforholdene, så kreditgivningen stimuleres.

Et centralt element i de målrettede langfristede markedsoperationer er, at det beløb, bankerne kan låne, afhænger af deres udlånsadfærd. Bankerne fik indledningsvis tildelt en låneramme, som svarede til 7 pct. af deres samlede långivning til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet pr. 30. april 2014, ekskl. udlån til husholdninger til boligkøb. Bankerne havde mulighed for at trække på denne initiale låneramme i de to første markedsoperationer i henholdsvis september og december 2014.

Derefter vil alle modparter i perioden fra marts 2015 til juni 2016 i en serie målrettede langfristede markedsoperationer have mulighed for at låne yderligere beløb, afhængigt af udviklingen i deres godkendte långivning ud over det bankspecifikke benchmark.<sup>16</sup> Jo mere bankernes långivning overstiger benchmarket, desto mere vil de kunne låne. Incitamentet øges ved at anvende en multiplikator, således at bankerne kan låne op til tre gange det beløb, hvormed nettolångivningen overstiger benchmarket.

Renten på de målrettede langfristede markedsoperationer fastsættes for hver enkelt operations løbetid. For de to første målrettede langfristede markedsoperationer blev renten fastsat til den gældende rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer på starttidspunktet plus et fast spænd på 10 basispoint. Med henblik på at øge operationernes virkning besluttede Styrelsesrådet i

<sup>16</sup> Benchmarket 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. Styrelsesrådet besluttede, at benchmarket altid sættes til nul for banker med positiv godkendt nettolångivning i de 12 måneder frem til 30. april 2014, og at benchmarket sættes til følgende for banker med negativ godkendt långivning i de 12 måneder frem til 30. april 2014: hver banks gennemsnitlige månedlige nettolångivning i de 12 måneder frem til 30. april 2014 ekstrapoleres i 12 måneder frem til 30. april 2015, mens benchmarket for månedlig nettolångivning sættes til nul for de 12 måneder fra 30. april 2015 til 30. april 2016.

januar 2015 at fjerne det faste spænd på 10 basispoint for de målrettede langfristede markedsoperationer, der gennemføres fra marts 2015 til juni 2016. For at sikre, at de midler, bankerne tilbydes, bruges til at understøtte en stigning i långivningen, vil alle modparter, som ikke opfylder visse krav til deres nettolångivning til realøkonomien, skulle tilbagebetale de lånte beløb i september 2016, dvs. to år før udløb. Alle målrettede langfristede markedsoperationer udløber i september 2018.

Kombinationen af lave renter på langfristede markedsoperationer og positive incitamenter til at låne penge ud (samt negative følger af ikke at yde lån) bør øge udbuddet af lån, hvorved renterne presses ned. Meningen er altså, at de målrettede langfristede markedsoperationer skal tilskynde bankerne til at lade gunstige låneforhold som følge af ECB's rentebeslutninger komme låntagere i den private sektor til gode.

Det samlede beløb, som blev lånt i de to første markedsoperationer, var 212,4 mia. euro (82,6 mia. euro i september og 129,8 mia. euro i december). I alt 469 modparter deltog i markedsoperationerne. Banker, som ønskede at deltage, men ikke havde den fornødne udlånsportefølje, fik mulighed for at gå sammen med banker, som havde en tilstrækkelig stor udlånsportefølje, i forbindelse med de målrettede langfristede markedsoperationer. På den måde fik 1.223 kreditinstitutter i realiteten adgang til markedsoperationerne. Deltagerne var bredt fordelt over hele euroområdet.<sup>17</sup>

Den enkelte modparts låneramme i de to første operationer var beregnet på forhånd ud fra oplysninger, som modparterne havde indsendt vedrørende deres godkendte udlånsporteføljer i april 2014. På grundlag af bankernes indsendte oversigter over godkendte udlån blev den initiale låneramme sat til 266,5 mia. euro.

Til sammenligning var den teoretiske låneramme på ca. 385 mia. euro, hvis alle banker med godkendte udlånsporteføljer havde indsendt oversigter.

De målrettede langfristede markedsoperationer var attraktive for bankerne af flere grunde. For det første var de indbyggede pris- og løbetidsincitamenter for mange banker gunstigere end markedsvilkårene. Det gjaldt ikke mindst for renten ved de målrettede langfristede markedsoperationer i 2014, som var den gældende rente ved de primære markedsoperationer på 5 basispoint plus et spænd på 10 basispoint. På afviklingsdagen for den anden målrettede langfristede markedsoperation havde det samlede lånevolumen i begge operationer øget den gennemsnitlige løbetid på Eurosystemets udestående markedsoperationer til næsten halvandet år (under antagelse af, at de målrettede langfristede markedsoperationer først tilbagebetales efter fire år), hvor den inden afvikling af den første målrettede langfristede markedsoperation havde været mindre end fire måneder. Ved udgangen af 2014 var løbetiden en anelse lavere, nemlig et år og fire måneder. For det andet var der banker, som måske ikke havde den store interesse i at deltage, fordi deres finansieringssituation allerede var udmærket, men som sagde, at deltagelse kunne styrke deres virksomheds image, da de dermed tog del i en operation, der skulle understøtte realøkonomien. For det tredje kunne bankerne ved at lade de lavere finansieringsomkostninger slå igennem i deres lånebetingelser forbedre deres position på lånemarkedet.

<sup>17</sup> Resultaterne af den første målrettede langfristede markedsoperation gennemgås nærmere i boksen "The targeted longer-term refinancing operation of September 2014", *Månedsoversigt*, ECB, oktober 2014.

De målrettede langfristede markedsoperationer var med til at lempe forholdene på det finansielle marked, og de operationer, der gennemføres fra marts 2015 til juni 2016, vil yderligere lempe pengepolitikken og fremme kreditgivningen.

## Formålet med opkøbsprogrammerne for aktiver udstedt af den private sektor er at lempe kreditforholdene i økonomien

To programmer til opkøb af aktiver udstedt af den private sektor – for henholdsvis asset-backed securities (ABSPP) og særligt dækkede obligationer (CBPP3) – skulle gøre det muligt at intervenere selektivt på markeder, hvor gennemslaget til låneforholdene for euroområdet ikke-finansielle private sektor er højt. Dermed supplerer disse programmer de målrettede langfristede markedsoperationer med hensyn til at styrke kreditforholdene og fremme den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

Inden for ABSPP begyndte Eurosystemet at opkøbe simple og gennemsigtige asset-backed securities med underliggende aktiver, der består af tilgodehavender hos den ikke-finansielle private sektor i euroområdet. Inden for CBPP3 begyndte Eurosystemet at opkøbe særligt dækkede obligationer i euro udstedt af MFI'er med hjemsted i euroområdet. Styrelsesrådet meddelte, at de to opkøbsprogrammer forventes at ville fortsætte i mindst to år.

Beslutningen om at opkøbe simple og gennemsigtige asset-backed securities afspejler dette markeds rolle i forhold til at fremme nye kreditstrømme til økonomien. Navnlig er der en tæt sammenhæng mellem rentespændene for handlede asset-backed securities og bankernes udlånsrenter på de underliggende kreditter. Da det europæiske marked for asset-backed securities stadig ikke fungerer optimalt, er der god mulighed for at intervenere og påvirke udviklingen på dette marked. Eurosystemets opkøb kan således styrke det direkte gennemslag fra de målrettede langfristede markedsoperationer, dvs. de får betydning for, om de lavere finansieringsomkostninger for bankerne virkelig slår igennem til husholdninger og virksomheder i euroområdet. De lavere spænd for asset-backed securities giver bankerne arbitragemuligheder, hvorved de får en tilskyndelse til at udstede asset-backed securities og dermed øge udbuddet af lån. Det vil føre til lavere udlånsrenter.

Hvad angår særligt dækkede obligationer, er der på den udstedende banks balance en forholdsvis tæt sammenhæng mellem særligt dækkede obligationer på den ene side og de underliggende lån på den anden side. Efterhånden som priserne på særligt dækkede obligationer presses opad, forventes bankerne at reagere på markedsincitamentene ved at udstede flere omsættelige dækkede værdipapirer og dermed flere lån som sikkerhed for dem. CBPP3 er derfor et yderligere supplement til de målrettede langfristede markedsoperationer og opkøbene af asset-backed securities. Desuden har direkte intervention i markedet for særligt dækkede obligationer styrket transmissionen via justering af porteføljer. Væksten i likviditeten som følge af den samlede effekt af disse direkte markedsoperationer har bidraget til diversificering af investeringsmønstre, hvorved finansieringsforholdene generelt er blevet mere lempelige.

## Gennemførelsen af opkøbsprogrammerne er i fuld gang

Eurosystemet påbegyndte sine opkøb af værdipapirer i henhold til ABSPP den 21. november 2014 og havde afviklet for 1,7 mia. euro ved årets udløb (se tabel 2). De opkøbte mængder afhænger af flere faktorer, herunder størrelsen af og udviklingen på det samlede marked, men også faktorer som, at private investorer ikke skal presses ud af markedet. De forholdsvis beskedne opkøbsmængder i 2014 afspejler også, at opkøbene begyndte, lige inden markedet droslede ned for aktiviteterne i december. Udmeldingen om ABSPP og gennemførelsen af beslutningen førte dog til en synlig indsnævring af spændene for asset-backed securities. Prisjusteringerne var særligt markante i de markedssegmenter, hvor Eurosystemet intervererede direkte.

Da euroområdet marked for asset-backed securities er heterogent og bredt, mente Styrelsesrådet, at det for at maksimere effekten af ABSPP var hensigtsmæssigt at benytte fire eksterne porteføljeformidlere, som supplerer hinanden, hvad angår specialer og ekspertise. I december 2014 påtog Banque de France sig rollen som intern porteføljeformidler og begyndte at opkøbe asset-backed securities sideløbende med de eksterne porteføljeformidlere. Porteføljeformidlernes rolle er at foretage opkøbene af asset-backed securities i henhold til eksplicite instrukser fra og på vegne af Eurosystemet, som foretager pristjek og due diligence, inden transaktionerne godkendes. Opkøbene inden for forskellige segmenter af godkendte asset-backed securities udstedt i euroområdet allokeres af ECB til de forskellige porteføljeformidlere under hensyntagen til deres specialer. Når Eurosystemet har videreudviklet sin tekniske formåen og ekspertise, regner det med selv at overtage gennemførelsen af ABSPP fra de eksterne porteføljeformidlere.

**Tabel 2**  
Samlede opkøb i henhold til ABSPP og CBPP3 i 2014

(Milliarder euro; i pct.)

	Samlet beløb afviklet i 2014	andel heraf på det sekundære marked	andel heraf på det primære marked
ABSPP	1,7	90	10
CBPP3	29,6	82	18

Kilde: ECB.

Eurosystemet begyndte at foretage opkøb i henhold til CBPP3 den 20. oktober 2014, og den bogførte værdi af de afviklede obligationer var 29,6 mia. euro ultimo 2014 (se tabel 2). Iværksættelsen af CBPP3 forløb gnidningsløst og effektivt. Opkøb blev foretaget i en lang række lande og i overensstemmelse med målsætningen. Opkøbene foretages i princippet af hele Eurosystemet, dog med en vis grad af specialisering ud fra effektivitetshensyn. Som det også var tilfældet med

CBPP og CBPP2, er CBPP3-porteføljen til rådighed for værdipapirudlån. Ligesom annonceringen af ABSPP førte annonceringen og gennemførelsen af CBPP3 til en synlig indsnævring af spændene for de relevante værdipapirer.

Opkøb under begge programmer foretages på både det primære og det sekundære marked. I 2014 blev 18 pct. af de særligt dækkede obligationer og 10 pct. af asset-backed securities købt på det primære marked.

Den positive effekt af CBPP3- og ABSPP-programmerne på de respektive markeder var mest synlig lige efter annonceringen den 4. september og offentliggørelsen af de nærmere detaljer den 2. oktober, hvor kreditsspændene indsnævredes væsentligt, navnlig for værdipapirer udstedt i de mere stressramte jurisdiktioner. Iværksættelsen af faktiske opkøb førte til en lille yderligere indsnævring, hvorefter spændene holdt

sig mere eller mindre i ro. Mod slutningen af året aftog investorenes efterspørgsel efter særligt dækkede obligationer noget som følge af de forholdsvis lave spænd, og det fik spændene til at udvide sig lidt.

Udeståender, ugentlig afvikling og ugentlige indfrielse for hvert af de to programmer offentliggøres på ECB's websted og kommenteres i Eurosystemets [ugentlige konsoliderede balance](#). Desuden offentliggør ECB på sit websted oplysninger om fordelingen af opkøb i henhold til CBPP3 på det primære og sekundære marked på månedsbasis.

## Aktiver, som er omfattet af opkøbsprogrammerne

Hvilke aktiver der er godkendt i forbindelse med opkøbsprogrammerne, bestemmes som udgangspunkt af Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. Der foretages dog visse justeringer for at tage højde for forskellen mellem at acceptere aktiver som sikkerhed og direkte at købe dem. For at sikre at programmerne omfatter aktiver fra hele euroområdet, er asset-backed securities og særligt dækkede obligationer fra Grækenland og Cypern, som p.t. ikke er godkendt som sikkerhed i de pengepolitiske operationer, underlagt særlige regler med risikobegrænsende tiltag.<sup>18</sup>

For CBPP3's vedkommende skal de særligt dækkede obligationer opfylde kravene til godkendelse som sikkerhedsstillelse til eget brug samt visse andre krav i henhold til artikel 2 i afgørelse ECB/2014/40. Enheder, der er suspenderet fra Eurosystemets kreditoperationer, er også udelukket fra opkøb i henhold til CBPP3, så længe de er suspenderet. Desuden gælder der visse begrænsninger for beholdningerne af det enkelte værdipapir.

Hvad angår ABSPP, skal værdipapirerne opfylde yderligere krav som beskrevet i artikel 2 i afgørelse ECB/2014/45. Herudover gennemfører ECB en kreditrisikovurdering og due diligence i forhold til sådanne asset-backed securities, inden de købes og løbende derefter. Desuden gælder der visse begrænsninger for beholdningerne af et enkelt værdipapir.

## 2.3 ECB's markedsoperationer og likviditetsudvikling

Eurosystemet fortsatte med at tilbyde rigelig 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 fra Eurosystemet, der afgjorde udeståendet. For fortsat at kunne imødekomme bankernes efterspørgsel efter centralbanklikviditet besluttede Styrelsesrådet som led i den pengepolitiske pakke fra juni at fortsætte med fuld tildeling ved de primære markedsoperationer og de langfristede markedsoperationer i hvert fald indtil udgangen af december 2016.

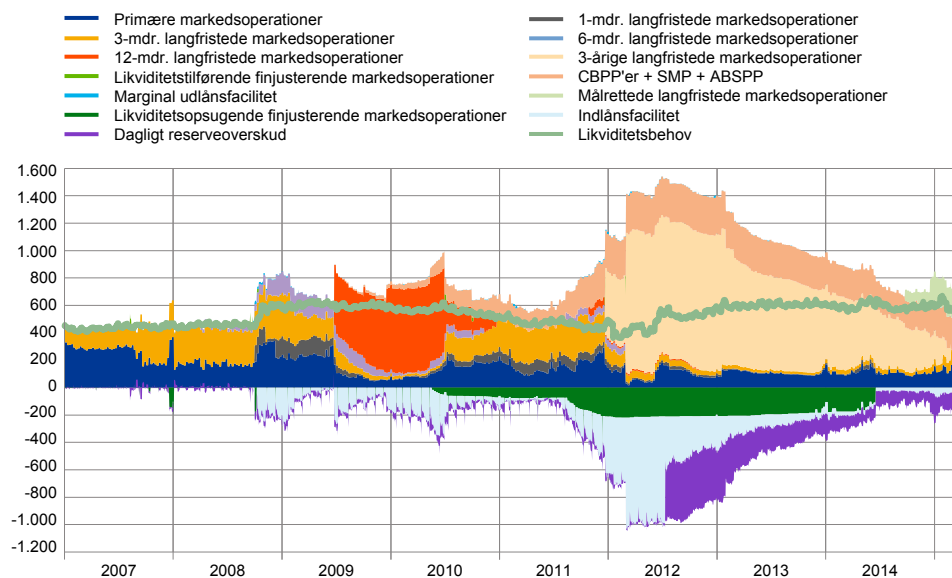
<sup>18</sup> Dette er beskrevet nærmere i artikel 2, stk. 5, i [afgørelse ECB/2014/40 af 15. oktober 2014 om indførelse af det tredje program vedrørende køb af særligt dækkede obligationer](#) og artikel 2, stk. 8, i [afgørelse ECB/2014/45 af 19. november 2014 om indførelse af programmet vedrørende køb af værdipapirer af asset-backed typen](#).

Bankerne gjorde fortsat omfattende brug af muligheden for indfrielse i forbindelse med de to 3-årige langfristede markedsoperationer og indfrie i alt 334 mia. euro i 2014, dvs. 6,7 mia. euro om ugen i gennemsnit. Eftersom det egentlige likviditetsbehov, dvs. behovet som følge af reservekrav og autonome faktorer<sup>19</sup>, lå nogenlunde stabilt, førte indfrielse til en gradvis, men betydelig nedgang i den overskydende likviditet på Eurosystemets balance i løbet af 2014 (se figur 24). Der var flere grunde til indfrielse, herunder bedre adgang til lånemarkedet og mere stabile finansieringskilder, en tendens til at nedbringe reserveoverskud, som var opbygget af forsigtighedshensyn, samt tilpasning af balancerne og gældsreduktion. Desuden kan det også have fremskyndet indfrielse, at den lovkravsmæssige værdi af finansieringen faldt, da først løbetiden for de 3-årige langfristede markedsoperationer kom ned på under 1 år. Endelig benyttede bankerne i højere grad Eurosystemets kortere markedsoperationer, så de kunne styre likviditeten mere aktivt, samt de målrettede langfristede markedsoperationer. Faktisk toppede indfrielse umiddelbart inden de to målrettede langfristede markedsoperationer: med 19,9 mia. euro den 24. september 2014 og med 39,8 mia. euro den 17. december 2014.

**Figur 24**

**Eurosystemets likviditetstilførende og likviditetsopsugende operationer siden 2007**

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

I juni 2014 blev de ugentlige finjusterende operationer, der var blevet gennemført for at opsuge likviditeten fra SMP-programmet (Securities Markets Programme), indstillet. Foranstaltningen, som var en del af den pengepolitiske juni-oktober-pakke, førte i første omgang til en stigning i mængden af overskydende likviditet. Umiddelbart efter at de var blevet indstillet, steg den overskydende likviditet til 160 mia. euro den 18. juni – fra et niveau på 122 mia. euro dagen før.

<sup>19</sup> De autonome faktorer er de poster på Eurosystemets balance, fx seddelomløbet og statslige indskud, der påvirker kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti, men som ikke direkte falder ind under Eurosystemets likviditetsstyring.

Stigningen i den overskydende likviditet viste sig at være midlertidig, primært fordi den likviditet, der ikke længere blev opsuget ved de finjusterende operationer, blev udlignet af lavere deltagelse i Eurosystemets øvrige markedsoperationer. Bankerne fremskyndede indfrielsen i forbindelse med de 3-årige langfristede markedsoperationer og mindskede brugen af de primære markedsoperationer. Banker med store kontantbeholdninger, som regelmæssigt havde deltaget i de likviditetsopsugende operationer, kunne dog ikke placere alle deres overskydende midler og oplevede en nettostigning i beholdningerne på anfordringskonti og i indlånsfaciliteten, hvilket mindskede faldet i den overskydende likviditet. Disse banker lånte tilsyneladende ikke deres overskudsbeholdninger ud til andre modparter, hvilket tyder på, at der stadig er fragmentering på markedet. Samtidig steg likviditetsbehovet som følge af autonome faktorer, hvilket begrænsede den overskydende likviditet. Den 10. juli var den overskydende likviditet tilbage på det niveau, den havde ligget på, lige inden de ugentlige likviditetsopsugende finjusterende operationer blev indstillet.

Virkningen af tildelingerne i forbindelse med de målrettede langfristede markedsoperationer afhænger også af graden af substitution, dvs. i hvor høj grad bankerne ændrer deres deltagelse i Eurosystemets andre operationer med afvikling samme uge. På afviklingstidspunktet indebar operationerne i september og december nettotilførsel af henholdsvis 47,9 mia. euro og 95,3 mia. euro, idet bankerne indfriede beholdninger vedrørende 3-årige langfristede markedsoperationer og deltog med ændrede beløb i de relevante primære markedsoperationer og 3-måneders langfristede markedsoperationer.

Alt i alt var deltagelsen i Eurosystemets regelmæssige markedsoperationer af nogenlunde samme omfang som året før, men den var noget mere volatil. Indstillingen af de finjusterende operationer og lanceringen af nye operationer såsom de målrettede langfristede markedsoperationer blev i det store og hele udlignet af indfrielse i forbindelse med 3-årige langfristede markedsoperationer, og det var med til at sikre den samlede stabilitet i de regelmæssige operationer. Således lå tildelingerne ved de primære markedsoperationer i gennemsnit på 110 mia. euro i 2014, hvilket er næsten uforandret i forhold til 108 mia. euro i 2013. Tildelingerne i de enkelte primære markedsoperationer svingede dog kraftigt, fra 82 mia. euro til 174 mia. euro, i løbet af 2014. Den gennemsnitlige tildeling i de 3-måneders langfristede markedsoperationer steg i forhold til året før, så den lå på 11 mia. euro sammenholdt med 7,2 mia. euro i 2013.

Hvis alle Eurosystemets markedsoperationer (ekskl. direkte pengepolitiske porteføljer) lægges sammen, faldt den tildelte likviditet fra ca. 650 mia. euro til ca. 600 mia. euro ultimo 2014, og i begyndelsen af december lå den endda kortvarigt på under 500 mia. euro (se figur 24). Nedgangen stemmer overens med tendensen i de foregående år. Den gennemsnitlige overskydende likviditet var således på 129 mia. euro i 2014, hvilket var et godt stykke lavere end i 2013, hvor den var 300 mia. euro. I 2. halvår 2014 blev mængden af overskydende likviditet understøttet af de nye foranstaltninger, og den svingede fra ca. 70 mia. euro til 260 mia. euro ved udgangen af 2014. Evnen til at opsuge yderligere likviditet var fortsat høj ultimo 2014, idet der stadig var 210 mia. euro i udestående tildelinger ved 3-årige langfristede markedsoperationer. Nye målrettede langfristede markedsoperationer og opkøb af værdipapirer forventes imidlertid at øge den overskydende likviditet i 2015.



## Beskyttelse af Eurosystemets balance

I forbindelse med gennemførelsen af pengepolitikken foretager Eurosystemet kreditoperationer med modparter, der opfylder visse godkendelseskriterier som defineret i "[Dokumentationsgrundlag](#)". Selv om det er et krav, at disse modparter er finansielt solide, er der stadig en risiko for, at en modpart uventet misligholder sine forpligtelser. Denne risiko for Eurosystemet mindskes ved at kræve, at modparterne stiller tilstrækkelig sikkerhed, som det er generel praksis for centralbanker overalt i verden.

I 2014 fortsatte Eurosystemet med at sikre, at tilstrækkelig sikkerhed var tilgængelig for en lang række modparter, så Eurosystemet kunne tilføre den fornødne likviditet gennem pengepolitiske operationer.<sup>20</sup> Desuden blev de finansielle risici ved kreditoperationer løbende overvåget og kvantificeret i Eurosystemets regi, og der rapporteredes regelmæssigt til ECB's besluttende organer.

I løbet af 2014 vedtog Eurosystemet flere tiltag for at forbedre de godkendelseskriterier og risikostyringsrammer, der beskytter mod risikoen for at lide finansielle tab, hvis aktiver må realiseres, fordi en modpart ikke overholder sine forpligtelser. For eksempel vedtog Styrelsesrådet en yderligere [specificering af datakravene på enkeltlånsniveau i forbindelse med asset-backed securities](#). Desuden blev [reglerne](#) for tildeling af ratings i forbindelse med godkendelse af omsættelige aktiver og de tilhørende haircuts justeret. Hvad angår de midlertidige rammer for sikkerhedsstillelse, vedtog Styrelsesrådet [retningslinje ECB/2014/31](#), som er en omarbejdelse af retningslinje ECB/2013/4 med henblik på at skabe klarhed og inkludere visse kortfristede gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber, som ellers ikke opfylder Eurosystemets godkendelseskrav for omsættelige aktiver, blandt de yderligere gældsfordringer, som accepteres under de midlertidige rammer, forudsat at de opfylder en række specifikke kriterier.

## 2.4 Kommunikation vedrørende Eurosystemets balance

Styrelsesrådet meldte ud, at dets pengepolitiske foranstaltninger – i form af både udlånsoperationer og opkøb af værdipapirer – ville have en betydelig effekt på Eurosystemets balance.

Denne udmelding skulle fjerne usikkerheden vedrørende foranstaltningernes samlede omfang. Usikkerheden opstod, fordi et centralt element i juni-oktober-pakken – omfanget af de målrettede langfristede markedsoperationer – i høj grad afgøres af efterspørgslen fra Eurosystemets modparter, dvs. den enkelte banks beslutning om at deltage i operationerne. Så selv om al likviditet, som tilføres via den pengepolitiske juni-oktober-pakke, medfører en varig lempelse, kan den samlede tilførte mængde ikke forudsiges med sikkerhed.

Udmeldingen om effekten på balancen afspejlede således Styrelsesrådets ønske om at sikre, at den pengepolitiske stimulus ville være tilstrækkelig til at øge den årlige HICP-inflation til et niveau under, men tæt på 2 pct. Størrelsen på Eurosystemets

<sup>20</sup> Nærmere oplysninger om godkendte omsættelige aktiver samt brugen af sikkerhedsstillelse og udestående kredit [offentliggøres på ECB's websted](#).

balance er dog ikke et mål for pengepolitikken. I stedet er aktiv styring af balancen et instrument, som bruges i bestræbelserne på at sikre overholdelse af ECB's målsætning om prisstabilitet, når først den effektive nedre grænse for de meget korte nominelle renter er nået.

### 3 Genopretning og opbygning af tillid: den europæiske finansielle sektor

ECB's aktiviteter i 2014 omfattede en stor indsats for at styrke stabiliteten af og opbygge tilliden til den europæiske finansielle sektor. I den forbindelse gennemførte ECB en række tiltag, herunder en løbende vurdering af nye risici og det finansielle systems robusthed og modstandsdygtighed over for stød, en analyse af sammenhængen mellem det finansielle system og makroøkonomien, en omfattende vurdering af signifikante kreditinstitutter og deltagelse i drøftelser om udformningen af de lovgivningsmæssige rammer på både internationalt og EU-plan. Derudover påtog ECB sig med oprettelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) den 4. november 2014 formelt sine mikro- og makroprudentielle opgaver. De nye rammer sikrer, at både institutspecifikke og systemiske risici i det finansielle system bliver identificeret og imødegået tilstrækkeligt hurtigt og effektivt i tæt samarbejde med myndighederne i de deltagende medlemslande.

I dette afsnit beskrives de vigtigste udviklinger inden for de nævnte områder med fokus på, hvordan ECB's aktiviteter og de institutionelle og lovgivningsmæssige ændringer har bidraget til genopretningen af det finansielle system, nedbrydning af forbindelsen mellem stat og banker og opbygning af tillid til den finansielle sektor i EU.

#### 3.1 Sikring af finansiell stabilitet<sup>21</sup> – en central opgave for ECB

ECB's analyse af finansiell stabilitet offentliggøres regelmæssigt, fx i den halvårige Financial Stability Review.<sup>22</sup> ECB yder også analytisk bistand til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) vedrørende analyse af finansiell stabilitet. I 2014 bidrog ECB med sin analyse af finansiell stabilitet især til udviklingen af de negative scenarier til stresstest af banker og forsikringsselskaber i hele EU, som ESRB havde udarbejdet.<sup>23</sup> Scenarierne blev anvendt i den stresstest af EU's banker, som Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) foretog, og som ECB's omfattende vurdering af bankerne er baseret på<sup>24</sup>, samt i forsikringsstresstesten foretaget af EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority)<sup>25</sup>.

---

<sup>21</sup> ECB definerer finansiell stabilitet som en tilstand, hvor det finansielle system, dvs. formidlere, markeder og markedsinfrastruktur, kan modstå stød uden væsentlige forstyrrelser i finansiell formidling og i en produktiv investering af opsparede midler.

<sup>22</sup> Se *Financial Stability Review*, ECB, maj 2014 og *Financial Stability Review*, ECB, november 2014.

<sup>23</sup> Se "EBA/SSM stress test: The macroeconomic adverse scenario" og "EIOPA/ESRB adverse financial market scenarios for insurance stress test", ESRB, april 2014.

<sup>24</sup> Se *Aggregate report on the comprehensive assessment*, ECB, oktober 2014.

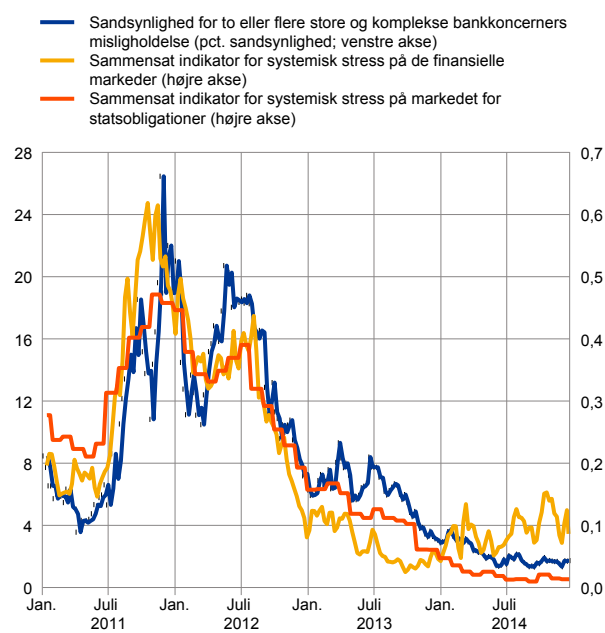
<sup>25</sup> Se *EIOPA insurance stress test 2014*, EIOPA, november 2014.

## Begrænset stress i euroområdet finansielle system i 2014, men der er fortsat risici

**Figur 25**

Mål for stress på de finansielle markeder, i banksektoren og i staterne i euroområdet

(Januar 2011 - februar 2015)



Kilder: Bloomberg og ECB's beregninger.

Anm.: "Sandsynlighed for to eller flere store og komplekse bankkoncerners misligholdelse" angiver sandsynligheden for samtidig misligholdelse i udsnittet på 15 store og komplekse bankkoncerner i et tidsrum på et år. Yderligere oplysninger om sammensatte indikatorer for systemisk stress findes i D. Hollo., M. Kremer og M. Lo Duca, "CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system", Working Paper Series, nr. 1426, ECB, marts 2012.

Stressniveauet i det finansielle system i euroområdet var moderat i 2014. Stressindikatorerne for euroområdet banker og stater faldt yderligere, og nåede ned på et niveau, der ikke er set siden starten på den globale finansielle krise. Stressniveauet i det bredere finansielle system var også fortsat moderat (se figur 25).

Risiciene for finansiell stabilitet i euroområdet i 2014 kan opdeles i to brede kategorier: For det første gav eftervirkningerne af den globale finansielle krise fortsat anledning til bekymring, selv om de aftog i løbet af året. For euroområdet drejede det sig hovedsagelig om, at der ikke er gjort tilstrækkelige fremskridt med at afhjælpe svagheder fra både banksektorens og regeringernes side. Den anden brede kategori af risici er nye risici, der navnlig skyldtes en fortsat global søgen efter afkast. Det gjorde det finansielle system mere sårbart over for et pludseligt skift i risikopræmierne.

En fælles underliggende årsag til de centrale risici for stabiliteten i det finansielle system var den usikkerhed, der var forbundet med det svage, skrøbelige og uensartede økonomiske opsving. Den meget lave inflation kan også potentielt forværre eksisterende sårbarheder, hvis den forbliver på det nuværende niveau længere end forventet eller falder yderligere.

## Fortsat fremskridt med at mindske eftervirkningerne af den globale finansielle krise

Både bankerne og regeringerne fortsatte i 2014 arbejdet med at mindske risici fra eftervirkningerne af krisen. Euroområdet bankers balancer blev styrket yderligere i løbet af året, med et klart skift mod kapitalforhøjelser – som følge af ECB's omfattende vurdering – fra gældsreduktion og manglende risikovillighed i de foregående år. Samtidig gjorde regeringerne i euroområdet fortsat fremskridt med budgetkonsolidering og strukturreformer, selv om der var forskelle i tempoet landene imellem. Den forbedrede stemning på markedet førte til en markant nedgang i renterne på lavere ratede statsobligationer, der i nogle tilfælde nåede ned på et niveau, som ikke er set siden udbruddet af den anden bølge af den globale finansielle krise med centrum i euroområdet i 2010.

På trods af både bankernes og regeringernes fremskridt er der fortsat udfordringer at tage fat på i forhold til finansiell stabilitet. Selv om den omfattende vurdering sikrede, at signifikante banker i euroområdet har et tilstrækkeligt kapitalniveau,

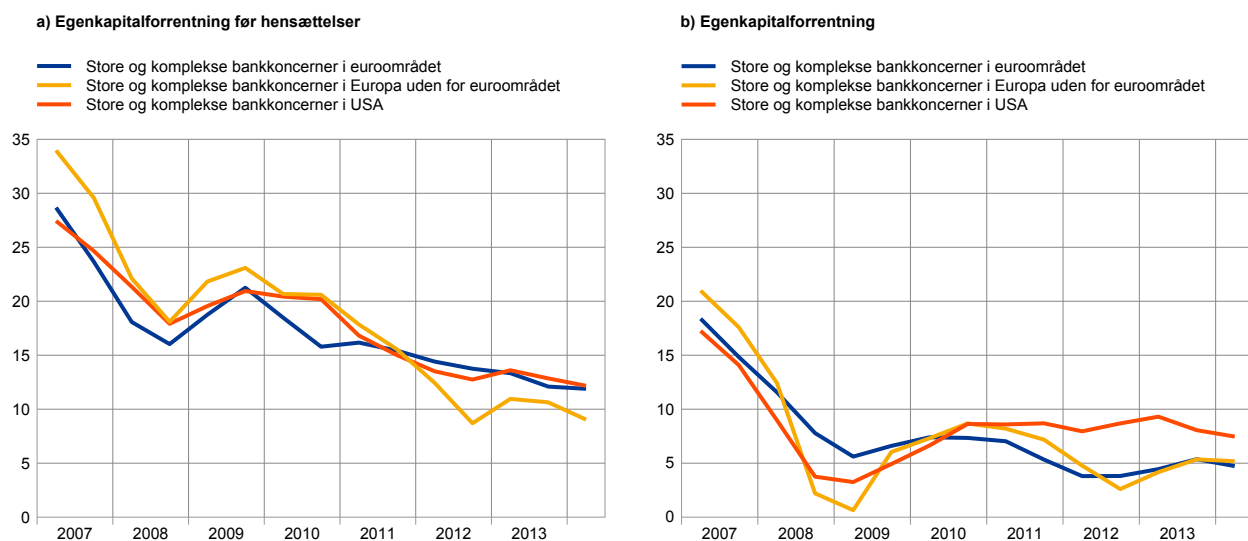
er det nødvendigt, at banksektoren tager fat på de resterende skrøbeligheder og usikkerheder. Den primære udfordring for euroområdet banksektor i 2014 var den stadig lave indtjening i store dele af sektoren, der primært skyldtes den svage økonomiske udvikling. Bankernes vedvarende lave rentabilitet kan blive et systemisk problem, hvis de får sværere ved at forbedre deres modstandsevne over for stød gennem indeholdt overskud og hensættelser. Det kunne afholde bankerne fra nye, rentable långivningsaktiviteter og føre til flere strukturelle problemer med bankernes forretningsmodel under forhold med lav vækst. I et sådant scenario vil bankerne måske være mere risikovillige og gå efter en større fortjeneste, hvilket kan gøre dem mere sårbare over for stød i fremtiden.

Bankernes egenkapitalforrentning i 2014 lå noget under deres egenkapitalomkostninger (aktionærenes forventede afkast). Det peger også i retning af et strukturelt behov for yderligere tilpasning af balancerne i dele af banksektoren. Den trøge rentabilitet var imidlertid ikke kun en udfordring for euroområdets banker i 2014. Deres finansielle resultater lignede samlet set meget de tilsvarende resultater for europæiske banker uden for euroområdet og – korrigeret for hensættelser til tab – også meget de amerikanske banker (se figur 26).

**Figur 26**

**Egenkapitalforrentning før og efter hensættelser for euroområdets og globale store og komplekse bankkoncerner**

(I pct.; medianer; to perioders glidende gennemsnit)



Kilder: SNL Financial og ECB's beregninger.

Anm.: "Store og komplekse bankkoncerner i Europa uden for euroområdet" omfatter banker fra Storbritannien, Schweiz, Sverige og Danmark. Observationerne vedrører perioden 1. halvår 2007 til 1. halvår 2014.

Statgældsrelateret stress var fortsat begrænset i euroområdet i løbet af 2014. Stemningen på markedet var fortsat relativt positiv og blev båret oppe af de forbedrede forhold på statsobligationsmarkederne som følge af meddelelserne om direkte monetære transaktioner i 2012 og ECB's pengepolitiske tiltag i 2014. Denne udvikling blev understøttet af det gradvise konjunkturopsving og den igangværende budgetkonsolidering.

Stemningen på markedet blev også understøttet af de fortsatte fremskridt med at nedbryde forbindelsen mellem stat og banker. Oprettelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) samt lovgivningsmæssige tiltag, såsom nye bail-in-regler, havde afgørende betydning i den forbindelse. Den fortsatte væsentlige sammenhæng mellem låneomkostningerne for euroområdet banker og stater understreger behovet for at fortsætte fremskridtene.

Der var fortsat udfordringer i relation til holdbarheden af den offentlige gæld i 2014 som følge af et vedvarende højt gælds niveau i mange lande, øgede nedadrettede risici knyttet til de økonomiske udsigter og et meget lavt inflationsniveau. Usikkerheden i forbindelse med den offentlige gælds holdbarhed vil sandsynligvis fortsat være en vigtig faktor. Det understreger behovet for yderligere tilpasning af de finanspolitiske og økonomiske forhold, der har betydning for gældens holdbarhed.

**Figur 27**  
Prisbaseret sammensat indikator for finansiell integration (FINTEC) for euroområdet

(Jan. 1999 – dec. 2014)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Den prisbaserede FINTEC samler oplysninger fra udvalgte eksisterende prisspredningsindikatorer for de fire finansielle markedssegmenter, der er interessante. FINTEC ligger mellem nul (fuld fragmentering) og en (fuld integration). Stigninger i FINTEC angiver højere finansiell integration. Se også *Financial integration in Europe*, ECB, 2015, kommende udgivelse.

Bankernes og staternes fremskridt med at løse de problemer, som eftervirkningerne af den globale finansielle krise har skabt, har fremmet den igangværende integration af euroområdets finansielle markeder, der begyndte i 2012, så den i 2014 nåede op på et niveau, der ikke var set siden starten på statsgældskrisen i euroområdet (se figur 27).<sup>26</sup> Den øgede integration af de finansielle markeder blev observeret i varierende grad i alle de vigtigste markedssegmenter, dvs. penge-, obligations- og bankmarkedet.

På pengemarkedet fortsatte den gradvist tiltagende integration som følge af bankernes vedholdende arbejde for at mindske den usikkerhed, der var knyttet til balancerne, og forbedre finansieringsniveauet. Forbedringen blev afspejlet i faldende overskudslikviditet – bankernes likviditetsbeholdning ud over de normale krav.

Fragmenteringen på euroområdets obligationsmarkeder aftog også yderligere i 2014. Den øgede integration på obligationsmarkederne skyldtes flere faktorer. For det første blev forskellen i konjunkturbarometrene mellem eurolandene udjævnet yderligere. For det andet bidrog ECB's beslutninger om flere pengepolitiske foranstaltninger til at forbedre tilliden i løbet af året. For det tredje var pengepolitikken i andre større valutaområder fortsat generelt lempelig, hvilket medførte en søgen mod aktiver med et højere udbytte. Det pressede spændene på risikobetonede aktiver ned, og bidrog til en lavere fragmentering på euroområdets obligationsmarkeder. Disse faktorer understøttede også aktiemarkederne, hvor variationerne mellem eurolandene blev udjævnet yderligere i 2014.

<sup>26</sup> En mere detaljeret analyse af udviklingen i integrationen af de finansielle markeder i 2014 findes i *Financial integration in Europe*, ECB, 2015, kommende udgivelse.

Integrationen af euroområdet bankmarkeder blev forbedret en del i 2014, hvad angår udlån og indskud. De grænseoverskridende bankaktiviteter steg moderat, selv om graden af integration på bankmarkederne fortsat var lavere end før finanskrisens begyndelse. Dette kunne fx ses i de vedvarende forskelle i låneomkostningerne for ikke-finansielle selskaber – især små og mellemstore virksomheder – mellem eurolandene, som stadig ikke er udjævnet.

Eurosystemet ser først og fremmest integration af de finansielle markeder som en markedsorienteret proces, men de lovgivningsmæssige og retlige rammer for det finansielle system spiller klart en vigtig formidlende rolle. Adskillige vigtige lovgivningsmæssige fremskridt i 2014 (se også dette kapitels afsnit 3.3 og 3.4) støttede integrationen af de finansielle markeder. ECB fik ansvaret for banktilsyn den 4. november 2014. Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) og Den Fælles Afviklingsmekanisme (SRM) er grundpillerne i de mere robuste og modstandsdygtige rammer, der skal bidrage til at forhindre finanskriser i fremtiden samt sikre en effektiv indgriben og i sidste ende afvikling af banker om nødvendigt. Det vil bidrage væsentligt til integrationen af de europæiske finansielle markeder.

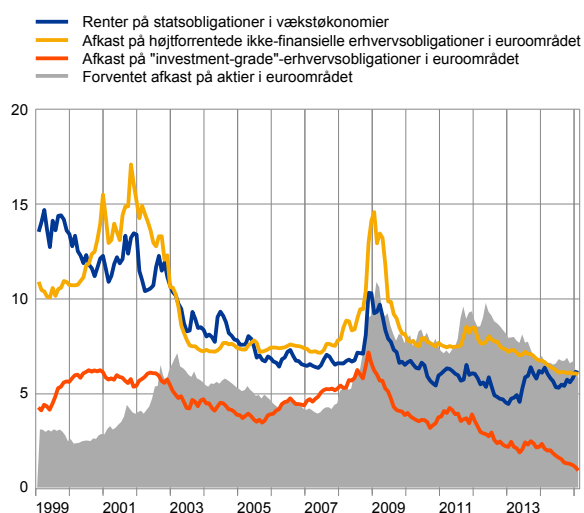
## Nye risici krævede grundig overvågning og analyse

Selv om udfordringerne for finansiell stabilitet til en vis grad var knyttet til eftervirkningerne af finanskrisen, opstod der begyndende tegn på potentielle nye risici, som i nogle tilfælde blev mere udprægede i 2014. Disse risici var hovedsagelig

knyttet til de lave renter, som medførte en søgen efter afkast på markederne for finansielle aktiver og på nogle markeder for reale aktiver, hvor lave låneomkostninger udløste prisstigninger i visse segmenter og lande.

**Figur 28**  
Udvalgte obligationsrenter og forventet afkast på aktier i euroområdet

(Januar 1999 - februar 2015; i pct.)



Kilder: Bloomberg, Bank of America/Merrill Lynch, R. Shiller (Yale University), ECB og ECB's beregninger.

Anm.: Det forventede afkast på aktier i euroområdet er den inverse af Shillers sæsonkorrigerede price/earnings ratio.

På trods af periodisk volatilitet som følge af voksende geopolitiske spændinger og svage økonomiske nøgletal var der i 2014 fortsat en søgen efter afkast på de globale finansielle markeder. I Europa kom den tydeligst til udtryk på stats- og erhvervsobligationsmarkederne (se figur 28). Det var forbundet med en øget sammenhæng på og mellem euroområdets obligations-, aktie- og pengemarkeder, der lignende situationen i årene før den globale finanskrisen begyndte.

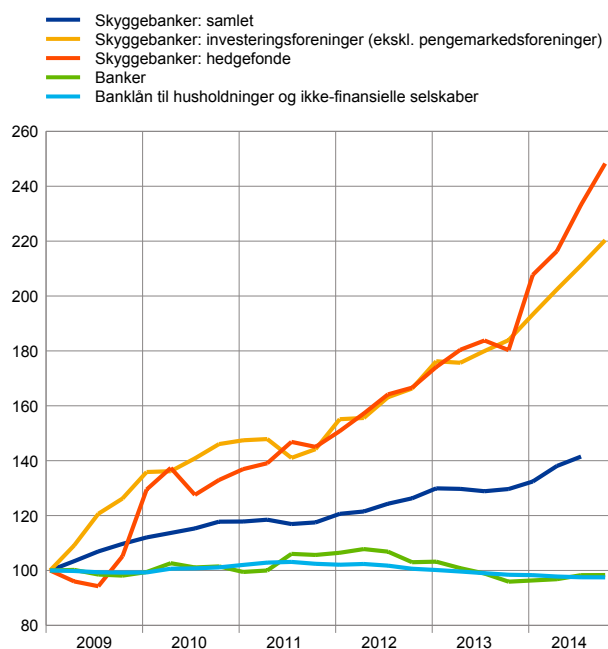
Den stabile vækst i euroområdets kreditformidling uden for banksektoren (der ifølge Financial Stability Boards definition er en bred vifte af eller et udtryk for skyggebanker, der omfatter alle ikke-monetære finansielle institutioner undtagen forsikringselskaber og pensionskasser) i de seneste år peger i retning af, at der sandsynligvis er en øget sårbarhed på dette



**Figur 29**

**Aktiver i udvalgte finansielle sektorer i euroområdet**

(1. kv. 2009 – 4. kv. 2014; indeks: 1. kv. 2009 = 100)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

område (se figur 29).<sup>27</sup> Euroområdet skyggebanks sektor er vokset markant i det seneste årti. Det bredeste mål for denne sektor viser, at de samlede aktiver var fordoblet og nåede op på 22 billioner euro i juni 2014. Der er sket en række vigtige ændringer i sektoren, som kan knyttes til tre biprodukter af finanskrisen. For det første har de meget lave renter skabt problemer for pengemarkedsforeninger, hvis aktiver er faldet fra et toppunkt før krisen på 1,3 billioner euro til 835 mia. euro medio 2014. For det andet faldt aktiverne for kreditformidlende selskaber (financial vehicle corporations), der deltager i securitisation, i euroområdet med knap en tredjedel til 1,9 billioner euro i samme periode. For det tredje er nedgangen i pengemarkedsforeninger og kreditformidlende selskaber blevet mere end opvejet af den kraftige vækst i euroområdets investeringsforeninger (ekskl. pengemarkedsforeninger). På baggrund af en intens global søgen efter afkast steg euroområdets investeringsforeningssektor (ekskl. pengemarkedsforeninger) til 8,9 billioner euro i 3. kvartal 2014.

Skyggebanks er blevet en vigtig kreditformidler til euroområdets økonomi, især fordi banklån er gået tilbage i de seneste år. Problemer, som skyggebanks måtte støde på, kunne derfor hurtigt forplante sig til banksektoren og realøkonomien, da skyggebanks er tæt forbundet med kreditinstitutterne i euroområdet. De er også en vigtig finansieringskilde for euroområdets banker, ikke-finansielle selskaber og offentlige sektorer. Selv om disse enheders ydelser kan være forbundet med en række fordele, såsom øget adgang til kredit for realøkonomien, forbedring af likviditeten på markedet og mulighed for risikofordeling, er der behov for yderligere initiativer til overvågning og vurdering af sårbarheder i den voksende skyggebanks sektor. Der er desuden behov for en fortsat indsats for at forbedre det makroprudentielle tilsyn og de pengepolitiske værktøjer til afbødende foranstaltninger, da de nuværende værktøjer kun giver begrænset mulighed for at imødegå risici, der er forbundet med skyggebanks aktiviteter.

### 3.2 ECB's makroprudentielle funktion

ECB og ESRB har hver især makroprudentielle tilsynsopgaver inden for deres mandat og i tæt samarbejde med hinanden.

<sup>27</sup> Financial Stability Board definerer skyggebanks som "kreditformidling, der (helt eller delvis) omfatter enheder og aktiviteter uden for den normale banksektor". Euroområdets skyggebanks sektor gennemgås nærmere i N. Doyle, L. Hermans, K. Mikkonen og P. Molitor, "Structural features of the wider euro area financial sector", *Banking Structures Report*, ECB, oktober 2014.

## Makroprudentiel politik og regulering

Med oprettelsen af SSM påtog ECB sig makroprudentielle opgaver. Det betyder, at ECB på eget initiativ og i koordination med nationale myndigheder kan iværksætte foranstaltninger, der er defineret i den relevante EU-lovgivning. Det skal dog stadig understreges, at det er de nationale kompetente eller udpegede myndigheder, der har hovedansvaret for at gennemføre makroprudentielle foranstaltninger. ECB kan indføre højere krav for kapitalstødpuder, og gennemføre strengere foranstaltninger end de nationale kompetente eller udpegede myndigheder (se [SSM-forordningens](#) artikel 5).

I lyset af ECB's nye mikro- og makroprudentielle opgaver er der etableret en intern mekanisme med henblik på forudgående samordning af makroprudentielle spørgsmål og vigtige politikspørgsmål i den tilsynsmæssige og finansielle regulering. Desuden er der etableret koordineringsmekanismer mellem ECB og de nationale kompetente eller udpegede myndigheder i de deltagende medlemslande.

Den makroprudentielle værktøjskasse omfatter kapitalstødpuder samt andre foranstaltninger defineret i kapitalkravsforordningen og kapitalkravsdirektivet (CRR/CRD IV-pakken), såsom yderligere oplysningskrav, lofter for store engagementer, risikovægte for ejendomsandel og foranstaltninger med hensyn til eksponeringer internt i den finansielle sektor.

Den aktuelle CRR/CRD IV-pakke omfatter imidlertid ikke foranstaltninger, der også effektivt kunne imødegå visse typer systemiske risici, og det kan derfor være nødvendigt at ændre den på et senere tidspunkt. Yderligere foranstaltninger kunne fx omfatte i) forskellige foranstaltninger på aktivsiden, såsom fastsættelse af grænser for belåningsgrader og for lån i forhold til indkomst samt ii) indførelse af forskellige grænser for risikoeksponering for engagementer, der falder udenfor den nuværende definition af store engagementer. Det bør bemærkes, at CRR/CRD IV allerede giver mulighed for at fastsætte specifikke krav med henblik på at imødegå systemiske likviditetsrisici samt at indføre strengere regler vedrørende likviditetskrav med henblik på at imødegå makroprudentielle eller systemiske risici. Samtidig giver CRR mulighed for at indføre et gearingsmål i henhold til et lovforslag. Derudover bør de makroprudentielle rammer indeholde værktøjer til imødegåelse af risici, der er forbundet med eller stammer fra ikke-banker.

En anden potentiel udfordring for den makroprudentielle politik på SSM-niveau er manglende harmonisering af brugen af nogle værktøjer og manglende adgang til visse værktøjer i nogle lande. Endvidere er myndighedernes vurdering af den mulige grænseoverskridende virkning af nationale foranstaltninger ret begrænset, selv om ESRB har beskæftiget sig med dette område. For at gøre makroprudentielle politikker mere effektive vil det derfor være klogt at overveje, hvorvidt og hvordan disse foranstaltninger kan få større gennemslagskraft på tværs af grænser. Derudover giver tilsynskollegierne og ESRB yderligere mulighed for udveksling af oplysninger og koordinering med lande uden for euroområdet.

ECB har etableret en procedure for udveksling af oplysninger og koordinering mellem nationale myndigheder og med ECB, der baner vejen for anvendelse af forskellige nye instrumenter og vurdering af disses grænseoverskridende virkninger.

De omfatter bl.a. tidlig drøftelse og koordinering af planlagte politiske foranstaltninger. Ifølge [SSM-rammeforordningen](#), der gennemfører SSM-forordningen, skal ECB informeres så hurtigt som muligt, hvis en national myndighed planlægger at anvende et makroprudentielt værktøj. ECB har en tilsvarende forpligtelse over for de nationale myndigheder, hvis den vil bruge sine beføjelser til at indføre strengere krav. Disse rammer suppleres af ECB's regelmæssige vurderinger og en indgående drøftelse af risici og pengepolitiske værktøjer med lande, hvor der er konstateret systemiske risici.

## Makroprudentiel politik og regulering på EU-niveau: samarbejde med ESRB

ECB arbejdede fortsat tæt sammen med Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), der har til opgave at overvåge det finansielle system i EU som helhed. ESRB's hovedopgave er at forhindre og imødegå systemiske risici (både cykliske og strukturelle) for finansiell stabilitet i alle finansielle delsektorer. ESRB består af repræsentanter for ECB, de nationale centralbanker, de nationale tilsynsmyndigheder i EU-landene, de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er), Europa-Kommissionen og Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC). ECB ydede fortsat analytisk, statistisk, logistisk og administrativ støtte til ESRB's sekretariat, der har ansvaret for at koordinere ESRB's daglige arbejde.

I 2014 havde ESRB fokus på at afdække mulige systemiske risici i form af: i) justering af risikotillæg på de globale finansielle markeder, ii) makroøkonomisk risiko, iii) skrøbeligheder i bankernes og forsikringsselskabernes balancer, iv) statsgældsproblemer og v) markedsstrukturer. Udvalget undersøgte også en række nye spørgsmål, fx hvorvidt der er for mange banker (over-banking), investeringsforeningers låneoprettelse og reguleringen af eksponering for statsobligationer, og var med til at udforme stresstestscenarierne for både banker og forsikringsselskaber.

I kraft af sin koordinerende rolle i forbindelse med anvendelsen af CRR/CRD IV-baserede makroprudentielle instrumenter drøftede ESRB en lang række nationale makroprudentielle foranstaltninger i 2014 med særlig fokus på foranstaltningernes grænseoverskridende virkninger. ESRB offentliggjorde også en bred vifte af retningslinjer for anvendelsen af disse instrumenter og fortsatte sin vurdering af gennemførelsen af henstillingen om nationale myndigheders makroprudentielle mandat med henblik på at styrke de makroprudentielle rammer yderligere.

### Boks 5

#### Omfattende vurdering

---

Den omfattende vurdering af banker, der forventes at blive klassificeret som signifikante, var en tilsynsopgave af hidtil uset omfang og dybde og markerede en afgørende milepæl i oprettelsen af SSM. Den store mængde detaljerede oplysninger, der er indsamlet om banker under ECB's direkte tilsyn, i forbindelse med denne opgave, er et vigtigt input i det løbende tilsyn.

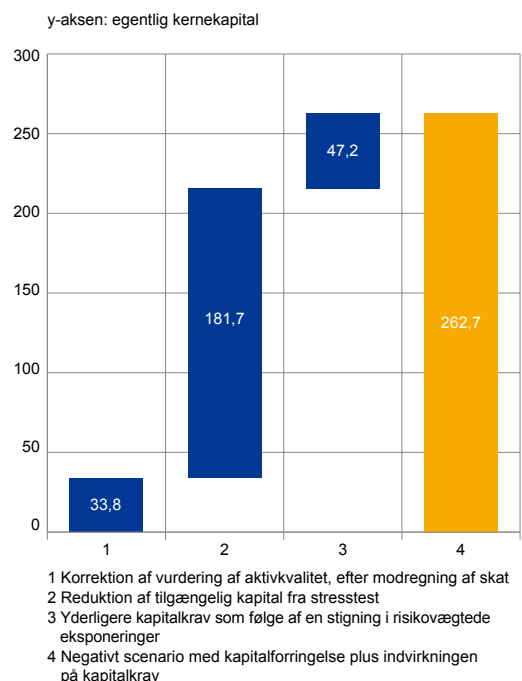
Den omfattende vurdering begyndte i efteråret 2013 og blev afsluttet med offentliggørelsen af resultaterne den 26. oktober 2014. Opgaven bestod af en vurdering af aktivkvaliteten og en stresstest med tre hovedformål:

- At opnå gennemsigtighed ved at højne kvaliteten af de oplysninger, der er tilgængelige om bankernes tilstand.
- At finde frem til og gennemføre de nødvendige korrigerende tiltag.
- At opbygge tillid ved at forsikre alle interessenter om, at bankerne grundlæggende er sunde og pålidelige.

Vurderingen af aktivkvaliteten var en øjebliksvurdering af nøjagtigheden af aktivernes regnskabsmæssige værdi på bankernes balancer pr. 31. december 2013 og dannede udgangspunkt for stresstesten. Stresstesten indeholdt en fremadrettet undersøgelse af bankernes solvens og modstandsdygtighed over for to hypotetiske scenarier, der også afspejlede nye oplysninger fra aktivvurderingen.

**Figur A**  
Negativt scenario med kapitalforringelse i omfattende vurdering

(Udvalgte banker i SSM, milliarder euro)



Kilder: ECB og ECB's beregninger.

Samlet set påviste den omfattende vurdering et kapitalunderskud på 24,6 mia. euro i 25 deltagende banker<sup>28</sup> på basis af en sammenligning mellem de fremskrevne solvensnøgletal og de tærskler, der var blevet defineret til opgaven. Mellem 1. januar og 30. september 2014 fik de deltagende banker tilført i alt 57,1 mia. euro i kapital. Når disse kapitalforanstaltninger medtages, reduceres kapitalunderskuddet til 9,5 mia. euro fordelt på 13 banker.

I et negativt scenario resulterede stresstesten i en samlet kapitalforringelse på 181,7 mia. euro, og stigningen i risikovægtede aktiver resulterede i yderligere kapitalkrav på 47,2 mia. euro. Sammenholdes dette med vurderingens nettokorrektion på 33,8 mia., bliver det samlede beløb 262,7 mia. euro (se figur A).

Disse resultater vidner om, at det negative scenario, som ESRB har udarbejdet, var det mest alvorlige scenario af alle stresstests, der

<sup>28</sup> Disse omfatter to banker, der gennemfører omstrukturingsplaner efter aftale med Europa-Kommissionen, som betyder, at den ene bank ville have et kapitalunderskud på nul, mens den anden ville have et lille underskud.

indtil nu er foretaget for hele EU. Den makrofinansielle stress omfattede tre år, og ikke to som i tidligere undersøgelser, og det bidrog til scenariets relative alvor.

Hvad angår markedets reaktion på resultaterne af den omfattende vurdering, var der stor variation i udviklingen i bankaktier på tværs af Europa, afhængigt af de pågældende bankers hjemland. Samlet set kan det hævdes, at markederne afspejlede resultaterne af den omfattende vurdering på passende vis i form af en hensigtsmæssig differentiering mellem institutter.

Den omfattende vurdering formåede at skabe meget større gennemsigtighed i bankernes balancer ved at benytte meget detaljerede skabeloner til offentliggørelse af resultater på bankniveau. Banker, der har kapitalunderskud, pålægges at indhente disse underskud inden for en periode på seks eller ni måneder, afhængigt af årsagen til underskuddet, og det er en stærk drivkraft for genopretning af balancerne. Gennemførelsen af de afhjælpende kapitalplaner, som disse banker har udarbejdet, overvåges af de relevante fælles tilsynsmyndigheder. De afhjælpende foranstaltninger vil udmønte sig i øget solvens og dermed stabilitet for de enkelte banker og for sektoren som helhed.

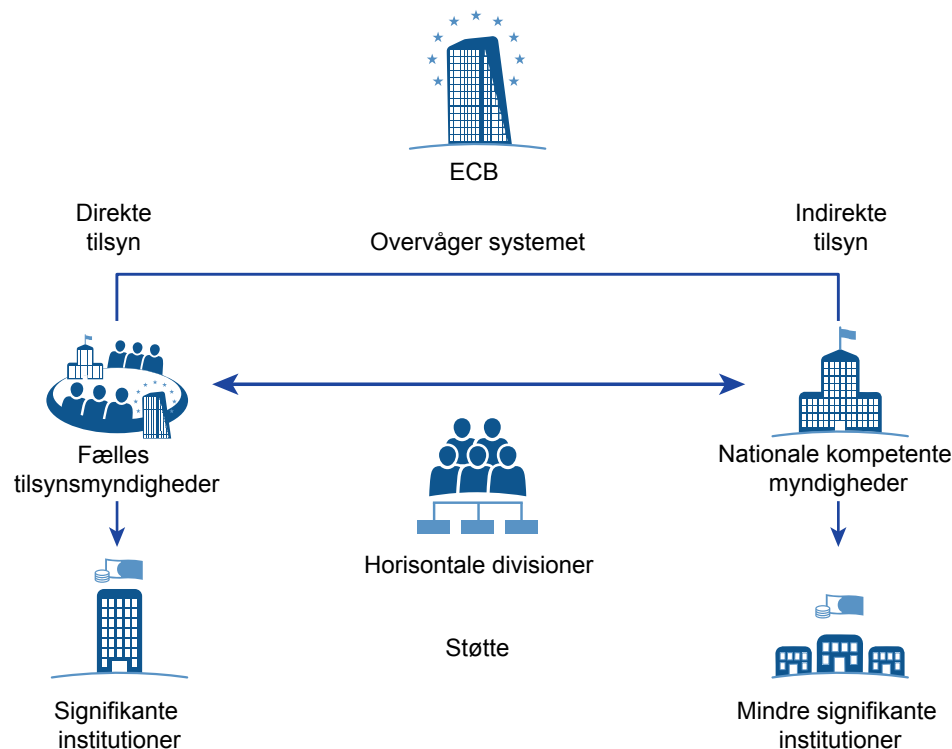
Alt dette bidrager til at skabe øget tillid hos interessenterne til, at euroområdet banksektor grundlæggende er sund. Men stresstesten hverken kan eller skal erstatte det daglige tilsyn, SSM i dag foretager, og som tager behørigt hensyn til bankspecifikke forhold samt den løbende udvikling.

---

### 3.3 ECB's mikroprudentielle aktiviteter

Et år efter SSM-forordningen trådte i kraft, påtog ECB sig formelt sine tilsynsopgaver den 4. november 2014. ECB vil sammen med de nationale kompetente myndigheder bidrage til banksektorens sikkerhed og sundhed samt det finansielle systems stabilitet. Starten på SSM var kulminationen på måneders intensive forberedelser, herunder etableringen af SSM's styringsstruktur, færdiggørelsen af de juridiske rammer for SSM-tilsynet, den organisatoriske og personalemæssige udformning af ECB's tilsynsfunktion og udvikling af SSM-tilsynsmodellen. Parallelt hermed foretog ECB en omfattende vurdering af signifikante banker i form af en grundig vurdering af aktivkvaliteten og en stresstest (se også boks 5).

## Opgavefordelingen i SSM



## ECB/SSM tager form – forberedelserne til banktilsyn

I overensstemmelse med SSM-forordningen står Tilsynsrådet som et internt organ i ECB for planlægningen og gennemførelsen af de opgaver, ECB har fået pålagt. Tilsynsrådet træffer beslutning om udkast til tilsynsavgørelser, der anses som vedtaget, medmindre Styrelsesrådet som ECB's øverste beslutende organ gør indsigelse mod dem inden en bestemt tidsfrist. Oprettelsen af Tilsynsrådet, herunder udnævnelsen af formanden, næstformanden og tre repræsentanter fra ECB, ultimo december 2013 og primo 2014 var dermed et vigtigt skridt i etableringen af SSM's ledelsesstruktur.<sup>29</sup> Tilsynsrådet har fungeret siden januar 2014 og mødes regelmæssigt for at drøfte og udarbejde afgørelser om centrale spørgsmål vedrørende SSM. Oprettelsen af Tilsynsrådets Styrelsesråd samt Det Administrative Klagenævn og Mæglingspanelet i SSM-regi var også vigtige skridt i færdiggørelsen af rammerne for styring i SSM. Det Administrative Klagenævn har til opgave at undersøge tilsynsavgørelser på anmodning fra en fysisk eller juridisk person. Det er Mæglingspanelet's opgave – på anmodning fra en national kompetent myndighed – at løse uoverensstemmelser i forbindelse med en indsigelse fra Styrelsesrådet mod et udkast til afgørelse fra Tilsynsrådet. De foranstaltninger, der er truffet for at sikre adskillelse mellem pengepolitikken og tilsynsfunktionerne i ECB, er nærmere beskrevet i kapitel 2, afsnit 6.

Færdiggørelsen af de juridiske rammer for SSM-tilsyn krævede vedtagelse af SSM-rammeforordningen, der udstikker den praktiske gennemførelse af

<sup>29</sup> I henhold til SSM-forordningens artikel 26, stk. 1, skal Tilsynsrådet omfatte fire ECB-repræsentanter. Den fjerde repræsentant blev udnævnt i februar 2015.

SSM-forordningens artikel 6 (vedrørende samarbejdet mellem ECB og de nationale kompetente myndigheder inden for rammerne af SSM), samt ECB-forordningen om tilsynsafgifter. Førstnævnte blev offentliggjort i april 2014, og sidstnævnte i oktober 2014. Begge forordninger blev sendt i offentlig høring, før de blev færdiggjort.

De operationelle rammer for ECB's tilsynsfunktion tog form med oprettelsen af de fælles tilsynsmyndigheder, som består af medarbejdere fra ECB og de nationale kompetente myndigheder og varetager det direkte tilsyn med signifikante institutter. Der er oprettet en fælles tilsynsmyndighed for hvert signifikant institut. De organisatoriske rammer for det indirekte tilsyn med mindre signifikante institutter og de horisontale og specialiserede funktioner blev videreudviklet. Rekrutteringsarbejdet for alle ECB's SSM-relaterede forretningsområder var enormt. Samlet set var der blevet ansat over 960 medarbejdere i forhold til et samlet antal på ca. 1.000 budgetterede stillinger primo januar 2015.

Et andet centralt aspekt i forberedelserne til SSM var udarbejdelsen af SSM-tilsynshåndbogen, der fastlægger metoderne og procedurerne for tilsynet med kreditinstitutter og for samarbejdet inden for SSM og med myndigheder uden for SSM. Tilsynshåndbogen er et "levende" dokument, som vil blive opdateret løbende i takt med udviklingen på markederne og inden for tilsynspraksis.

For at fremme udvekslingen af oplysninger og sikre den bedst mulige koordinering inden for SSM er der oprettet forskellige fora. En række eksisterende ESCB-/Eurosystem-udvalg mødes nu i en SSM-konstellation for at beskæftige sig med forskellige aspekter af banktilsyn inden for deres respektive ansvarsområder. I det omfang, der ikke fandtes relevante ESCB-/Eurosystem-udvalg, er der etableret ekspertnetværk bestående af eksperter fra både ECB og de nationale kompetente myndigheder.

## Vejen frem for ECB/SSM – harmonisering for at sikre de højeste tilsynsstandarder

De fælles tilsynsmyndigheders løbende tilsyn tager fat på en række forskellige problemer, der er vigtige udfordringer for de institutter, som er under tilsyn. Især opstiller SSM prioriteter for tilsynet ved at identificere de vigtigste risici, der potentielt kan udgøre en trussel for hele SSM-banksektoren. Generelt set omfatter det en vurdering af rentabiliteten og holdbarheden af den enkelte banks forretningsmodel under forhold med lave renter samt af institutternes styrings- og risikostyringsprocesser og overgangen til højere kapitalkrav i henhold til CRR/CRD IV.

Tilsynsmyndighederne i SSM anvender hele spektret af tilsynsværktøjer, de har til rådighed, til at overvåge disse forhold og pålægge institutterne at foretage korrigerende tiltag om nødvendigt. Tilsyns kontrol- og vurderingsprocessen er et vigtigt instrument til dette formål. Den foretages en gang om året med det primære formål at sikre, at institutternes kapital og likviditet samt deres interne ordninger, strategier og procedurer er tilstrækkelige til at sikre en sund styring og dækning af deres risici. Desuden kan der i denne løbende vurdering opstå behov for at fremsætte anbefalinger og vedtage tilsynsforanstaltninger.



Fælles for alle SSM's aktiviteter er et vigtigt mål om at skabe lige vilkår for den tilsyns- og reguleringsmæssige behandling af institutter i alle medlemslande. Specifikke horisontale og specialiserede ekspertfunktioner i ECB har derfor til opgave at i) fremme harmoniseringen af tilsynsmetoder, ii) understøtte en inddragende tilgang til banktilsyn og iii) styrke samarbejdet og kommunikationen både i og uden for SSM.

Der gøres en stor indsats for at fremme harmonisering på områder, hvor nationale regler og praksis er forskellig. Denne indsats omfatter en kortlægning af eksisterende national tilsynspraksis, udarbejdelse af standarder, test og videreudvikling af harmoniserede tilsynsmetoder, gennemførelse af kvalitetssikringskontroller og effektivitetsmåling af de gennemførte foranstaltninger.

Indsatsen er ikke begrænset til de signifikante institutter under ECB's direkte tilsyn. ECB udfører også indirekte tilsyn med mindre signifikante institutter. Det er ECB's mål at færdiggøre udformningen og etableringen af sin tilsynsmetode i 2015. Det indebærer at udstede retningslinjer og forordninger til nationale kompetente myndigheder, udføre tematisk kontrol, organisere udveksling af personale og deltage i krisestyring i tæt samarbejde med de nationale kompetente myndigheder.

Harmoniseringsarbejdet i hele SSM har til formål at samordne bedste praksis og opnå den højeste tilsynsstandard inden for alle områder for at sikre, at SSM medvirker til at forbedre stabiliteten af euroområdet banksektor og genopbygge tilliden til sektoren.

### 3.4 EU's bestræbelser for at bryde forbindelsen mellem banker og stater

Der blev gjort store fremskridt mod oprettelsen af en bankunion i 2014. Parallelt med oprettelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) og udarbejdelsen af det fælles regelsæt medvirkede Eurosystemet i forberedelserne til Den Fælles Afviklingsmekanisme (SRM), herunder Den Fælles Afviklingsfond. SSM, det fælles regelsæt, SRM og Afviklingsfonden udgør sammen grundpillerne i de mere robuste og modstandsdygtige rammer, der kan bidrage til at forebygge finanskriser i fremtiden samt sikre effektiv indgriben og i sidste ende afvikling af banker i tilfælde af, at banker bliver nødlidende.

Under den seneste krise var manglen på et fælles regelsæt for bankafvikling, der forpligter investorer (dvs. aktionærer og kreditorer) til at bære tab, samt harmoniseret intervention med til at skabe en usund forbindelse mellem banker og stater. Implicitte og eksplicitte statsgarantier under krisen havde alvorlige konsekvenser i form af øget fragmentering af det indre marked. Et af bankunionens, og navnlig SRM's, primære mål er at bryde denne forbindelse mellem banker og stater ved at gøre effektiv afvikling et fælles opnåeligt mål og samtidig reducere behovet for bekostelig offentlig intervention. Bankunionen vil bidrage til at integrere de finansielle markeder i Europa, og vil være en vigtig del af bestræbelserne på at håndtere fremtidige finanskriser effektivt og bryde den usunde forbindelse mellem banker og stater.

## Direktivet for genopretning og afvikling af banker supplerer EU's statsstøttere

Under den finansielle krise dannede EU-retningslinjerne for statsstøtte og meddelelserne herom et regelsæt for koordinerede foranstaltninger til støtte for den finansielle sektor. Regelsættet fastlægger betingelserne for adgang til statsstøtte for den finansielle sektor, samt hvordan omstrukturingsplaner skal vurderes, og fastsætter desuden minimumsregler for byrdefordeling med kapitalejere og efterstillede kreditorer i nødlidende banker, der anmoder om offentlig støtte. Det sikrer også, at statsstøtte og konkurrenceforvridning mellem banker og mellem medlemslande holdes på et minimum. I en situation, hvor medlemslandene hver især havde deres egen krisestyring og egne afviklingsordninger, skabte dette regelsæt et mindstemål for harmonisering af krisestyring og afvikling i EU. Det stod dog snart klart, at der var behov for et fælles regelsæt for genopretning og afvikling af banker og store investeringsselskaber, der både kunne harmonisere og opgradere de beføjelser og værktøjer, der var nødvendige for at håndtere bankkriser effektivt i hele EU.

Pr. 1. januar 2015 skal direktivet for genopretning og afvikling af banker (BRRD) gennemføres af alle medlemslande.<sup>30</sup> BRRD-direktivet etablerer fælles effektive værktøjer og beføjelser til forebyggelse af bankkriser og til håndtering af nødlidende kreditinstitutter og investeringsselskaber på en velordnet måde i hele EU. Direktivet fastlægger først og fremmest en bred vifte af foranstaltninger, der sikrer, at banker og myndigheder forbereder sig tilstrækkeligt på kriser, og at nationale myndigheder har de nødvendige værktøjer til at kunne gribe ind i et institut i vanskeligheder på et tilstrækkeligt tidligt tidspunkt. Det giver desuden nationale myndigheder harmoniserede afviklingsværktøjer og beføjelser til at handle hurtigt og effektivt, hvis en bank vurderes at være nødlidende eller forventeligt nødlidende, og til at samarbejde effektivt i tilfælde af, at en grænseoverskridende bank bliver nødlidende.

Et af direktivets primære mål er at lægge omkostningerne ved nødlidende banker fra skatteyderne over på aktionærerne og kreditorerne for den nødlidende bank, og banksektoren i det hele taget, med bidragene til Den Fælles Afviklingsfond. Det er vigtigt af mange grunde – ikke mindst for at løse problemet med banker, som er for store til at blive nødlidende ("too big to fail") og risikerer at skulle reddes af skatteyderne med enorme omkostninger til følge under finanskriser, medmindre der findes en troværdig afviklingsmulighed. Disse banker er ofte blevet opfattet af markederne, som om de var omfattet af en implicit statsgaranti, der ikke kun skaber et "moral hazard"-problem, men også fører til ulige vilkår for bankerne. At store banker forventes at blive reddet af staten betyder fx, at store banker i lande med sunde offentlige finanser kan finansiere sig selv langt billigere end mindre banker eller banker i lande med svagere offentlige finanser. Indførelsen af et troværdigt regelsæt for bankafvikling er derfor med til at bryde forbindelsen mellem banker og deres stater, der viste sig at være både bekostelig og destabiliserende under den seneste krise. Et vigtigt værktøj til at nå dette mål er bail-in-værktøjet, der giver

<sup>30</sup> BRRD-direktivet trådte i kraft den 2. juli 2014. Medlemslandene skulle have implementeret BRRD-direktivet i national lovgivning senest den 31. december 2014 og anvende det fra og med 1. januar 2015. Bail-in-bestemmelserne træder dog først i kraft den 1. januar 2016.

afviklingsmyndigheden mulighed for at nedskrive en lang række kreditors krav eller konvertere disse til egenkapital. Det vil sikre, at det først og fremmest er aktionærer og kreditorer, der bærer tabene og omkostningerne ved bankafvikling.

Endelig er BRRD-direktivet fuldt ud i overensstemmelse med Financial Stability Boards anbefalinger om effektive afviklingsordninger for finansielle institutioner<sup>31</sup> samt med det igangværende arbejde med at udarbejde forslag til politikker om, hvordan retssikkerheden sikres i forbindelse med den grænseoverskridende anerkendelse af afviklingsforanstaltninger. Det giver en omfattende værktøjskasse med afviklingsværktøjer, der sikrer, at enhver nødlidende bank håndteres på en velordnet måde med minimale omkostningerne for skatteyderne.

## Den Fælles Afviklingsmekanisme – forbindelsen mellem banker og stater brydes

SSM har siden 1. januar 2015 været suppleret af Den Fælles Afviklingsmekanisme (SRM) for alle lande, der deltager i SSM.<sup>32</sup> Ansvars- og beslutningsniveauet for tilsyn og afvikling bliver afstemt på grundlag af harmoniserede underliggende retlige rammer, fx BRRD-direktivet, der fjerner den tidligere institutionelle fragmentering. Dette vil bidrage yderligere til at nedbryde forbindelsen mellem banker og stater og derfor også hjælpe med at åbne markedet for banklån på tværs af Europa.

SRM består af de nationale afviklingsmyndigheder med Den Fælles Afviklingsinstans (SRB) i centrum. SRB er et helt uafhængigt organ under EU, der finansieres ved bidrag fra banksektoren. Det består af en formand, en næstformand og fire andre faste medlemmer og kan efter behov også inddrage Europa-Kommissionen, ECB og de nationale afviklingsmyndigheder i de deltagende medlemslande. Europa-Kommissionen og ECB har status som faste observatører, mens SRB kan invitere andre observatører på ad hoc-basis. SRB forventes at være fuldt funktionsdygtig fra 2016, når Den Fælles Afviklingsfond er oprettet. SRB vil til den tid have fuld adgang til sine afviklingsbeføjelser i henhold til SRM-forordningen, herunder driften af Afviklingsfonden. SRB begynder dog allerede i 2015 at indsamle oplysninger og samarbejde med de nationale afviklingsmyndigheder og andre kompetente myndigheder, herunder ECB, som forberedelse til det senere arbejde.

## Den Fælles Afviklingsfond – forberedelserne er afsluttet

Et vigtigt element i SRM er oprettelsen af Den Fælles Afviklingsfond i 2016. Selv om fonden er fastlagt i SRM-forordningen, reguleres visse elementer vedrørende fondens funktionsmåde i en mellemstatslig aftale mellem de deltagende

<sup>31</sup> Se *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Financial Stability Board, offentliggjort i oktober 2011 og opdateret 15. oktober 2014.

<sup>32</sup> Selv om forberedelserne, herunder driften af Rådet og udarbejdelsen af afviklingsplaner og vurderinger af afviklingsmuligheder gælder fra og med 1. januar 2015, træder SRM-forordningen først i kraft den 1. januar 2016 hvad angår afviklingsbeføjelser.

medlemslande.<sup>33</sup> Aftalen danner det nødvendige retsgrundlag i overensstemmelse med nationale forfatningsmæssige bestemmelser vedrørende gensidiggørelse af fondens midler. Aftalen har primært fokus på ordninger, der skal gælde i den periode, hvor fonden er under opbygning. I denne overgangsperiode, som er på otte år, vil fonden bestå af nationale afdelinger, der gradvis vil blive gensidiggjort hen imod overgangsperiodens slutning. 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. Den indeholder desuden bestemmelser, der finder anvendelse i tilfælde af, at EU-lande uden for euroområdet deltager i SRM gennem tæt samarbejde inden for rammerne af SSM.

Fondens målniveau, som er 1 pct. af de dækkede indskud fra alle de deltagende landes banker, skal nås inden for otte år. Det præcise beløb, som den enkelte bank skal bidrage med, fastsættes ved Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/63 og Rådets gennemførelsesforordning (EU) 2015/81. De enkelte bidrag beregnes på grundlag af: i) en fast komponent, som er baseret på den relative størrelse af et instituts passiver (ekskl. kapitalgrundlag og dækkede indskud i forhold til de samlede passiver for alle institutter, der er meddelt tilladelse i deltagerlandene), og ii) et risikoafpasset bidrag i overensstemmelse med det enkelte instituts risikoprofil. Oprettelsen af fonden medfører et gradvist skift fra et nationalt til et europæisk målniveau, hvilket kan betyde, at nationale banksektorer skal bidrage med mere eller mindre til fonden, end de skulle med en national afviklingsfond under BRRD. For at forhindre pludselige ændringer indfører Rådets gennemførelsesforordning en justeringsmekanisme, der skal imødegå disse effekter i overgangsperioden. Dette sker ved hjælp af en ikke-lineær indfasning af bidragene beregnet på grundlag af et fælles målniveau og en ikke-lineær udfasning af bidragene beregnet på grundlag af nationale målniveauer i overensstemmelse med BRRD (se tabel 3).

**Tabel 3**  
Fordeling af bidrag til Afviklingsfonden

(1 pct.)								
	Ar 1	Ar 2	Ar 3	Ar 4	Ar 5	Ar 6	Ar 7	Ar 8
BRRD-gebyr	60	40	33,3	26,7	20	13,3	6,7	0
SRM-gebyr	40	60	66,7	73,3	80	86,7	93,3	100

Kilde: Rådets gennemførelsesafgørelse (EU) 2015/81 af 19. december 2014.

<sup>33</sup> Repræsentanter fra alle EU-lande, undtagen Storbritannien og Sverige har underskrevet den mellemstatslige aftale. De medlemslande, der har underskrevet aftalen, men som ikke deltager i SSM, vil først være omfattet af rettighederne og forpligtelserne i henhold til aftalen, når de deltager i SSM.

## Den europæiske stabilitetsmekanisme, bagstoppere og Afviklingsfondens lånekapacitet

Sikring af effektiv og tilstrækkelig finansiering til Den Fælles Afviklingsfond er af altafgørende betydning for fondens troværdighed. Da der kan opstå situationer, hvor de disponible midler i fonden ikke er tilstrækkelige, og de ex post-bidrag, der opkræves for at dække kapitalmanglen, ikke er umiddelbart tilgængelige, skal der udvikles metoder til håndtering af disse situationer. SRM-forordningen præciserer, at SRB's kapacitet til at bringe alternativ finansiering af fonden i stand bør forbedres på en måde, der optimerer omkostningerne ved finansiering og bevarer fondens kreditværdighed. Der er behov for konkrete og meningsfulde tiltag i 2015, så der sker fremskridt på dette område.

Derudover vil der blive udviklet en fælles bagstopperordning for fonden før udgangen af fondens otteårige overgangsperiode. Denne ordning vil også gøre det lettere for fonden at optage lån. For at sikre tilstrækkelig løbende finansiering i overgangsperioden fastsætter den mellemstatslige aftale, at de lande, der er berørt af en bestemt afviklingsforanstaltning, skal sørge for mellemfinansiering fra nationale kilder eller, om nødvendigt, fra den europæiske stabilitetsmekanisme i overensstemmelse med de godkendte procedurer.

## Samarbejde mellem SRM og SSM

Samarbejde inden for bankunionen har høj prioritet. EU-rammen for krisestyring forpligter tilsyns- og afviklingsmyndigheder til at samarbejde. Samspillet mellem SSM og SRM hviler på tre grundpiller: komplementære institutionelle roller, samarbejde og tæt koordinering.

Fra et institutionelt perspektiv skal det bemærkes, at tilsyn og afvikling er to af bankunionens hjørneste. SSM og SRM skal dermed udfylde komplementære roller, for at bankunionen kan lykkes.

For at SSM og SRM kan udfylde deres forskellige roller kræver det, at de arbejder tæt sammen, så det sikres, at de generelle rammer for tilsyn og afvikling og eventuel overlappning styres effektivt. ECB har udpeget en repræsentant, der har ret til at deltage som fast observatør i SRB's eksekutiv- og plenarmøder. Denne repræsentant vil have mulighed for at deltage i debatterne og have adgang til alle dokumenter. På samme måde kan ECB invitere SRB's formand til at deltage som observatør i ECB's tilsynsråd.

## Strukturreform i banksektoren – bankerne forhindres i at medvirke direkte i risikobetonet proprietary trading

Bankunionen skal suppleres af strukturreformer i EU's banksektor. Europa-Kommissionen vedtog den 29. januar 2014 et lovforslag, som fokuserer på europæiske banker, der har global systemisk betydning, og banker, der overskrider

bestemte tærskelværdier. Forslaget indeholder et forbud mod proprietary trading i snæver betydning, med undtagelse af de aktiviteter, der omfatter finansielle instrumenter udstedt af EU's regeringer og likviditetsstyring. Desuden foreslås en mulig adskillelse af visse handelsaktiviteter, dvs. market making, kompleks securitisering og komplekse derivater, hvis bestemte målparametre overskrides. [ECB's udtalelse](#)<sup>34</sup> om spørgsmålet støttede generelt Kommissionens forslag om et forbud mod proprietary trading med det formål at forhindre banker i at være direkte involveret i risikobetonet proprietary trading i fremtiden. Hvad angår finansiell stabilitet, er der også støtte til adskillelsen af visse handelsaktiviteter fra den enhed, der modtager indskud. ECB lagde imidlertid vægt på behovet for i en vis grad at bevare market making-aktiviteter, da de i høj grad bidrager til at øge aktiv- og markedslikviditeten, udligne prisudsving og forbedre værdipapirmarkedernes modstandsdygtighed over for stød. Dette er vigtigt for finansiell stabilitet, gennemførelsen af pengepolitikken og en smidig pengepolitisk transmission samt finansiering af økonomien. Disse market making-aktiviteter kunne derfor fortsat tillades inden for den enhed, der modtager indskud. Udtalelsen støtter også adskillelsen af visse handelsaktiviteter, når visse målparametre for aktiviteterne overskrider bestemte tærskelværdier, om end med højere skønsbeføjelser ved tilsynets vurdering af adskillelsen. I den forbindelse kunne de målparametre, Kommissionen foreslog, med fordel blive suppleret af andre kvalitative og kvantitative oplysninger, der også kan fange de risici, der er forbundet med handelsaktiviteter.

---

<sup>34</sup> CON/2014/83.

# Kapitel 2

## Andre opgaver og aktiviteter

### 1 Markedsinfrastrukturer og betalinger

Markedsinfrastrukturerne er afgørende for de finansielle markeder, da de muliggør sikker gennemstrømning af penge og finansielle aktiver i økonomien. Deres smidige funktion er afgørende for at opretholde tilliden til euroen og understøtte de pengepolitiske operationer og stabiliteten i det finansielle system som helhed. Integrationen af markedsinfrastrukturer på tværs af landegrænser i Europa er en nødvendig forudsætning for et ægte indre marked, der vil øge effektiviteten for forbrugere, virksomheder og banker.

Eurosystemet spiller en central rolle i denne forbindelse. Det leverer tjenester til afvikling af betalinger og værdipapirtransaktioner, overvåger finansielle markedsinfrastrukturer og betalingsinstrumenter og samarbejder med markedsinteressenterne om integration af de finansielle markeder. Samarbejde og dialog med andre finansielle institutioner og centralbanker uden for euroområdet om pengepolitiske aspekter i forbindelse med regionale og globale udviklingstendenser vedrørende markedsinfrastrukturer og betalinger står også højt på Eurosystemets dagsorden.

#### 1.1 Integration og innovation inden for detailbetalinger

Detailbetalinger er "hverdagsbetalinger" mellem fx privatpersoner, virksomheder, ngo'er og statsorganer. Betalingerne har forholdsvis lav værdi og er typisk ikke-tidskritiske.

En væsentlig milepæl inden for dette område blev nået 1. august 2014 med implementeringen af det fælles eurobetalingsområde (SEPA) for kreditoverførsler og direkte debiteringer i euroområdet, hvor forbrugere og virksomheder kan benytte en enkelt betalingskonto til alle kreditoverførsler og direkte debiteringer i euro. Migreringen af kreditoverførsler og direkte debiteringer i euro i lande uden for euroområdet afsluttes 31. oktober 2016. Eurosystemet har været med til at forme implementeringen af SEPA fra begyndelsen. Det har fungeret som katalysator i det store integrationsprojekt og har fremmet dialogen mellem aktørerne.

Innovation inden for detailbetalinger – med fokus på straks- og mobilbetalinger – og integration af kortbetalinger er de næste skridt for SEPA. I april 2014 offentliggjorde ECB rapporten "[Card payments in Europe – a renewed focus on SEPA for cards](#)", der slog til lyd for implementeringen af visionen "alle terminaler skal kunne behandle alle kort".



Eurosystemet samarbejder også med markedsinteressenterne om yderligere udvikling af et integreret, innovativt og konkurrencedygtigt marked for detailbetalinger i euro via [Euro Retail Payments Board](#) (ERPB). Gennem ERPB er Eurosystemet nu aktivt involveret i at fremme "straksbetalinger" i euro, dvs. betalinger i realtid fra afsender til modtager, så modtageren straks kan genbruge midlerne. I december 2014 iværksatte ERPB arbejdet med at fremme mobilbetalinger fra person til person og kontaktløse betalinger. ERPB offentliggjorde også en række [anbefalinger](#) til, hvordan de resterende SEPA-problemer efter migreringen kan løses.

## 1.2 Systemet til store betalinger i euro: Target2

Eurosystemet driver infrastrukturen til reeltidsafvikling af store betalinger og tidskritiske betalinger i euro i centralbankpenge, [Target2](#). I Target2 afvikles bl.a. Eurosystemets pengepolitiske operationer og interbanktransaktioner. Det betyder, at systemet har en afgørende funktion i euroområdet. 24 centralbanker i EU og ca. 55.000 banker på verdensplan er tilknyttet Target2, der er et af verdens største betalingssystemer.

Target2 fungerede også smidigt i 2014 med en tilgængelighed på 100 pct. Systemet afviklede i alt 90.337.036 transaktioner og havde en omsætning på 492.431 mia. euro, svarende til et dagligt gennemsnit på 354.263 transaktioner og 1.931 mia. euro. Der blev registreret et fald på 2,4 pct. i afviklede mængder i forhold til ultimo 2013 som følge af et fald i antallet af kundebetalinger efter afslutningen af migreringen til SEPA-instrumenter.

I 2014 fortsatte arbejdet med Target2's overgang til ISO20022-standarderne. Endvidere blev der gjort fremskridt med hensyn til at sikre, at systemet overholder ECB's forordning om overvågningskrav for systemisk vigtige betalingssystemer (se yderligere oplysninger nedenfor), især inden for områderne risikovurdering, likviditetsstresstest og [indirekte deltagelse](#).

## 1.3 Integreret og harmoniseret værdipapirafvikling: Target2-Securities

Fra juni 2015 tilbyder Eurosystemets nye infrastruktur, [Target2-Securities](#) (T2S), grænseoverskridende værdipapirafvikling i centralbankpenge i Europa. I perioden mellem juni 2015 og februar 2017 vil ikke mindre end 24 europæiske værdipapircentraler overdrage deres værdipapirkonti til T2S, og 23 nationale centralbanker vil åbne T2S-kontantkonti til samtidig og endelig overførsel af værdipapirer mod centralbankpenge.

For T2S-interessenterne var 2014 et travlt år med test og forberedelser. T2S-softwaren, der er udviklet af Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France og Banca d'Italia, blev stillet til rådighed for brugertest hos værdipapircentralerne og de nationale centralbanker 1. oktober efter afslutningen af Eurosystemets afsluttende test i september.

Det kommende T2S har skabt forudsætningerne for, at værdipapirindustrien kan samarbejde om at harmonisere den grænseoverskridende værdipapirafvikling og om at skabe bedre sikkerhed og effektivitet samt åben konkurrence.<sup>35</sup>

## 1.4 Eurosystemets forvaltning af sikkerhedsstillelse

For markedsaktørerne er muligheden for let at kunne mobilisere aktiver som sikkerhedsstillelse afgørende for deres risiko- og likviditetsstyring og for deres overholdelse af lovkrav.

Med henblik på at fremme grænseoverskridende sikkerhedsstillelse til Eurosystemets kreditoperationer tilbyder Eurosystemet [korrespondentcentralbankmodellen](#) (CCBM). I 2014 blev CCBM forbedret på to måder. Kravet om at trække værdipapirer hjem til udsteders værdipapircentral, før de mobiliseres som sikkerhedsstillelse gennem CCBM, blev fjernet 26. maj. Fra 29. september blev trepartsforvaltning af sikkerhed i grænseoverskridende transaktioner desuden tilgængelig gennem CCBM. Disse forbedringer gør det muligt for modparter at samle deres sikkerhedsbeholdninger hos en eller nogle få værdipapircentral(er) efter eget valg og at forvalte deres sikkerhedsstillelse mere effektivt.

På baggrund af markedsudviklingen og den lovgivningsmæssige udvikling, der har medført større behov for sikkerhedsstillelse, har ECB arbejdet tæt sammen med branchen via [Contact Group on Euro Securities Infrastructures](#) (COGESI) og har offentliggjort tre rapporter om vigtige emner i relation til belånbarhed, tilgængelighed og mobilitet.

## 1.5 Overvågning af markedets infrastrukturer og betalingsinstrumenter

Forstyrrelser i den finansielle markedsinfrastruktur kan føre til alvorlige forstyrrelser i økonomien. [Eurosystemets overvågningsfunktion](#) spiller en central rolle, når det drejer sig om at sikre, at risici styres og forebygges i videst muligt omfang, og tager også højde for internationale overvågningsstandarder og den lovgivningsmæssige udvikling.<sup>36</sup>

ECB har vedtaget en [forordning om overvågningskrav til systemisk vigtige betalingssystemer](#), der trådte i kraft 12. august 2014, med henblik på at sikre effektiv risikostyring og gode ledelsessystemer. Forordningen er i overensstemmelse med [principperne for finansielle markedsinfrastrukturer](#) udstedt af Den Internationale Betalingsbanks (BIS') komite for betalings- og markedsinfrastrukturer (CPMI), og den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO). Den 20. august 2014 identificerede ECB fire systemer som systemisk vigtige og derfor underlagt forordningen: Target2 (der drives af Eurosystemet), Euro 1 og STEP2-T (der drives af EBA Clearing) og

<sup>35</sup> Harmoniseringen af efterhandlen i T2S er nærmere beskrevet i [www.harmonisation.T2S.eu](http://www.harmonisation.T2S.eu)

<sup>36</sup> Eurosystemets overvågningsaktiviteter er nærmere beskrevet i [Eurosystemets overvågningsrapport 2014](#).

Core (der drives af STET). Listen vil blive taget op til fornyet vurdering hvert år. Eurosystemet har gennemført en gab-analyse for at sikre, at Target2 overholder de nye overvågningskrav.

Eurosystemet foretog også en omfattende gennemgang af overvågningsstandarderne for de detailbetalingssystemer i euro, der ikke er systemisk vigtige. Som følge heraf offentliggjorde ECB 21. august 2014 [Revised Oversight Framework for Retail Payment Systems](#), ifølge hvilke ikke-systemisk vigtige detailbetalingssystemer er underlagt udvalgte principper for finansielle markedsinfrastrukturer i forhold til risikoniveauet for det relevante marked.

Hvad angår overvågningen af infrastrukturer for værdipapirer og derivater, drejede hovedaktiviteterne i 2014 sig om ny lovgivning. Eurosystemet fortsatte sit arbejde i de respektive centrale modpartskollegier med (igen) at godkende centrale modparter i EU med et stort omfang af eurodenomineret central clearing i henhold til [forordningen om europæisk markedsinfrastruktur](#) (EMIR), og det bidrog til udformningen af de tekniske standarder for [forordningen om værdipapircentraler](#). Endvidere fortsatte overvågningsvurderingen af T2S-designet i 2014. Vurderingen vil blive afsluttet, før T2S sættes i drift i juni 2015.

Betalingsinstrumenter var også genstand for overvågningsinitiativer i 2014 med sigte på at øge sikkerheden. I 2014 afsluttede Eurosystemet vurderingen af 23 internationale og store indenlandske betalingskortsystemer i euroområdet i forhold til Eurosystemets harmoniserede rammer for overvågning af betalingskortsystemer. Vurderingen viste, at de fleste betalingskortsystemer overholdt eller næsten overholdt overvågningsstandarderne, og Eurosystemet har indledt en dialog med kortoperatørerne for at drøfte eventuelle udestående problemer. I november 2014 udgav ECB også to vejledninger til vurdering af [ordninger for direkte debitering](#) og [ordninger for kreditoverførsel](#) i forhold til overvågningsstandarderne for betalingsinstrumenter.

Endelig fortsatte Eurosystemets overvågere med at bidrage til arbejdet i European Forum for the Security of Retail Payments (SecuRe Pay), der er et forum for frivilligt samarbejde for både Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) og ESCB i deres funktioner som lovgivere, tilsynsmyndigheder eller overvågere.

## 2 Finansielle ydelser til andre institutioner

### 2.1 Forvaltning af låneoptagelses- og långivningstransaktioner

I 2014 havde ECB fortsat ansvaret for forvaltningen af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte (MTFA)<sup>37</sup>, European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)<sup>38</sup>, European Financial Stability Facility (EFSF)<sup>39</sup> og European Stability Mechanism (ESM)<sup>40</sup>. På 11 lån under MTFA forfaldt der rentebetalinger, som blev behandlet af ECB, i 2014. Det samlede udestående beløb under faciliteten udgjorde 8,4 mia. euro pr. 31. december 2014. På 21 lån under EFSM forfaldt der betalinger eller rentebetalinger, som blev behandlet af ECB, i 2014, og det samlede udestående beløb pr. 31. december udgjorde 46,8 mia. euro. ECB behandlede på vegne af EFSF fire udbetalinger til låntagerlandene (Portugal og Grækenland) og diverse rente- og gebyrbetalinger på lånene. ECB behandlede på vegne af ESM 26 betalinger i form af medlemsbidrag til ESM eller i relation til låntagerlandene (Cypern og Spanien).

Endelig havde ECB fortsat ansvaret for at behandle alle betalinger i forbindelse med låneaftalen for Grækenland.<sup>41</sup> Det samlede udestående udgjorde pr. 31. december 2014 52,9 mia. euro.

### 2.2 Eurosystemets forvaltning af valutareserver

En række finansielle tjenesteydelser blev fortsat udbudt inden for rammerne for Eurosystemets forvaltning af valutareserver (ERMS), der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af kundernes valutareserver 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 monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet og til internationale organisationer. ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at rammen fungerer gnidningsløst og skal rapportere til Styrelsesrådet.

<sup>37</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>38</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>39</sup> I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk. 5, i rammeaftalen for EFSF).

<sup>40</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>41</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 om forvaltning af sammenlagte bilaterale lån til fordel for Den Helleniske Republik og om ændring af afgørelse ECB/2007/7.

I 2014 havde 296 kunder en ERMS-forretningsaftale med Eurosystemet i forhold til 300 i 2013. Med hensyn til tjenesteydelserne faldt de samlede aggregerede beholdninger (som omfatter kontante aktiver og værdipapirbeholdninger), der forvaltes inden for ERMS, med ca. 8 pct. i løbet 2014 i forhold til omfanget ultimo 2013.

Da renten på indlånsfaciliteten blev negativ, faldt efterspørgslen efter de kontanttjenester, der tilbydes inden for rammerne af ERMS, brat. Ultimo juli 2014 viste det aggregerede nominelle tal for kontante aktiver et fald på 18 mia. euro i forhold til ultimo juni 2014, hvilket afspejlede en stigende udstrømning af likviditet fra ERMS. Samtidig faldt de beholdninger af værdipapirer i euro, der holdes af ERMS, lidt med 3 mia. euro.

I 2. halvår 2014 fortsatte beholdningerne af kontante aktiver med at falde, mens det antal værdipapirer, der holdes af ERMS, steg støt. Disse tendenser tyder på, at kunderne tilpassede deres porteføljer i overensstemmelse hermed efter at have vurderet effekten af den negative rente på indlånsfaciliteten.

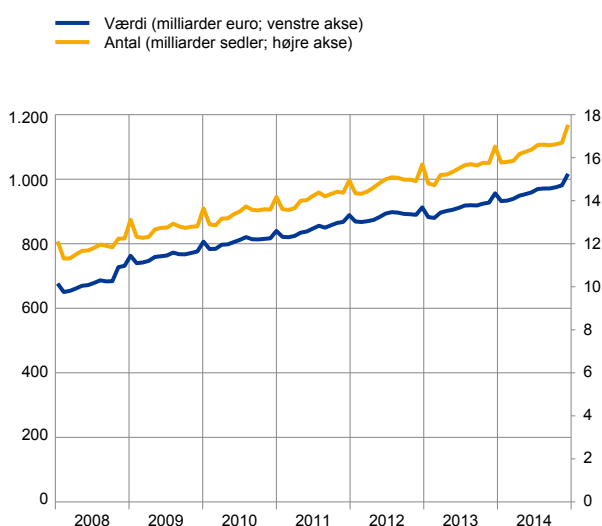
## 3 Sedler og mønter

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

### 3.1 Cirkulation af sedler og mønter

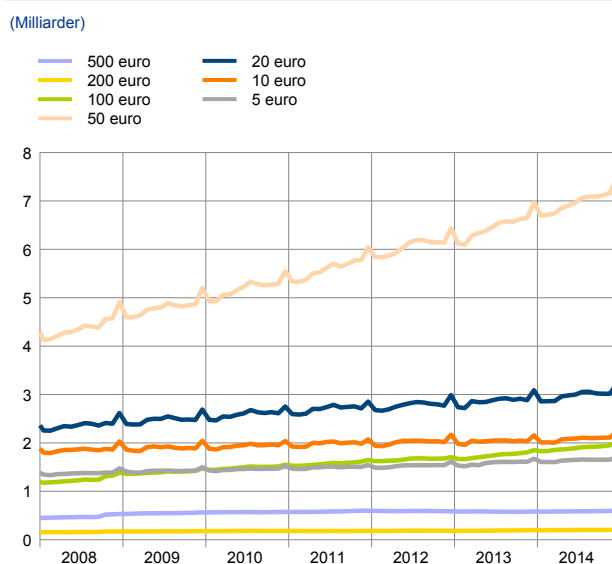
I 2014 steg både antallet og værdien af eurosedler i cirkulation med ca. 6 pct. Ultimo året var der 17,5 mia. eurosedler i cirkulation med en samlet værdi på 1.016,5 mia. euro (se figur 30 og 31). Produktionen af eurosedlerne er fordelt mellem de forskellige nationale centralbanker, som stod for produktionen af 8,3 mia. eurosedler i 2014.

**Figur 30**  
Antal og værdi af eurosedler i cirkulation



Kilde: ECB.

**Figur 31**  
Antal eurosedler i cirkulation efter seddelværdi



Kilde: ECB.

Det anslås, at ca. en fjerdedel af de cirkulerende eurosedler (målt i værdi) befinder sig uden for euroområdet, primært i de omkringliggende lande. I 2014 steg de finansielle institutioners nettoforsendelse af eurosedler til regioner uden for euroområdet med 146 pct. eller 19 mia. euro. Eurosedlerne, navnlig de høje værdier, bruges til værdilagring uden for euroområdet og til afvikling af transaktioner på de internationale markeder.

I 2014 steg det samlede antal euromønter i cirkulation med 4,6 pct. til 110,9 mia. Ultimo 2014 var værdien af de cirkulerende mønter 25,0 mia. euro, hvilket var 3,2 pct. højere end ultimo 2013.

I 2014 kontrollerede de nationale centralbanker ca. 33,6 mia. eurosedlers ægthed og egnethed og tog 5,9 mia. af dem ud af cirkulation. Eurosystemet bistod fortsat fabrikanter af udstyr til håndtering af pengesedler for at sikre, at deres maskiner

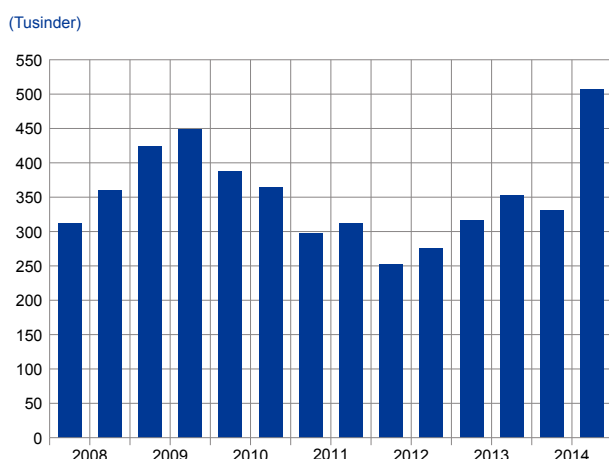
opfylder ECB's standarder for udstyr, som anvendes af kontanthåndterende virksomheder til kontrol af eurosedlers ægthed og egnethed inden recirkulation. Omkring 40 pct. af det totale antal eurosedler, som blev recirkuleret i 2014, blev kontrolleret af kontanthåndterende virksomheder, der anvendte sådanne maskiner.

## 3.2 Falske eurosedler

I 2014 tog Eurosystemet ca. 838.000 falske eurosedler ud af cirkulation. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger fortsat meget lavt. Figur 32 viser den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der blev taget ud af cirkulation. Det er primært 20- og 50-eurosedlen, der forfalskes. I 2014 udgjorde disse to værdier henholdsvis 54,5 pct. og 29,5 pct. af det samlede antal falske sedler. Stigningen i det samlede antal forfalskninger i 2. halvår 2014 skyldtes hovedsagelig en stigning i antallet af falske 20-eurosedler. Figur 33 viser fordelingen af forfalskninger efter seddelværdi.

**Figur 32**

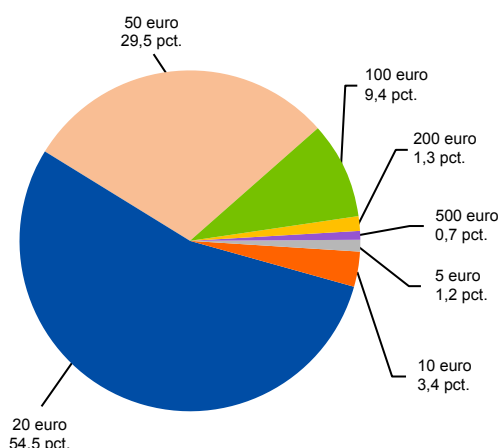
Antal falske eurosedler fundet i cirkulation



Kilde: ECB.

**Figur 33**

Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2014



Kilde: ECB.

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



### 3.3 Den anden serie eurosedler

Den 23. september 2014 blev en ny 10-euroseddel udsendt. Det var den anden seddel i [Europa-serien](#). Den nye 10-euroseddel har ligesom den nye 5-euroseddel, der blev sat i cirkulation i maj 2013, flere forbedrede sikkerhedselementer, herunder et portræt af Europa, en skikkelse i den græske mytologi, i vandmærket og hologrammet. I tiden op til indførelsen af den nye 10-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 til at forberede sig på indførelsen af den nye euroseddel.

I december 2014 besluttede Styrelsesrådet, at den nye 20-euroseddel udsendes 25. november 2015. De øvrige sedler i serien indføres gradvist over flere år i stigende orden efter seddelværdi.

## 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 2014 regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser statistik for euroområdet. Desuden gjorde ESCB en stor indsats for at implementere de nye internationale standarder i alle ECB's statistikker, forbedre tilgængeligheden af ESCB-data og tilgængeligheden og kvaliteten af granulære data og etablere nye indsamlingsrammer, der understøtter ECB's nye ansvar for banktilsyn (se kapitel 1, afsnit 3).

### 4.1 Nye og forbedrede statistikker for euroområdet

Fra oktober 2014 begyndte ESCB at producere statistik efter nye internationale og europæiske statistiske standarder for nationalregnskaber og betalingsbalancestatistik. Processen var koordineret med Eurostat og Det Europæiske Statistiske System (ESS) og dækker en række af ESCB's og ESS' statistikker. Implementeringen af det europæiske nationalregnskabssystem 2010 (ENS 2010) og sjette udgave af IMF's betalings- og kapitalbalancemanual (BPM6) har resulteret i forbedret registrering af finansielle og ikke-finansielle transaktioner og balancer i en stadigt mere globaliseret og indbyrdes forbundet økonomi.

### 4.2 Øvrig statistisk udvikling

ESCB fortsatte sit arbejde med at forbedre tilgængeligheden og kvaliteten af statistikker på baggrund af nye eller væsentligt forbedrede mikrodatabaser, da disse giver større fleksibilitet i forhold til at opfylde brugernes behov og er med til at mindske indberetningsbyrden.

I februar 2014 vedtog ECB en retsakt<sup>42</sup>, der definerer det forberedende arbejde mod en gradvis implementering af de langsigtede rammer for indsamling af granulære data om kreditter, dvs. data om kreditinstitutters eller andre långivende finansielle institutioners krediteksponeringer over for låntagere, baseret på ECB's harmoniserede statistiske rapporteringskrav. Der arbejdes stadig på de endelige krav og den endelige tidsplan for implementeringen.

I november 2014 vedtog ECB en forordning om indsamling af pengemarkedsstatistik. Forordningen definerer kreditinstitutters rapportering af deres daglige individuelle

<sup>42</sup> ECB's afgørelse ECB/2014/6 af 24. februar 2014 om Det Europæiske System af Centralbankers tilrettelæggelse af de forberedende foranstaltninger til indsamlingen af granulære data om kreditter og den tilhørende henstilling ECB/2014/7.

transaktioner vedrørende forskellige segmenter af pengemarkedet med andre monetære finansielle institutioner (MFI'er), andre finansielle institutioner uden for banksektoren og offentlig forvaltning og service samt engrostransaktioner med ikke-finansielle selskaber.

Andre vigtige mikrodatasæt understøttede også i 2014 produktionen af statistik. Dataene for de enkelte værdipapirer, der findes i den centraliserede værdipapirdatabase, understøttede produktionen af nye månedlige statistiske indikatorer om udstedelsen af gældsinstrumenter og EU-regeringers gældsbejning. Dataene blev offentliggjort i november 2014. På tilsvarende måde har den nye database om de institutionelle sektorer og de største bankkoncerners individuelle værdipapirbeholdninger siden ultimo 2013 fået tilført data indsamlet af ESCB, og databasen forventes at komme til at spille en afgørende rolle, når det drejer sig om at forbedre dækningen og kvaliteten af værdipapirstatistik.

I november 2014 vedtog ECB en ny forordning<sup>43</sup> om statistik for forsikrings-selskaber, der gør det muligt for ECB at genbruge data indsamlet af tilsynsmyndighederne ved hjælp af Solvens II-skabelonerne til kvantitativ indberetning til monetære formål og til at sikre finansiel stabilitet.

I 2014 fortsatte ECB med at yde statistisk støtte til ESRB. ECB varetog bl.a. formandskabet for kontaktgruppen om data, der koordinerer det statistiske arbejde ved at samle de nationale tilsynsmyndigheder i EU-landene samt repræsentanter fra medlemslandene i ESRB's styrelsesråd.

På internationalt niveau spiller ECB en aktiv rolle ved at være med til at varetage formandskabet for komiteen for statistiske aktiviteter, der fremmer koordinering og konsistens i statistisk praksis mellem institutioner, og som næstformand for Irving Fisher Committee on Central Banking Statistics, der bidrager til at fremme centralbankstatistik på verdensplan. Desuden spillede ESCB en fremtrædende rolle i lanceringen i november 2014 af *Special Data Dissemination Standard Plus*, der er tredje og højeste niveau i IMF's initiativer for datastandarder (Data Standards Initiatives). Syv af de ni lande, der som de første tilsluttede sig IMF's initiativ, var EU-lande. Denne succes afspejler ESCB's Statistikkomites løbende bestræbelser på at forbedre og udvide grundlaget for økonomiske og finansielle statistikker i EU.

### 4.3 Tilgængelighed af statistikker – vigtige skridt i 2014

I oktober 2014 lancerede ECB et nyt websted "[Vores statistik](#)", der skal lette adgangen til og genbrug af vigtige euroområdetstatistikker og nationale statistikker ved hjælp af datavisualisering. På webstedet er det bl.a. muligt at dele og integrere disse visualiseringer på andre websteder og på sociale medier.

I december 2014 blev den nye tablet-applikation "ECBstatsApp" lanceret. Den giver tablet-brugere<sup>44</sup> let adgang til data offentliggjort i ECB's Statistical Data Warehouse i

<sup>43</sup> Forordning ECB/2014/50 om statistiske rapporteringskrav for forsikrings-selskaber.

<sup>44</sup> Appen er tilgængelig til [Android-tablets](#) og til [iPads](#).

forskellige formater som fx tabeller, figurer og kort. ECB lancerede også en ny [webservice](#), der gør det muligt for professionelle og private brugere automatisk at downloade store mængder statistik til deres egne datasystemer med hyppige mellemrum.

## 5 Økonomisk forskning

Noget af det, der kendetegner centralbanker, er, at de har en lang tradition for at underbygge deres politikker med et stærkt videnskabeligt fundament. I tider med usikkerhed og forandring som dem, der aktuelt opleves, er det vigtigt, at forskningen flytter grænser, så den kan underbygge nye politikker, som ikke tidligere har været anvendt. ECB gjorde også i 2014 store fremskridt på denne front.

### 5.1 ECB's forskningsklynger

ECB's økonomiske forskning foregår på bankplan i 11 forskningsgrupper, der dækker forskellige emner af pengepolitisk relevans. I 2014 var forskningen koncentreret om fem hovedområder: i) finansiell ustabilitet og makroprudentielle politikker; ii) pengepolitisk transmission med hovedvægt på ekstraordinære pengepolitiske tiltag; iii) den ændrede økonomiske og finansielle struktur siden krisen og konsekvenserne for væksten; iv) samspillet mellem pengepolitik, finanspolitik og tilsynspolitik under EU's ændrede institutionelle rammer (især etableringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM)); og v) værktøjer til prognoser, analyser af scenarier og landeovervågning.

Der blev opnået vigtige resultater især inden for forskning i effektiviteten af ekstraordinære tiltag i euroområdet. Eksempelvis tyder resultater indsamlet i forbindelse med annoncering af Outright Monetary Transactions på, at disse annonceringer kan have haft en positiv indvirkning på BNP og kreditforholdene i kriseramte lande. Ændringer i reglerne om belånbarhed – introduceret ved rammerne for yderligere gældsfordringer fra februar 2012 – i kombination med meget langfristede markedsoperationer ser også ud til at have understøttet økonomien ved at reducere renten på og øge købet af de udvalgte aktiver (erhvervslån). Desuden viser en analyse af de mulige virkninger af et opkøbsprogram, at det kan være nyttigt i forbindelse med styring af risiciene for prisstabilitet – også i situationer uden alvorlig finansiell ustabilitet. Opkøb af aktiver med højere rentepremier ser ud til at være mere effektive, når det drejer sig om at understøtte økonomien, men også potentielt mere risikable for centralbanken.

Der blev udviklet en lang række modeller og værktøjer i 2014 inden for de forskellige forskningsområder, der er nævnt ovenfor. Et af disse værktøjer vurderer risikoen for manglende forankring af inflationsforventninger som følge af en afsmitning af kortsigtede forventninger på langsigtede forventninger. Resultaterne for euroområdet tyder på, at denne risiko steg betydeligt omkring januar 2014 og forblev høj indtil slutningen af året.

### 5.2 Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk

Eurosystemets/ESCB's forskningsnetværk ydede også et væsentligt bidrag i 2014.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> Se [ECB's websted](#) for yderligere oplysninger om de enkelte netværk.

En vigtig milepæl blev nået i juni med afslutningen af netværket vedrørende makroprudentiel forskning. Netværket blev etableret i 2010 med det formål at udvikle bedre analytisk støtte til det nye område makroprudentiel politik.<sup>46</sup> Et af netværkets vigtigste bidrag har været at udvikle en række makroøkonomiske modeller med fokus på finansiel ustabilitet – der stort set ikke fandtes i den økonomiske litteratur før krisen. Det giver de nødvendige værktøjer til en meningsfuld analyse af makroprudentielle politikker, fx en ny model, der opererer med bankkrak, og gør det muligt at vurdere både fordele og omkostninger ved kapitaldækningsregler. Netværket har også udviklet en sammenfaldende indikator for systemisk finansiel ustabilitet, den nu meget udbredte sammensatte indikator for systemisk stress, og flere tidlige varslingsmodeller for systemiske bankkriser, der bekræfter den vigtige rolle, som kreditvækst og gearing spiller. Endelig tilvejebragte netværket – i samarbejde med betalingssystemeksperter – data om det usikrede pengemarked fra Target2-systemet. Disse data kan bruges til at beregne indikatorer og vurdere udviklingen i forbindelse med pengemarkedet i euroområdet, især smitterisikoen i banksektoren på tværs af grænserne og aspekter vedrørende bankers systemiske vigtighed. Et af resultaterne var, at effekten af bankrisiko og overskydende likviditet, som Eurosystemet tilfører, på interbankmarkedet i høj grad afhænger af den finanspolitiske sundhed i det land, hvor låntagerbankerne ligger.

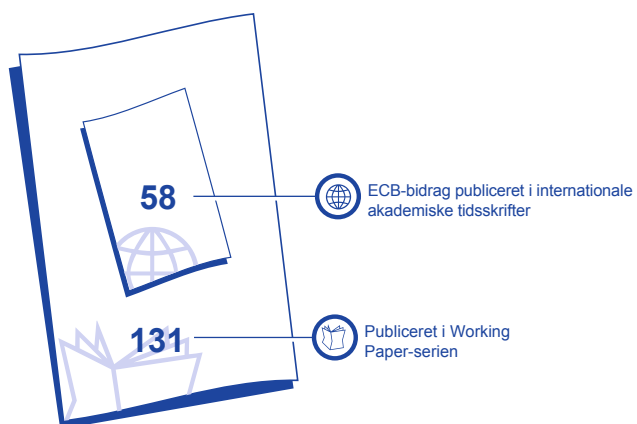
Et andet netværk, netværket om konkurrenceevne, udviklede en ny database, der bygger på ikke-finansielle selskabers balancer. Et vigtigt forskningsresultat i denne forbindelse er, at den seneste krise kan have haft en "rensende effekt" på EU-landenes økonomier – trods faldet i beskæftigelsen – fordi den ser ud til at have fremskyndet omfordelingen af ressourcer mod de mest produktive virksomheder, især i de kriseramte økonomier. Krisen kan også have betydet, at der ikke har været samme stigning i andelen af virksomheder, der har lidt under kreditrestriktioner, på tværs af landene og på tværs af produktivetsfordelingen, så de mest produktive virksomheder ikke er blevet ramt af kreditrationering.

Et tredje netværk – netværket om husholdningernes økonomi og forbrug – fokuserede på at analysere data fra Eurosystemets undersøgelser af husholdningernes økonomi og forbrug. Der blev forsket i den økonomiske skrøbelighed hos husholdningerne i euroområdet, de fordelingsmæssige effekter af inflation og pengepolitik, forskelle fra land til land i husholdningernes formuefordeling og den seneste udvikling i formue, indkomst og servicering af gæld. Et vigtigt forskningsresultat er, at mens serviceringen af boliggæld som andel af de enkelte husholdningers indkomst generelt faldt efter krisen, blev faldet modvirket af stigningen i arbejdsløsheden og det deraf følgende fald i indkomst.

Endelig blev et tidligere ECB-netværk – netværket om lønudvikling – genoprettet med henblik på tredje omgang af undersøgelsen af virksomhedernes pris- og lønpolitikker. Denne omgang havde til formål at vurdere, hvordan virksomhederne har tilpasset sig efter krisen, og giver mulighed for at bedømme betydningen af reformer på arbejdsmarkedet for virksomhedernes tilpasning. Dataene til undersøgelsen er indsamlet, og der er iværksat landespecifikke studier.

<sup>46</sup> En fuldstændig oversigt over netværkets forskningsresultater og konklusioner kan ses i dets [endelige rapport](#). ECB er involveret i makroprudentiel politik via sin rolle i European Systemic Risk Board og gennem Den Fælles Tilsynsmekanismes (SSM) makroprudentielle kompetencer (se kapitel 1, afsnit 3).

## ECB Working Papers i 2014



## 5.3 Konferencer og publikationer

ECB var fortsat aktiv med hensyn til afholdelse af forskningsarrangementer. ECB var arrangør eller medarrangør af flere konferencer på højt plan samt en lang række seminarer med inviterede talere (invited speaker seminars). Af vigtige arrangementer kan nævnes [ECB's centralbankforum](#) i Sintra, [den afsluttende konference i det makroprudentielle forskningsnetværk](#) og [det internationale forskningsforum om pengepolitik](#).

En stor del af ECB's forskningsresultater blev publiceret. Der blev publiceret i alt 131 nye ECB Working Papers i 2014, og 58 ECB-bidrag blev bragt i internationale akademiske tidsskrifter.



## 6 Juridiske aktiviteter og forpligtelser

ECB vedtog i 2014 en række retsakter og retsinstrumenter vedrørende pengepolitik og centralbankforhold samt i forbindelse med sit nye tilsynsansvar. 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. Endvidere deltog ECB i flere retssager ved de europæiske domstole.

### 6.1 Den lovgivningsmæssige udvikling i forhold til SSM

Som led i sit nye tilsynsansvar vedtog ECB i 2014 flere retsakter vedrørende etableringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM). De fleste af disse er nærmere beskrevet i ECB's Årsberetning om tilsynsarbejdet 2014. I en institutionel sammenhæng er følgende retsakter vedrørende etableringen af SSM relevante.

I overensstemmelse med [SSM-forordningens](#) artikel 25 vedtog Styrelsesrådet ud over de tiltag, der allerede er indført vedrørende adskillelsen mellem den pengepolitiske funktion og tilsynsfunktionen i henhold til artikel 25a, en [afgørelse om adskillelse](#)<sup>47</sup>. Denne afgørelse indeholder især bestemmelser om tavshedspligt og udveksling af oplysninger mellem de to funktionsområder. Afgørelsen trådte i kraft den 18. oktober 2014.

ECB's [afgørelse om et tæt samarbejde](#)<sup>48</sup> blev vedtaget af Styrelsesrådet og trådte i kraft den 27. februar 2014. I henhold til SSM-forordningens artikel 7 kan EU-lande uden for euroområdet deltage i SSM i en model med tæt samarbejde, og afgørelsen specificerer således de procedurer, der gælder for et tæt samarbejde mellem ECB og de kompetente nationale myndigheder i et deltagende medlemsland.

Styrelsesrådet ændrede den 22. januar 2014 ECB's forretningsorden<sup>49</sup> for at præcisere forholdet mellem Styrelsesrådet og Tilsynsrådet i medfør af SSM-forordningen. De [reviderede regler](#) fastlægger især samspillet mellem Styrelsesrådet og Tilsynsrådet i forbindelse med proceduren om ikke-indsigelse. I henhold til denne procedure anses Tilsynsrådets udkast til afgørelser som vedtaget, medmindre Styrelsesrådet gør indsigelse mod dem inden en fastsat tidsfrist på højst 10 arbejdsdage. Samtidig er visse regler vedrørende Tilsynsrådets procedurer blevet indarbejdet i ECB's forretningsorden. Tilsynsrådet vedtog den 31. marts 2014 sin egen [forretningsorden](#)<sup>50</sup> efter at have hørt Styrelsesrådet. Den supplerer ECB's forretningsorden og indeholder også regler for sammensætningen af Styringsudvalget.

<sup>47</sup> ECB's afgørelse af 17. september 2014 om gennemførelsen af adskillelsen mellem Den Europæiske Centralbanks pengepolitiske funktion og tilsynsfunktion (ECB/2014/39), EUT L 300, 18.10.2014, s. 57.

<sup>48</sup> ECB's afgørelse af 31. januar 2014 om et tæt samarbejde med de kompetente nationale myndigheder i deltagende medlemslande, der ikke har euroen som valuta (ECB/2014/5), EUT L 198, 5.7.2014, s. 7.

<sup>49</sup> Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. januar 2014 om ændring af afgørelse ECB/2004/2 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank (ECB/2014/1), EUT L 95, 29.3.2014, s. 56.

<sup>50</sup> Afgørelse af 31. marts 2014 om vedtagelse af forretningsordenen for ECB's Tilsynsråd, EUT L 182, 21.6.2014, s. 56.

Styrelsesrådet skal i henhold til SSM-forordningen udarbejde og offentliggøre et adfærdskodeks for ECB's personale og ledelse, der er involveret i banktilsyn. ECB har vedtaget et etisk adfærdskodeks som led i en overordnet gennemgang af de etiske rammer, der gælder for alle ECB's medarbejdere. Reglerne trådte i kraft den 1. januar 2015 og tager højde for SSM-forordningens krav om, at der skal indføres og opretholdes omfattende og formelle procedurer og forholdsmæssigt afpassede perioder, for på forhånd at vurdere og forebygge mulige interessekonflikter hos ECB's medarbejdere, der er involveret i tilsynsarbejdet, som følge af efterfølgende beskæftigelse. Da der allerede er indført et adfærdskodeks for både Direktionen og Styrelsesrådet, blev det besluttet, at Tilsynsrådet også skulle have sit eget kodeks. Dette kodeks blev vedtaget af Tilsynsrådet 12. november 2014 og trådte i kraft 13. november 2014. Formålet med kodekset er at skabe overordnede rammer af høj etisk standard, der gælder for medlemmerne af Tilsynsrådet og andre deltagere på Tilsynsrådets møder, samt at etablere konkrete procedurer for håndtering af fx mulige interessekonflikter.

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

ECB medvirkede også ved forskellige retssager på EU-niveau. Den 6. februar 2014 afviste EU-Domstolen appellen af Gabi Thesing og Bloomberg Finance LP mod ECB, sag C-28/13 P. Domstolen stadfæstede dermed Rettens afgørelse i dommen af 29. november 2012, der fastslog, at ECB var i sin gode ret til at nægte aktindsigt til to interne dokumenter vedrørende Grækenlands offentlige underskud og offentlige gæld. Domstolen gav ECB medhold i sit forsvar om, at offentliggørelse af disse to dokumenter specifikt og effektivt ville have undermineret beskyttelsen af offentlighedens interesser med hensyn til EU's og Grækenlands økonomiske politik, og at risikoen for denne underminering med rimelighed var forudsigelig og ikke rent hypotetisk. Dermed anerkendte Domstolen, at ECB har vide beføjelser til at vurdere, hvorvidt offentliggørelsen af ECB's dokumenter underminerer offentlighedens interesser for så vidt angår EU's eller et medlemslands økonomiske eller finansielle politik samt pengepolitik.

I kraft af bl.a. en forfatningsretlig klage blev de direkte monetære transaktioner, der er beskrevet i en pressemeddelelse fra ECB af 6. september 2012, indbragt for den tyske forfatningsdomstol. Efter en høring i juni 2013 besluttede forfatningsdomstolen den 14. januar 2014 at anmode om EU-Domstolens præjudicielle afgørelse på baggrund af en række spørgsmål om fortolkningen af flere af EU-lovgivningens bestemmelser. Som opfølgning afholdt Domstolen en høring den 14. oktober 2014. Generaladvokaten ved Domstolen fremsatte forslag til afgørelse den 14. januar 2015, og Domstolens præjudicielle afgørelse forventes i 1. halvår 2015. På baggrund af denne afgørelse vil den tyske forfatningsdomstol afsige sin endelige dom vedrørende de direkte monetære transaktioners forenelighed med den tyske forfatning.

I løbet af 2014 indledte flere cypriotiske kreditinstitutters indskydere og aktionærer retssager mod ECB og andre EU-institutioner med krav om erstatning og/eller annullation af retsakter, der efter deres vurdering havde ført til en omstrukturering af disse kreditinstitutter i forbindelse med det finansielle støtteprogram for Cypern.

Retten afviste 12 af disse sager i deres helhed som uantagelige. 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, i samarbejde med Europa-Kommissionen samt afgivelse af en ikke-bindende udtalelse om det cypriotiske resolutionsudkast.<sup>51</sup>

I 2014 førte indehavere af græske statsobligationer fortsat sager mod ECB. Sagsøgerne hævdede, at de havde lidt økonomiske tab og var blevet frataget deres grundlæggende ejendomsret og økonomiske frihed i forbindelse med det græske parlaments vedtagelse af lovgivning i februar 2012, der medførte en delvis omstrukturering af Grækenlands statsgæld. ECB's overordnede rolle i forbindelse med denne omstrukturering var udelukkende at yde rådgivning inden for sine beføjelser i henhold til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde. Retten har allerede givet ECB medhold i én retstvist med indehavere af græske statsobligationer, da disse ikke kunne dokumentere, at de var umiddelbart og individuelt berørt – en afgørende betingelse for sagens antagelse. Ingen af sagerne er blevet appelleret til EU-Domstolen.

### 6.3 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>52</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 2014 vedtog ECB 11 udtalelser om forslag til EU-lovgivning og 81 udtalelser om national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.

Et betydeligt antal høringer iværksat af nationale myndigheder omhandlede foranstaltninger til stabilitet på finansmarkederne.<sup>53</sup> ECB vedtog bl.a. udtalelser om forbrugerlåneaftaler i forint eller i udenlandsk valuta indgået af privatpersoner i Ungarn<sup>54</sup>; et lovforslag om etablering af en systemisk risikokomiteé i Luxembourg<sup>55</sup>; et lovforslag om etablering af en særlig retlig ramme for behandling af udskudte skatteaktiver for private og statsejede selskaber, herunder kreditinstitutter, der er selskabsskattepligtige<sup>56</sup>; foranstaltninger i forlængelse af SSM-forordningen i Østrig<sup>57</sup>; en ramme for afvikling af kreditinstitutter og andre institutioner<sup>58</sup>; gennemførelsen

<sup>51</sup> Se sag T-289/13 Ledra Advertising Ltd mod Kommissionen og ECB, 2014, præmis 45.

<sup>52</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>53</sup> Se fx CON/2014/16, CON/2014/29, CON/2014/39, CON/2014/46, CON/2014/59, CON/2014/60, CON/2014/61, CON/2014/66 og CON/2014/67.

<sup>54</sup> CON/2014/59, CON/2014/72, CON/2014/76, CON/2014/85 og CON/2014/87.

<sup>55</sup> CON/2014/46.

<sup>56</sup> CON/2014/66.

<sup>57</sup> CON/2014/43.

<sup>58</sup> CON/2014/60.

af direktivet om genopretning og afvikling af banker<sup>59</sup> og aktindsigt i specifikke oplysninger vedrørende visse bankers uerholdelige lån<sup>60</sup>.

I forbindelse med centralbankernes uafhængighed kom ECB bl.a. med udtalelser til lovbestemmelser om aflønning af medlemmer af en national centralbanks beslutningstagende organer og medarbejdere<sup>61</sup>, om ændringer i ledelsen af Banca d'Italia<sup>62</sup>, om brugen af midler fra en mulig nedgang i aflønningen af Banca d'Italias personale og medlemmerne af dens beslutningstagende organer<sup>63</sup> og om reglerne for interessekonflikter for Banco de Españas højtstående embedsmænd<sup>64</sup>.

Andre ECB-udtalelser omhandlede et lovforslag om afrunding af betalinger denomineret i euro i Belgien<sup>65</sup> og ændringer af det slovakiske parlaments forretningsorden med det formål at sikre behørig og rettidig høring af ECB om udkast til lovbestemmelser fremsat af parlamentsmedlemmer og -udvalg<sup>66</sup>.

Der blev registreret 25 tilfælde af manglende overholdelse af høringspligten. Af disse blev følgende tilfælde anset for at være åbenbare og væsentlige<sup>67</sup>.

De belgiske myndigheder hørte ikke ECB om et ændringsforslag til en lov af 21. december 1994 om forskellige sociale bestemmelser med det formål at indføre supplerende indikatorer til måling af livskvaliteten, menneskets udvikling, social fremgang og holdbarheden af den indenlandske økonomi. Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique fik pålagt at medtage en oversigt over resultaterne af de supplerende indikatorer udarbejdet af instituttet for nationalregnskaber i sin årsberetning.

Selv om ECB blev hørt af det cypriotiske finansministerium om visse ændringsforslag til loven om afvikling af kreditinstitutter og andre institutioner, blev forslagene vedtaget, før ECB kunne afgive sin udtalelse<sup>68</sup> om emnet.

ECB blev hørt om ændringsforslag til loven om etableringen af den græske finansielle stabiliseringsfond. Det græske parlament vedtog imidlertid ændringsforslagene allerede få dage senere, og ECB kunne derfor ikke afgive den pågældende udtalelse<sup>69</sup>. Følgende græsk lovgivning blev slet ikke sendt til høring hos ECB: Lov nr. 4281/2014 vedrørende Bank of Greeces rolle i forbindelse

---

<sup>59</sup> CON/2014/67.

<sup>60</sup> CON/2014/39.

<sup>61</sup> CON/2014/7, CON/2014/12 og CON/2014/38.

<sup>62</sup> CON/2014/19.

<sup>63</sup> CON/2014/38.

<sup>64</sup> CON/2014/22.

<sup>65</sup> CON/2014/6.

<sup>66</sup> CON/2014/54.

<sup>67</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.

<sup>68</sup> CON/2014/60.

<sup>69</sup> CON/2014/29.

med at sikre overholdelse af adfærdskodekset for forvaltningen af misligholdt privat gæld; lov om udenretlig omstrukturering af virksomhedernes gæld i forhold til bestemmelser for finansielle institutioner<sup>70</sup>; en ændring<sup>71</sup> af lov nr. 3213/2003, som bl.a. pålagde Bank of Greeces direktør, vicedirektør, ledende og menige bestyrelsesmedlemmer en oplysningspligt for aktiver, og lov nr. 4308/2014 om græske regnskabsstandarder og tilhørende bestemmelser med betydning for Bank of Greece. Udkast til lovbestemmelser om udskudte skatteaktiver i juridiske enheder, herunder kreditinstitutter, samt ændringer hertil, blev sendt til høring hos ECB, men blev vedtaget, før ECB havde vedtaget en udtalelse om sagen.

ECB blev ikke hørt af myndighederne i Luxembourg vedrørende lov af 28. juli 2014 om immobilisering af aktier og virksomhedsandele i form af ihændehaverbeviser.

Det ungarske lovforslag om visse foranstaltninger vedrørende aftaler om forbrugslån samt lovforslaget om reglerne for specifikke forbrugerlåneaftaler blev sendt til høring hos ECB, men blev vedtaget kort efter, før ECB kunne nå at vedtage sine udtalelser<sup>72</sup>. Tilsvarende gav de ungarske myndigheder ikke ECB tilstrækkelig tid til at kunne nå at vedtage sine udtalelser om et lovforslag om etablering af et regelsæt for afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber, et lovforslag om de generelle betingelser og vilkår for aftaler om forbrugslån og et lovforslag om konvertering af valutalån.<sup>73</sup>

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

## 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.

<sup>70</sup> De pågældende bestemmelser er indarbejdet i lov nr. 4307/2014, der gennemførte Rådets tre rammeafgørelser om anvendelse af princippet om gensidig anerkendelse i straffesager, det græske lovtidende, vol. A 246/15.11.2014.

<sup>71</sup> Lov om foranstaltninger til støtte og vækst i den græske økonomi, organisatoriske forhold i finansministeriet og andre bestemmelser (det græske lovtidende, vol. A 160/8.8.2014).

<sup>72</sup> CON/2014/59 og CON/2014/72.

<sup>73</sup> CON/2014/62, CON/2014/85 og CON/2014/87.

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 2014 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 havde en politik for forrentning af statslige indskud, som i fuldt omfang overholder lofterne for forrentning.<sup>74</sup> 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 2014 er et skridt på vejen mod den nødvendige afhændelse af alle disse aktiver. En mere ambitiøs plan for afhændelsen, navnlig af de langfristede statsgældsbeviser med variabel rente, ville dog yderligere mindske de vedvarende alvorlige bekymringer om monetær finansiering.

Magyar Nemzeti Bank (MNB) iværksatte en række programmer, der ikke vedrørte pengepolitikken, herunder et program for ejendomsinvesteringer, et program med det formål at øge kendskabet til finansielle forhold, et opkøbsprogram for ungarske kunstværker og kulturejendom samt et program for overførsel af personale fra det ungarske finanstillsyn til MNB. Da der er tale om mange forskellige programmer, der varierer i omfang og størrelse, kan programmerne opfattes som en potentiel kilde til overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering, for så vidt de opfattes, som om MNB overtager opgaver fra staten eller på anden måde giver staten økonomiske fordele. ECB overvåger disse operationer nøje med henblik på at sikre, at programmernes gennemførelse ikke er i modstrid mod forbuddet mod monetær finansiering.

---

<sup>74</sup> De fremgår af ECB's afgørelse ECB/2014/8 om forbuddet mod monetær finansiering og de nationale centralbankers forrentning af statslige indskud og retningslinje ECB/2014/9 om de nationale centralbankers indenlandske operationer i forbindelse med forvaltningen af aktiver og passiver, som ændret ved retningslinje ECB/2014/22.

## 7 Institutionelle rammer

### 7.1 Udvidelse af euroområdet

#### Indførelse af euroen i Litauen – et vigtigt skridt i den europæiske integration

Den 23. juli 2014 vedtog EU-Rådet en [afgørelse](#) om Litauens indførelse af euroen som valuta pr. 1. januar 2015, hvorved antallet af eurolande steg fra 18 til 19. Rådets afgørelse var baseret på de konvergensrapporter, som [ECB](#) og [Europa-Kommissionen](#) havde offentliggjort i juni 2014, og fulgte efter en debat i Det Europæiske Råd, en [udtalelse fra Europa-Parlamentet](#), et [forslag fra Europa-Kommissionen](#) og en [anbefaling fra Eurogruppen](#). Samme dag vedtog Rådet en [forordning](#), der fastsatte den uigenkaldelige omregningskurs mellem den litauiske litas og euroen. Omregningskursen blev fastsat til LTL 3,45280 pr. euro. Det var også centralkursen for den litauiske litas i den periode, hvor Litauen var medlem af valutakursmekanismen ERM2.

#### Logistik ved overgangen til euroen – en vellykket operation

Litauen indførte euroen som valuta pr. 1. januar 2015. Overgangen til eurosedler og -mønter forløb problemfrit, og efter en periode på to uger, hvor den litauiske litas og euroen begge var i omløb, erstattede euroen fuldstændig den litauiske litas som møntfod i Litauen.

Deutsche Bundesbank, der fungerede som logistisk modpart, tilførte 132 mio. eurosedler til en værdi af 4,76 mia. euro. Lietuvos bankas, Litauens centralbank, tilbagebetaler dette lån i form af pengesedler i 2016. Lietuvos bankas fik udleveret 370 mio. euromønter til en værdi af 120,6 mio. euro fra den litauiske møntfabrik.

Af den samlede værdi blev 12 pct. af de lånte eurosedler og knap 55 pct. af de tilførte euromønter på forhånd tilført banksektoren til påfyldning af kontantautomater og til videredistribution til detailhandlere og andre virksomheder, der håndterer eurosedler og -mønter. Samtidig blev der fremstillet ca. 900.000 begyndersæt med euromønter til en værdi af 11,59 euro til uddeling til offentligheden for at nedbringe mængden af småpenge i detailhandlen i de første dage af januar.

Fra den 1. januar 2015 og seks måneder frem kan litas gratis veksles til euro til den faste omvekslingskurs i alle bankfilialer, der tilbyder kontanttjenester. Mange postkontorer og nogle låneforeninger tilbød den samme service i 60 dage efter overgangsdatoen.

Lietuvos bankas veksler i en ubegrænset periode litauiske litas-sedler og -mønter.



## Oplysningskampagnen vedrørende euroens indførelse

ECB forberedte i tæt samarbejde med Lietuvos bankas en omfattende oplysningskampagne med det formål at gøre offentligheden og kontanthåndterende virksomheder fortrolige med, hvordan eurosedlerne og -mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå.

Kommunikationsværktøjerne omfattede en kampagne i massemedierne, herunder [to tv-reklamer](#) og trykte reklamer, udendørs- og online-reklamer, forskellige typer [trykte publikationer](#), [dedikerede internetsider](#) og ECB's Euroudstilling, der blev afholdt i Storhertugpaladset i Vilnius fra den 23. oktober 2014 til den 5. januar 2015. Kommunikationspartnere (primært banker, supermarkeder, offentlige myndigheder og større detailkæder) fik adgang til ECB-materiale, som de kunne uddele til deres kunder og medarbejdere.

Ud over de tiltag, der var rettet mod offentligheden, blev der den 25. september 2014 afholdt en [konference på højt niveau](#) for repræsentanter fra regeringen, civilsamfundet og medierne med deltagelse af ECB's formand, bestyrelsesformanden for Lietuvos bankas, Europa-Kommissionens næstformand for økonomiske og monetære anliggender og euroen samt Litauens premierminister og finansminister.

## 7.2 Lietuvos bankas' integration i Eurosystemet

### Juridiske aspekter

I henhold til 140 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde gennemgik ECB Lietuvos bankas' statut og anden relevant litauisk lovgivning med henblik på overensstemmelse med traktatens artikel 131. ECB's bedømmelse af den litauiske lovgivnings overholdelse af traktaten og af statuten for ESCB var positiv.

Ecofin-Rådet hørte ECB vedrørende sine forslag til ændring af Rådets forordninger, som banede vej for indførelsen af euroen i Litauen og fastsatte euroens uigenkaldelige faste omregningskurs over for den litauiske litas. ECB hilste lovforslagene velkommen og bemærkede, at de ville bane vej for indførelsen af euroen som Litauens møntfod efter ophævelsen af Litauens dispensation ifølge den procedure, der er anført i traktatens artikel 140, stk. 2.

ECB og Lietuvos bankas indførte en række retsinstrumenter for at sikre integrationen af Lietuvos bankas i Eurosystemet pr. 1. januar 2015. ECB vedtog de nødvendige retsinstrumenter vedrørende indbetaling af den resterende kapital og overførsel af valutareserver til ECB og fastlagde seddelfordelingsnøglen med virkning fra 1. januar 2015. I henhold til artikel 27.1 i ESCB-statuten vedtog Styrelsesrådet en henstilling vedrørende Lietuvos bankas' eksterne revisorer af årsregnskabet fra og med regnskabsåret 2015. ECB gennemgik også sine juridiske rammer og foretog de nødvendige ændringer som følge af Lietuvos bankas' medlemskab af Eurosystemet. Ændringerne omfattede en gennemgang af den litauiske lovgivning, der gennemførte Eurosystemets juridiske rammer for pengepolitikken og Target2, som gav litauiske modparter mulighed for at deltage i Eurosystemets markedsoperationer

fra 2. januar 2015. ECB vedtog ligeledes en beslutning om overgangsbestemmelser for ECB's anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euroen i Litauen. Endelig blev ERM2-aftalen med Lietuvos bankas bragt til ophør.

Indførelsen af euroen i Litauen og integrationen af landets centralbank i Eurosystemet krævede også ændringer af visse litauiske retsinstrumenter. ECB blev hørt i forbindelse med udarbejdelse af national lovgivning vedrørende overgangen til euro og rammerne for mindstereserver.

## Operationelle aspekter

ECB gennemførte også de tekniske forberedelser til at integrere Lietuvos bankas fuldstændig i Eurosystemet. I overensstemmelse med traktatens bestemmelser indtrådte Lietuvos bankas i Eurosystemet med nøjagtig samme rettigheder og forpligtelser som de nationale centralbanker i de EU-lande, der allerede havde indført euroen.

De tekniske forberedelser til integrationen af Lietuvos bankas i Eurosystemet dækkede en lang række områder, ikke mindst finansiell rapportering og regnskabsførelse, pengepolitiske operationer, styring af valutareserven og valutaoperationer, betalingsformidling, statistik og fremstilling af pengesedler. På det operationelle område var der tale om omfattende test af instrumenter, procedurer og tekniske systemer til gennemførelse af pengepolitik og valutaoperationer.

Med virkning fra den 1. januar 2015 blev 90 litauiske kreditinstitutter underlagt Eurosystemets reservekrav. En liste over disse findes på [ECB's websted](#). Litauens indtræden i euroområdet havde kun en lille indvirkning på likviditetsforholdene i Eurosystemet. De samlede reservekrav for euroområdets kreditinstitutter steg med 0,15 pct. (154 mio. euro). De autonome likviditetsfaktorer i Litauen havde i perioden 1.-27. februar 2015 en likviditetsopsugende nettoeffekt, hvilket i gennemsnit øgede likviditetsunderskuddet i euroområdets samlede banksektor med 0,8 pct. (4,1 mia. euro).

## Bidrag til ECB's kapital og valutareserveaktiver

Lietuvos bankas' samlede indbetalte kapital udgør 44,7 mio. euro, svarende til 0,4132 pct. af ECB's tegnede kapital på 10,825 mia. euro pr. 1. januar 2015. Ved sin indtræden i ESCB den 1. maj 2004 indbetalte Lietuvos bankas 7 pct. af sin andel af ECB's tegnede kapital som et bidrag til ECB's driftsomkostninger. I forbindelse med ECB's kapitalforhøjelse den 29. december 2010 blev bidraget nedsat til 3,75 pct. I overensstemmelse med artikel 48.1 i ESCB-statutten indbetalte Lietuvos bankas den resterende kapitalandel, hvilket svarer til 43,1 mio. euro, den 1. januar 2015.

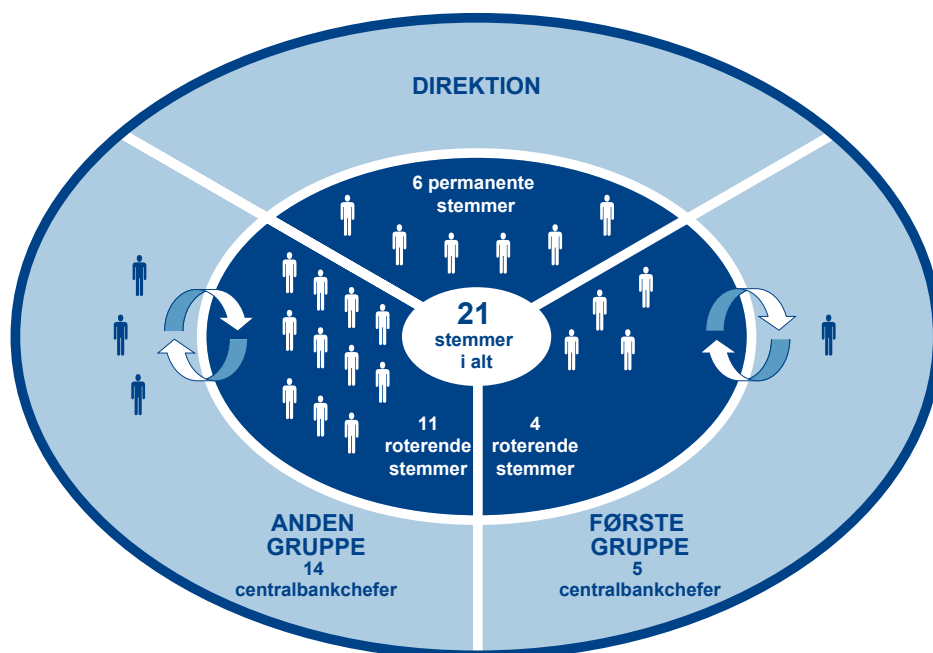
Primo januar 2015 overførte Litauen sit bidrag til ECB's valutareserveaktiver (heraf var 85 pct. i amerikanske dollar og 15 pct. i guld). For at nedbringe de samlede omkostninger, øge effektiviteten og opnå en portefølje med en passende størrelse i forhold til den samlede beholdning af ECB's valutareserveaktiver i amerikanske dollar

har Lietuvos bankas valgt at lægge sit bidrag sammen med Banco de Portugals valutaeserver, og de to forvalter i fællesskab alle funktioner og ansvarsområder af den fælles portefølje, som andre nationale centralbanker tidligere har gjort.

## Rotationssystem for stemmerettighederne i Styrelsesrådet

Med Litauens indtræden i euroområdet og Lietuvos bankas' bestyrelsesformands optagelse i Styrelsesrådet træder et rotationssystem for stemmerettighederne i Styrelsesrådet i kraft, som forudset i artikel 10.2 i ESCB-statutten. Statutten og [afgørelse ECB/2008/29](#) af 18. december 2008<sup>75</sup> bestemmer, at så snart antallet af nationale centralbankchefer i Styrelsesrådet når op på 19, begrænses antallet af medlemmer med stemmeret til 21. Da medlemmerne af Direktionen ikke er omfattet af rotationssystemet, deler centralbankcheferne de resterende 15 stemmer på rotationsbasis. I den forbindelse er centralbankcheferne inddelt i to grupper på baggrund af økonomiske og finansielle faktorer. Den første gruppe består af fem centralbankchefer og deler fire stemmer, mens den anden gruppe består af alle de øvrige centralbankchefer og deler de resterende 11 stemmer. Rotationsperioden er en måned, hvilket betyder, at sammensætningen af stemmeberettigede medlemmer skifter en gang om måneden (efter en kalender). Systemet består af fem grundprincipper: i) princippet om "ét medlem, én stemme"; ii) princippet om deltagelse, som sikrer, at medlemmerne bevarer deres ret til at deltage i møder og

### Rotationssystem med to grupper for ECB's styrelsesråd med 19 lande i euroområdet



<sup>75</sup> Denne afgørelse udså starten af rotationssystemet for stemmeafgivelse i Styrelsesrådet.

tale, selv om de ikke kan afgive deres stemme; iii) princippet om en repræsentativ fordeling, som opnås ved at opdele centralbankcheferne i grupper; iv) princippet om robusthed, som betyder, at systemet giver mulighed for en senere udvidelse og v) princippet om gennemsigtighed.<sup>76</sup>

---

<sup>76</sup> Se også [Frequently Asked Questions](#) på ECB's websted, der indeholder en mere detaljeret beskrivelse af rotationssystemet for stemmeafgivelse i Styrelsesrådet.

## 8 Internationale og europæiske relationer

### 8.1 Europæiske relationer

Mens Europa fortsat kæmpede med eftervirkningerne af den økonomiske og finansielle krise, opretholdt ECB sin tætte dialog med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Ecofin-Rådet, Eurogruppen og Europa-Kommissionen.

I 2014 blev der taget målrettede skridt til at gøre noget ved fragmenteringen i den finansielle sektor og forbedre sektorens tilstand i euroområdet med aftalen om Den Fælles Afviklingsmekanisme (SRM) mellem EU-Rådet og Europa-Parlamentet samt oprettelsen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM). Samtidig satte den økonomiske situation i euroområdet dagsordenen for møderne i Eurogruppen og Ecofin-Rådet, hvori ECB's formand og andre medlemmer af Direktionen jævnligt deltog. Behovet for en sammenhængende strategi for penge-, finans- og strukturpolitikken, der kan skabe fornyet vækst 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.

På eurolandenes topmøde den 24. oktober 2014 opfordredes Kommissionens formand til i tæt samarbejde med formændene for eurotopmødet, Eurogruppen og ECB at forberede de næste tiltag vedrørende bedre økonomisk styring i euroområdet med henblik på at "udvikle konkrete mekanismer til en bedre samordning af de økonomiske politikker, konvergens og solidaritet".

#### 8.1.1 2014 – en ny begyndelse for Europa

I 2014 blev de europæiske borgere bedt om at vælge et nyt Europa-Parlament. Det var første gang, artikel 17 i Traktaten om Den Europæiske Union fandt anvendelse, og Europa-Parlamentet valgte, i stedet for blot at godkende, formanden for den nye Europa-Kommission. Den nye Kommission med Jean-Claude Juncker som formand tiltrådte den 1. november 2014. Den 6. november 2014 deltog Kommissionens næstformand for euroen og den sociale dialog, Valdis Dombrovskis, i mødet i ECB's styrelsesråd. Kommissionens interne struktur er blevet ændret betydeligt. Bl.a. er behovet for, at virksomheder har adgang til flere forskellige finansieringskilder, blevet udmøntet i oprettelsen af Generaldirektoratet for Finansiell Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen, som har fået til opgave at hjælpe med at etablere en EU-kapitalmarkedsunion. Desuden har Det Europæiske Råd valgt Donald Tusk som sin anden permanente formand, og som sin forgænger vil han også være formand for eurolandenes topmøde.

ECB stilles primært til ansvar for sine handlinger af de demokratisk valgte repræsentanter for de europæiske borgere, dvs. medlemmerne af Europa-Parlamentet. I 2014 deltog ECB's formand i fire regelmæssige høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg, der fandt sted henholdsvis den [3. marts](#),

14. juli, 22. september og 17. november. ECB's ekstraordinære pengepolitiske tiltag, de forværrede økonomiske udsigter, herunder lav inflation, og vedvarende finansiell fragmentering var stadig emner, som i høj grad optog medlemmerne af Europa-Parlamentet ved disse høringer. Ved høringen den 3. marts takkede formanden de afgående medlemmer af Europa-Parlamentet for deres konstruktive rolle i forbindelse med en række lovgivningsmæssige dokumenter. Foruden at formanden deltog i disse regelmæssige høringer, præsenterede ECB's næstformand ECB's årsberetning for 2013 for udvalget den 7. april 2014, og Parlamentet vedtog sin forordning herom den 25. februar 2015.

ECB opfylder også sin ansvarlighedsforpligtelse gennem regelmæssig rapportering til og besvarelse af skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet. I 2014 besvarede ECB 46 spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet og offentliggjorde svarene på sit websted. De fleste af spørgsmålene handlede om gennemførelsen af ECB's pengepolitik, de økonomiske udsigter og situationen i lande, der er i gang med et makroøkonomisk tilpasningsprogram i EU-IMF-regi.

I 2014 afsluttede Europa-Parlamentet en initiativrapport på højt niveau om arbejdet i Europa-Kommissionen, IMF og ECB i forbindelse med disse programmer. Benoît Cœuré fra Direktionen deltog i en [meningsudveksling](#) den 13. februar 2014 for at forklare ECB's rolle i den sammenhæng. Han deltog også i den europæiske parlamentariske uge om det europæiske semester for samordning af de økonomiske politikker. Desuden kom ECB med input til drøftelserne i Europa-Parlamentet og EU-Rådet om lovforslag inden for ECB's kompetenceområder ved at forklare sine juridiske udtalelser for relevante modparter, fx i forbindelse med SRM-forordningen eller betalingstjenestedirektiv 2.

### 8.1.2 Relationer mellem institutionerne i forbindelse med ECB's tilsynsopgaver

SSM-forordningen, der beskriver ECB's ansvar med hensyn til banktilsyn, udstikker også robuste rammer for ECB's ansvar over for Europa-Parlamentet og EU-Rådet, hvad angår de dertil knyttede opgaver. Rammerne specificeres nærmere i en interinstitutionel aftale mellem Europa-Parlamentet og ECB og en aftale mellem EU-Rådet og ECB.

I denne sammenhæng deltog formanden for ECB's tilsynsråd i to regelmæssige offentlige høringer i 2014 ([18. marts](#) og [3. november](#)) og i to ad hoc-meningsudvekslinger (4. februar og 3. november) med Økonomi- og Valutaudvalget. Desuden sendte ECB regelmæssigt de fortrolige referater af møderne i Tilsynsrådet til udvalget. 10 svar på skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet blev offentliggjort på ECB's websted.

Hvad angår EU-Rådet, deltog formanden for Tilsynsrådet i møder i Ecofin-Rådet og Eurogruppen fire gange i 2014, og fra 4. november begyndte hun at varetage sine ansvarlighedsforpligtelser over for Rådet gennem Eurogruppen.

## 8.2 Internationale relationer

På baggrund af et meget dynamisk og til tider udfordrende internationalt klima deltog ECB i drøftelser i de internationale institutioner og fora, der beskæftiger sig med økonomiske, finansielle og monetære anliggender. ECB videreudviklede også sine globale bilaterale forbindelser med centralbanker i de udviklede økonomier og vækstøkonomierne.

Drøftelserne på globalt niveau vedrørende centralbankernes foranstaltninger viste, at der var bred enighed om, at den lempelige pengepolitik i de udviklede økonomier, herunder de ekstraordinære pengepolitiske tiltag, havde bidraget til global fremgang. Der var dog også en erkendelse af, at det er vigtigt at være opmærksom på utilsigtede konsekvenser heraf samt potentielle afsmittende virkninger på andre lande, navnlig i forbindelse med normaliseringen af pengepolitikken i visse udviklede økonomier.

### 8.2.1 G20

I lyset af det afdæmpede økonomiske opsving havde drøftelserne i G20 fokus på behovet for at fremme global vækst og håndtere de meget kortsigtede risici for de økonomiske udsigter. På topmødet i Brisbane fastholdt G20-lederne derfor deres forpligtelse til at arbejde for kraftig, holdbar og afbalanceret vækst samt jobskabelse. I overensstemmelse med det mål, der var blevet sat i Sydney i februar, præsenterede medlemmerne af G20 vækststrategier med henblik på at øge det samlede BNP med (mindst) 2 pct. inden for fem år. Sammen med andre tiltag, der skal sætte skub i investeringerne (fx Global Infrastructure Initiative, som også blev aftalt i Brisbane), fremme handel og konkurrence, øge beskæftigelsen og styrke stabiliteten i det finansielle system og rimeligheden af det internationale skattesystem, bør disse forpligtelser understøtte en holdbar og inkluderende udvikling. I Brisbane-handlingsplanen understregede G20-lederne, at de vil holde hinanden ansvarlige for det, de her har lovet.

## 8.3 Politikspørgsmål vedrørende IMF og den internationale finansielle arkitektur

ECB bidrog til drøftelser i regi af IMF om den internationale finansielle arkitektur og støttede samordningen af de europæiske holdninger på dette område. Omdrejningspunktet for mange af drøftelserne var at lære af erfaringerne fra krisen, så risikoen for alvorlige kriser kan mindskes i fremtiden.

I forbindelse med IMF's treårige gennemgang af overvågningen (Triennial Surveillance Review) i 2014 blev der set nærmere på, hvordan IMF's overvågning bidrager til slutmålet om at fremme global økonomisk og finansiell stabilitet. Det er vigtigt, at IMF's overvågning og rådgivning fuldt ud afspejler de politiske rammer og kompetencerne inden for de enkelte EU-lande samt i euroområdet og EU som helhed med henblik på at sikre mere ensartet og effektiv overvågning, også set i lyset

af den seneste tids reformer, der skal styrke den økonomiske styring og overvågning i Europa og ikke mindst i euroområdet. EU's centralbanker uddybede emnet i en [rapport](#) udfærdiget af ESCB's Komite for Internationale Relationers arbejdsgruppe vedrørende IMF-spørgsmål. I 2014 foretog IMF visse ændringer af sine forebyggende lånefaciliteter med støtte fra EU-landene. Disse faciliteter, som bl.a. omfatter Flexible Credit Line og Precautionary and Liquidity Line, blev indført i 2009 som reaktion på den globale finansielle krise. Formålet var at styrke IMF's værktøjer til kriseforebyggelse og fremme tilliden til de medlemslande, som havde mulighed for at benytte faciliteterne. EU-landene har påpeget behovet for, at IMF fortsat er en stærk organisation med tilstrækkelige ressourcer, og bekræftet vigtigheden af IMF som en kvotebaseret institution. De vidtrækkende reformer af IMF's kvoter og styring, der blev aftalt i 2010, er endnu ikke blevet gennemført, hvilket forsinker drøftelserne om den næste generelle kvotegennemgang. Alle EU-lande har ratificeret kvote- og styrelsesreformen fra 2010 og lægger stor vægt på, at alle IMF-medlemmer gennemfører reformerne. Medlemslandene har også overvejet, hvordan man kan gennemføre en reform af IMF's udlånsramme i lyset af sårbarhederne, hvad angår statsgæld. Set fra EU's synsvinkel bør eventuelle ændringer tage sigte på at styrke udlånsrammen.

## 8.4 Teknisk samarbejde

ECB fortsatte med at udvide sit tekniske samarbejde med centralbanker uden for EU og navnlig med centralbanker i lande, der på et tidspunkt kan blive medlem af EU, og i G20-vækstøkonomierne. I førstnævnte tilfælde går samarbejdet ud på at forbedre centralbankernes tekniske parathed til at påtage sig deres roller og forpligtelser som fremtidige medlemmer af ESCB. ECB har lanceret et [samarbejdsprogram mellem Eurosystemet og Central Bank of Montenegro](#) og [et program med Bank of Albania, Central Bank of the Republic of Kosovo og National Bank of the Republic of Macedonia](#). Disse aktiviteter gennemføres sammen med de nationale centralbanker og finansieres af EU. Teknisk samarbejde er et supplement til ECB's regelmæssige overvågning og analyse af EU-kandidatlande og potentielle kandidatlande og den policy-orienterede dialog med deres centralbanker. ECB begyndte også at arrangere regionale seminarer om emner af fælles interesse. Desuden underskrev ECB og National Bank of Serbia i juli en [samarbejdsaftale om forebyggelse og afsløring af forfalskede eurosedler i Serbien](#). På globalt plan fortsatte ECB med at udbygge samarbejdet med G20-vækstøkonomierne på baggrund af indgåede aftaler. Disse aktiviteter indeholder såvel et teknisk som et policy-orienteret element, der har til formål at skabe en bedre forståelse for ECB's politikker og at udveksle teknisk ekspertise og bedste praksis på centralbankområdet.



### Formidling af pengepolitik og banktilsyn til Europas borgere

I dag er centralbankens kommunikation en meget central del af pengepolitikken. Kommunikation er nemlig et pengepolitisk værktøj i sig selv. En gennemsigtig centralbank kan gennemføre sin politik mere effektivt. Hvis den brede offentlighed og de finansielle markeder kan forstå, hvordan ECB sandsynligvis vil reagere i en given situation, bliver deres forventninger til fremtidens pengepolitik realistiske. Dette betyder, at ændringer i pengepolitikken hurtigt vil kunne indgå i økonomiske nøglevariable, som efterfølgende kan forkorte processen, hvorved pengepolitikken kan slå igennem på investerings- og forbrugsbeslutninger og fremskynde en eventuel nødvendig økonomisk tilpasning.

I 2014 blev ECB's kommunikation især præget af nødvendigheden af at informere om pengepolitik i en tid med store udfordringer og opbygningen af SSM.

### Opbygning af tillid: formidling af pengepolitik

Det er en stor kommunikationsudfordring at opbygge tillid blandt 338 mio. borgere i euroområdet. ECB opererer pr. 1. januar 2015 i 19 lande på 16 sprog og udnytter den indbyggede fordel, som det er, at have 19 nationale centralbanker i Eurosystemet – og dermed kolleger i alle landene – til at sikre, at ECB's budskaber bliver hørt og forstået lokalt. ECB opbygger også tillid ved at åbne op over for offentligheden og er lige fra starten gået i spidsen, når det gælder gennemsigtighed. ECB var den første større centralbank, som afholdt regelmæssige [pressekonerferencer](#) efter hvert pengepolitisk møde. Hver måned modtager og besvarer ECB omkring 4.000 forespørgsler fra den brede offentlighed. Men i disse udfordrende tider, hvor pengepolitikken bliver nødt til at anvende utraditionelle værktøjer, må ECB ikke gå i stå. I begyndelsen af 2015 begyndte ECB at offentliggøre et sammendrag af drøftelserne på Styrelsesrådets pengepolitiske møder. Det giver endnu en mulighed for at forklare ECB's handlinger og de drøftelser, som lå til grund for dem.

### Ansvarlighed og gennemsigtighed: implementering af retningslinjerne for ECB's kommunikation

Fokus for ECB's kommunikationsaktiviteter var ECB's lempelige pengepolitik og forberedelserne til at overtage ansvaret for banktilsynet. Langt størstedelen af alle de taler, medlemmerne af Direktionen holdt for offentligheden, tog disse emner op.

ECB på Twitter  
@ecb



4.840 twitterbeskeder  
197.000 følgere

Direktionen bidrog desuden til at øge offentlighedens kendskab til og forståelse af Eurosystemets opgaver og politikker gennem høringer i Europa-Parlamentet og interview til medierne. Hvad angår den direkte formidling til offentligheden, oprettede ECB et nyt [websted for banktilsynet](#) og gjorde større brug af de sociale medier. ECB brugte sit websted til at offentliggøre en række [spørgsmål og svar](#) om relevante emner, som fx det udvidede program til opkøb af værdipapirer og den negative indlånsrente. Omkring 200.000 følger nu ECB på [Twitter](#), der bruges til at gøre opmærksom på publikationer og hovedbudskaber i taler, [YouTube](#) anvendes til at offentliggøre videomateriale og [Flickr](#) til at offentliggøre fotos.

## Formidling af pengepolitik: Sintra-konferencen

ECB's første Forum on Central Banking, der blev afholdt i Sintra, Portugal, 25.-27. maj 2014, bragte repræsentanter for centralbankerne, den akademiske verden og regeringerne sammen til en drøftelse af de aktuelle økonomiske problemer i euroområdet. Konferencen er blevet udråbt til den vigtigste pengepolitiske konference i Europa og har allerede etableret sig som en stor årlig begivenhed. I 2015 afholdes ECB's Forum on Central Banking 21.-23. maj, ligeledes i Sintra.

## Information om pengesedler: de nye eurosedler

Kommunikationsaktiviteterne i 2014 havde også fokus på [eurosedlerne](#), især i forbindelse med forberedelserne til Litauens indførelse af euroen og udstedelsen af den nye 10-euroseddel, som var den anden seddel i den nye euroseddelserie. ECB gennemførte en række kommunikationstiltag, som havde til formål at informere den brede offentlighed og de kontanthåndterende virksomheder om den nye pengeseddel og dens opdaterede sikkerhedselementer.

## Opbygning af SSM: en kommunikationsmæssig udfordring

Det tog et år at søsætte ECB's banktilsyn, SSM, og samtidig foretage et sundhedstjek af de banker, der blev underlagt tilsyn; en proces, der til tider mindede om en maraton. Et udfordrende år på kommunikationsområdet kulminerede med offentliggørelsen af [resulterne af den omfattende vurdering](#), en dybdegående undersøgelse af 130 banker, 26. oktober 2014 og den officielle startdato på ECB's banktilsyn få dage senere. Udfordringerne spændte fra at strømline de 18 forskellige nationale tilsynsmyndigheders budskaber, opbygge forbindelserne til en ny gruppe journalister på banktilsynsområdet, som ikke havde kendskab til ECB, og formidle de tekniske detaljer og baggrunden for denne enorme opgave.

## Mindre kompleksitet

Som en del af ønsket om at være så åben som mulig om den nøjagtige undersøgelse af bankerne, har ECB offentliggjort alle relevante tekniske manualer. De er blevet forklaret ved regelmæssige tekniske informationsmøder og i en animeret [video](#), hvor offentliggørelsesmanualerne forklares.

## Fokus på forskellige målgrupper

De finansielle markeder fulgte naturligvis resultaterne af den omfattende vurdering meget tæt. ECB havde derfor til opgave at sikre, at analytikerne hele tiden var velinformede. Næsten 200 analytikere deltog i et telefonmøde med ECB's eksperter, da resultaterne af den omfattende vurdering blev offentliggjort. I overensstemmelse med bestemmelserne i SSM-forordningen afholdt ECB også offentlige høringer rettet mod den brede offentlighed og interessenterne. ECB var desuden i regelmæssig, tæt kontakt med kolleger i Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed og bankerne. Den akademiske verden og en række tænketanke var i løbet af året også fokus for forskellige oplysningsaktiviteter i flere europæiske hovedstæder og i USA.

# Årsregnskab

2014

# Ledelsens beretning for regnskabsåret 2014

## 1 Formål med ECB's ledelses beretning

Ledelsens beretning er en fast bestanddel af ECB's årlige regnskabsrapportering. Beretningen indeholder kontekstuelle oplysninger, som gør det lettere for læserne at forstå ECB's arbejde, operationelle rammer og de forskellige operationers indvirkning på ECB's balancer.

Beretningen indeholder oplysninger om ECB's vigtigste resurser og processer, herunder oplysninger om corporate governance. 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 resurser og effekten af hovedaktiviteterne på ECB's balancer.

## 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.

Den 4. november 2014 overtog ECB desuden en række banktilsynsopgaver med det mål at beskytte kreditinstitutternes sikkerhed og soliditet og det finansielle systems stabilitet i Den Europæiske Union.

## 3 Vigtigste resurser og processer

### 3.1 ECB's corporate governance

ECB's besluttende organer er Styrelsesrådet, Direktionen og Det Generelle Råd.<sup>1</sup> ECB's corporate governance omfatter desuden en Revisionskomite på højt niveau samt forskellige interne og eksterne kontrolinstanser.

---

<sup>1</sup> Yderligere information om de besluttende organer findes på ECB's websted (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.da.html>)

### 3.1.1 Revisionskomiteen

For yderligere at styrke ECB's og Eurosystemets corporate governance bistår Revisionskomiteen Styrelsesrådet i forbindelse med dets ansvar for de finansielle oplysningers integritet, overvågningen af de interne kontrolforanstaltninger, overholdelsen af gældende love, forordninger og adfærdskodekser samt i udøvelsen af ECB's og Eurosystemets revisionsfunktioner. Revisionskomiteens mandat indebærer bl.a. en gennemgang af ECB's årsregnskab. Komiteen tager i denne forbindelse stilling til, om det giver et retvisende billede og er udfærdiget i henhold til godkendte regnskabsregler. Erkki Liikanen (direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank) er formand for Revisionskomiteen. Dets øvrige medlemmer er to andre medlemmer af Styrelsesrådet (Vitor Constâncio og Christian Noyer) samt to eksterne medlemmer (Hans Tietmeyer og Jean-Claude Trichet).

### 3.1.2 Eksterne kontrolinstanser

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to eksterne kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer, som er udnævnt til at revidere ECB's årsregnskab, og Den Europæiske Revisionsret, der efterprøver effektiviteten af ECB's forvaltning. Revisionsrettens beretninger samt ECB's svar offentliggøres på ECB's websted<sup>2</sup> og i Den Europæiske Unions Tidende. 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. En række grundlæggende principper ("Good Practices") for valg af eksterne revisorer og fastsættelse af deres mandat giver centralbankerne i Eurosystemet retningslinjer på højt plan. De gør det samtidig muligt for Styrelsesrådet at udarbejde sine indstillinger til Rådet på grundlag af harmoniserede, konsekvente og gennemsigtige udvælgelseskriterier. I 2013 blev Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECB's eksterne revisor indtil udgangen af regnskabsåret 2017.

### 3.1.3 Interne kontrolinstanser

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

#### Kontrol af resurser

I ECB's interne kontrolsystem ligger budgetansvaret og ansvarligheden for budgetanliggender primært hos det enkelte forretningsområde. Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation i Generaldirektoratet for HR, Budget og Organisation afstikker rammerne for, udarbejder og overvåger den strategiske planlægning, for så vidt angår ECB's resurser, samt det dermed forbundne

<sup>2</sup> Se <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/governance/html/index.da.html>

driftsbudget. Opgaverne udføres i samarbejde med forretningsområderne, samtidig med at princippet om uafhængighed efterleves,<sup>3</sup> og resultatet afspejles i afdelingernes årlige arbejdsprogrammer. Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation står desuden for planlægning og kontrol af resurser samt cost-benefit- og investeringsanalyser i forbindelse med ECB- og ESCB-projekter. Udgifter, der følger det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, som rådgives af Afdelingen for Budget, Kontrol og Organisation, og af Styrelsesrådet, som bistås af Budgetkomiteen (BUCOM), der består af eksperter fra ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. I overensstemmelse med artikel 15 i ECB's forretningsorden omfatter BUCOM's støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECB's årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse.

## Overvågningsfunktioner vedrørende finansiel risiko

Hvad angår de finansielle risici, er ECB's Direktorat for Risikostyring ansvarlig 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, guld og eurodenominerede investeringsporteføljer. Direktoratet for Risikostyring vurderer og foreslår desuden forbedringer af Eurosystemets operationelle rammer for pengepolitik og valutapolitik ud fra et risikostyringsperspektiv. Endvidere bistår Risikostyringskomiteen (RMC), der består af eksperter fra Eurosystemets centralbanker, de besluttede organer med at sikre et passende beskyttelsesniveau for Eurosystemet ved at styre og kontrollere de finansielle risici, som stammer fra dets 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 i Eurosystemets balance samt med at definere og gennemgå de dermed forbundne metoder og rammer.

## Overvågningsfunktioner vedrørende operationel risiko

I henhold til den operationelle risikostyring er hver enkelt enhed i ECB selv ansvarlig for risikostyringen af egne operationelle risici samt for at gennemføre egne kontrolforanstaltninger med henblik på at sikre en effektiv drift. En intern komite, *Operational Risk Committee*, er ansvarlig for at definere og vedligeholde rammerne for den operationelle risikostyring og yder i den forbindelse støtte med hensyn til metode og uddannelse og etablering af et overblik over risici i hele ECB. Komiteen understøtter Direktionen i dens overvågningsrolle, for så vidt angår styringen af ECB's operationelle risici. Desuden udgør Komiteen for Organisatorisk Udvikling, som består af eksperter fra centralbanker i Eurosystemet, den anden kontrolinstans i

<sup>3</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.

forbindelse med den operationelle risikostyring på eurosystemniveau og bistår de besluttede organer med at sikre et passende beskyttelsesniveau for Eurosystemet.

### Intern revision

Herudover, og uafhængigt af ECB's interne kontrolsystem og risikoovervågning, foretager Direktoratet for Intern Revision løbende revisioner under Direktionens direkte ansvar. I overensstemmelse med mandatet i ECB's revisionscharter yder ECB's interne revisorer uafhængig og objektiv revision og rådgivning og bibringer en systematisk tilgang til evalueringen og forbedringen af effektiviteten af risikostyrings-, kontrol- og ledelsesprocesser. ECB's interne revision er i overensstemmelse med de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer. Ydermere bistår en Eurosystem-/ESCB-komite, Komiteen for Interne Revisorer, som består af eksperter i intern revision fra ECB, de nationale centralbanker og de kompetente nationale myndigheder, med at nå målene for Eurosystemet/ESCB og Den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) ved at yde uafhængig og objektiv revision samt rådgivning, som skal skabe merværdi og forbedre Eurosystemet/ESCB og SSM.

#### 3.1.4 Bekæmpelse af svig

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning<sup>4</sup>, 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.

#### 3.1.5 Program til bekæmpelse af hvidvask af penge/terrorfinansiering

I 2007 indførte ECB interne ordninger til bekæmpelse af hvidvask af penge og terrorfinansiering. En gruppe undersøger internt, om ECB overholder ordningens bestemmelser, og identificerer, analyserer og bekæmper de risici for hvidvask af penge og terrorfinansiering, der findes i forbindelse med alle relevante aktiviteter i ECB. Målet er bl.a. at sikre, at gældende lovgivning på området overholdes og indgår i vurderings- og overvågningsprocessen i forbindelse med godkendelsen af ECB's modparter. Der lægges i denne sammenhæng særlig vægt på de restriktive tiltag, som EU har vedtaget, samt Den Finansielle Aktionsgruppes offentlige erklæringer. 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.

---

<sup>4</sup> Forordning (EF) nr. 1073/1999.



## 3.2 Medarbejdere

Forberedelserne til lanceringen af SSM 4. november 2014 fik stor indvirkning på ECB's personale. Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB (omregnet til fuldtidsstillinger) steg fra 1.683 i 2013 til 2.155 i 2014. Ved udgangen af 2014 havde ECB 2.577 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til note 31 "Personaleomkostninger" i årsregnskabet.

Den toårige ordning for karriereskift, som blev indført i januar 2013, blev afsluttet med et godt resultat. 45 medarbejdere tog imod støtte til at fortsætte deres karriere uden for ECB.

## 3.3 Porteføljestyling

ECB har to typer investeringsporteføljer; nemlig valutareserveporteføljen (i amerikanske dollar og japanske yen) og egenporteføljen (i euro). Hertil kommer 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) og de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP).

## 3.4 Udarbejdelse af ECB's finansielle konti

ECB's årsregnskab skal udfærdiges af Direktionen i henhold til regnskabsprincipper fastlagt af Styrelsesrådet.<sup>5</sup>

Afdelingen for Finansiell Rapportering og Politik i Generaldirektoratet for Administration 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.

ECB's Assets and Liabilities Committee, der består af repræsentanter for ECB's markedsoperations-, regnskabs-, regnskabsrapporterings-, risikostyrings- og budgetfunktioner, overvåger og vurderer systematisk alle faktorer, der kan have betydning for ECB's balance og resultatopgørelse. Komiteen gennemgår årsregnskabet og den dermed forbundne dokumentation, inden det forelægges Direktionen til godkendelse.

Regnskabsrapporteringen og ECB's årsregnskab kan i denne sammenhæng blive underkastet intern revision. Interne revisionsrapporter, som kan indeholde revisionsanbefalinger til de pågældende forretningsområder, forelægges Direktionen.

---

<sup>5</sup> Se anvendt regnskabspraksis.

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. 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.

Efter at Direktionen har frigivet årsregnskabet, forelægges det sammen med de eksterne revisorers konklusion og al relevant dokumentation for Revisionskomiteen, som gennemgår det, inden det forelægges Styrelsesrådet til godkendelse.

ECB's årsregnskab godkendes hvert år i februar af Styrelsesrådet og offentliggøres umiddelbart derefter. Fra og med 2015 offentliggøres årsregnskabet sammen med ledelsens beretning og Eurosystemets konsoliderede balance.

## 4 Risikostyring

ECB er eksponeret for både finansielle og operationelle risici. Derfor er risikostyring en meget vigtig del af ECB's aktiviteter, og den udføres i en løbende proces med identificering, vurdering, begrænsning og overvågning af risici.

### 4.1 Finansielle risici

Finansielle risici opstår i forbindelse med ECB's kerneaktiviteter og eksponeringer i forbindelse hermed og navnlig i forbindelse med forvaltningen af ECB's a) valuta- og guldbeholdninger, b) eurodenominerede investeringsporteføljer og c) beholdninger af værdipapirer, der er købt til pengepolitiske formål inden for rammerne af de tre CBPP'er, SMP og ABSPP. Finansielle risici, som opstår i forbindelse med disse eksponeringer og aktiviteter, omfatter kredit-, markeds- og likviditetsrisici. 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. For at sikre, at disse præferencer hele tiden er opfyldt, overvåger og måler ECB jævnligt risici, træffer passende risikobegrænsende foranstaltninger, når det er nødvendigt, og gennemgår jævnligt både aktivfordelingen og risikostyringsrammerne.

Der findes flere forskellige risikomål, hvormed finansielle risici kan kvantificeres. Til at estimere disse risici gør ECB 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.<sup>6</sup> 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 2014 udgjorde de finansielle risici, som ECB var eksponeret for gennem de finansielle aktiver, i alt 8,6 mia. euro, hvilket var uændret i forhold til de estimerede samlede risici pr. 31. december 2013.<sup>8</sup>

#### 4.1.1 Kreditrisiko

ECB styrer primært kreditrisikoen, som omfatter kreditmisligholdelses- og kreditmigreringsrisici<sup>9</sup>, ved hjælp af politikker for aktivfordeling, belånbarhedskriterier, vurderinger af rettidig omhu, systemer med eksponeringsgrænser og, i visse kreditoperationer, også ved brug af teknikker til sikkerhedsstilling. Den risikokontrol og de grænser, som ECB anvender til at bestemme eksponeringen for kreditrisiko, varierer for forskellige former for operationer og afspejler de forskellige porteføljes politik- eller investeringsmål og de underliggende aktivers risikoprofil.

ECB's valutareserver er eksponeret for både kreditmisligholdelses- og kreditmigreringsrisici. Disse risici er dog minimale, da reserveerne 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. Alligevel holdes kreditrisikoen med hensyn til disse beholdninger på et moderat niveau.

<sup>6</sup> Sandsynligheden for misligholdelse og ratingmigrering udledes af studier vedrørende misligholdelse og ratingtransition, der er offentliggjort af de større ratingbureauer. Modellerne for volatiliteter, korrelationer og, mere generelt, kredit- og markedsrisikovariablenes parallelle udvikling opstilles ved brug af en multifaktor-copulametode, der er kalibreret på grundlag af historiske data.

<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.

<sup>8</sup> Risikoestimerne i denne ledelsesberetning er frembragt ved brug af flere sammenhængende metoder og antagelser for eksponeringer målt pr. 31. december 2013 og 31. december 2014.

<sup>9</sup> Kreditmisligholdelsesrisiko defineres som risikoen for finansielle tab på grund af en "misligholdelsesbegivenhed", som skyldes, at en låntager (modpart eller udsteder) ikke rettidigt opfylder sine finansielle forpligtelser. Kreditmigreringsrisiko er risikoen for finansielle tab som følge af en ændret prissætning af finansielle aktiver efter en væsentlig forringelse af deres kreditkvalitet og rating.

Værdipapirer købt til pengepolitiske formål inden for rammerne af CBPP, SMP og ABSPP er værdiansat til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse og derfor ikke revalueret til markedspriser. Derfor påvirker kreditmigreringsrisikoen i tilknytning til disse eksponeringer ikke ECB's finansielle konti direkte. Værdipapirerne kan dog være eksponeret for kreditmisligholdelsesrisiko, og en forringelse af deres kreditkvalitet kan påvirke ECB's finansielle konti gennem den regelmæssige analyseproces og indregningen af værdiforringelse. Hvad angår SMP, er kreditrisikoprofilen bestemt af landefordelingen af opkøb, som er drevet af pengepolitiske hensyn. For så vidt angår porteføljerne for de tre CBPP-porteføljer, holdes kreditmisligholdelsesrisikoen på et moderat niveau ved hjælp af politikker for aktivfordeling, eksponeringsgrænser og rammer for belånbarhed, som resulterer i en diversificeret portefølje af særligt dækkede obligationer med en høj kreditkvalitet. ABSPP's kreditmisholdelsesrisiko styres ved hjælp af en omfattende proces til sikring af rettidig omhu, som supplerer de anvendte belånbarhedskriterier og bevirker, at kun simple og gennemsigtige asset-backed securities af høj kvalitet købes. Det resulterende kreditrisikoniveau i forbindelse med værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde, ligger inden for ECB's tolerancerammer.

#### 4.1.2 Markedsrisiko<sup>10</sup>

De vigtigste typer markedsrisiko, som ECB er eksponeret for i forbindelse med forvaltningen af sine beholdninger, er valutakurs- og råvarerisici (guldpriser).<sup>11</sup> ECB er også eksponeret for renterisiko.<sup>12</sup>

#### Valutakurs- og råvarerisici

ECB er eksponeret for valutakurs- og råvarerisici på grund af sine valuta- og guldbeholdninger. Eksponeringens størrelse og valutakursernes og guldprisernes volatilitet medfører, at valutakurs- og råvarerisici dominerer ECB's finansielle risikoprofil.

På baggrund af den rolle, som guld og valutaeserver spiller i valutapolitikken, forsøger ECB ikke at eliminere valutakurs- og råvarerisici. Disse risici begrænses hovedsagelig med spredningen af beholdningerne på forskellige valutaer og guld, selv om aktivfordelingen hovedsagelig bestemmes af det potentielle behov for pengepolitiske interventioner.

Bidragene fra valutakurs- og råvarerisici dominerer ECB's samlede risikoprofil. Størsteparten af risiciene stammer fra volatiliteten i guldpriser og i kursen på den amerikanske dollar. Ifølge Eurosystemets regler kan revalueringskontiene for guld og

<sup>10</sup> Markedsrisiko er risikoen for finansielle tab som følge af ændringer i markedspriser og renter, som ikke er relateret til kreditbegivenheder.

<sup>11</sup> Valutakursrisiko er risikoen for finansielle tab på positioner i udenlandsk valuta som følge af valutakursudsving. Råvarerisiko er risikoen for finansielle tab på beholdninger af råvarer som følge af udsving i markedspriserne.

<sup>12</sup> Renterisiko defineres som risikoen for finansielle tab som følge af et mark-to-market-fald i værdien af finansielle instrumenter på grund af negative ændringer i gældende renter (afkast).

amerikanske dollar, som pr. 31. december 2014 udgjorde henholdsvis 12,1 mia. euro (10,1 mia. euro i 2013) og 6,2 mia. euro (1,7 mia. euro i 2013), anvendes til at absorbere virkningen af en eventuel fremtidig ugunstig udvikling i priserne på de underliggende aktiver og herved dæmpe eller endog forhindre en påvirkning af ECB's resultatopgørelse.

## Renterisiko

Værdipapirer erhvervet inden for rammerne af de tre CBPP'er, SMP og ABSPP er værdiansat til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse og derfor ikke revalueret til markedspriser. De er således ikke direkte eksponeret for renterisiko.

Størstedelen af ECB's valutareserver og eurodenominerede investeringsporteføljer investeres derimod i fastforrentede værdipapirer, som revalueres til markedspriser og derfor er eksponeret for renterisiko. Renterisikoen som følge af disse porteføljer styres med politikker for aktivfordeling og grænser for markedsrisiko, som sikrer, at markedsrisikoen hele tiden holdes på et niveau, som afspejler ECB's risiko-afkast-præferencer for de forskellige porteføljer. Udtrykt i modificeret varighed<sup>13</sup> på de fastforrentede porteføljer resulterer de forskellige risiko-afkast-præferencer i en længere modificeret varighed for de eurodenominerede investeringsporteføljer end for valutareserverne.

Den renterisiko, som ECB er eksponeret for, er begrænset og holdt sig stort set stabilt på et lavt niveau gennem hele 2014.

### 4.1.3 Likviditetsrisiko

På grund af euroens rolle som en af de store reservevalutaer, ECB's rolle som centralbank og dens aktiv- og passivstruktur er den eneste betydelige likviditetsrisiko, som ECB er eksponeret for, risikoen for at lide finansielle tab, fordi den ikke kan realisere et aktiv til gældende markedspris inden for en passende tidsramme. I betragtning af stabiliteten i ECB's porteføljer og de klare målsætninger med dem stammer ECB's største eksponering for likviditetsrisiko fra valutareserverne, da store mængder af disse beholdninger muligvis skal realiseres inden for korte tidsrammer, for at ECB kan foretage valutainterventioner.

Likviditetsrisikoen i forbindelse med ECB's valutareserver styres ved at anvende en aktivfordeling og grænser, som sikrer, 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 2014.

<sup>13</sup> Modificeret varighed er et mål for følsomheden af porteføljernes værdi over for parallelle skift i rentekurverne.

## 4.2 Operationel risiko

Internt i ECB defineres operationel risiko som risikoen for en negativ finansiel, forretningsmæssig eller omdømmemæssig effekt, som skyldes mennesker,<sup>14</sup> 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). Den operationelle risikostyring i ECB 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. I denne forbindelse indeholder ECB's risikotolerancepolitik retningslinjer med hensyn til risikoforholdsregler og procedurer i forbindelse med risikoaccept. Den er knyttet til en risikomatrice, 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 til risikoejere. 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. Den koordinerer og implementerer BCM-programmet, tester og gennemgår regelmæssigt foranstaltningerne til forretningsvidereførelse af ECB's kritiske operationer og støtter krisestyringsteamet og dets støttestrukturer og forretningsområder i tilfælde af alvorlige driftsforstyrrelser.

## 5 Finansielle resurser

### 5.1 Kapital

Som følge af Letlands indførelse af den fælles valuta pr. 1. januar 2014 indbetalte Latvijas Banka pr. denne dato 29,4 mio. euro. Som resultat af denne betaling og af justeringen af de nationale centralbankers vægte i ECB's fordelingsnøgle for kapitalindskud udgjorde ECB's indbetalte kapital 7.697 mio. euro den 31. december 2014. Nærmere oplysninger om ECB's kapital findes i note 16.1 "Kapital" i årsregnskabet.

<sup>14</sup> Begrebet "mennesker" er anvendt i en bred forstand og dækker alle former for negative indvirkninger, som skyldes arbejdsstyrkens handlinger, samt utilstrækkelige personaleresurser og personalepolitikker.

## 5.2 Hensættelse til dækning af valutakurs-, rente, kredit- og guldprisisiko

På grund af ECB's betydelige eksponering for finansiel risiko som 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 2013 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici 7.530 mio. euro. Latvijas Banka bidrog med et beløb på 30,5 mio. euro med virkning fra 1. januar 2014. Efter at have taget højde for resultatet af risikovurderingen besluttede Styrelsesrådet at øge risikohensættelsen til 7.575 mio. euro pr. 31. december 2014. Dette beløb svarer til værdien af den del af ECB's kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2014.

## 5.3 Revalueringskonti

Medmindre de er værdiansat til amortiseret kostpris, indregnes urealiserede gevinster fra guld, valuta og værdipapirer ikke som indtægter i resultatopgørelsen, men overføres direkte til revalueringskonti, der fremgår af passivsiden 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 2014 20,2 mia. euro.<sup>15</sup> For nærmere oplysninger henvises til noterne under ECB's regnskabspraksis og note 15 "Revalueringskonti" i noterne til balancen.

<sup>15</sup> Balanceposten "Revalueringskonti" omfatter desuden genberegning af ydelser efter fratræden.

## 6

## Vigtige aktiviteters 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 balancer.

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 til pengepolitiske formål (CBPP'er, SMP og ABSPP)	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>16</sup> .
Investeringsaktiviteter (forvaltning af valutareserver og egenportefølje)	ECB's valutareserver er opført i balancen <sup>17</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 er medtaget i resultatopgørelsen <sup>18</sup> . Urealiserede børskurs- og valutakurstab samt realiserede gevinster og tab i forbindelse med salg af værdipapirer er også medtaget i resultatopgørelsen, <sup>19</sup> mens urealiserede gevinster er opført 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. Fra begyndelsen af november 2014 registreres tilsynsgebyrer i resultatopgørelsen efter optjeningstidspunkt under posten "Nettoindtægter fra gebyrer og provisioner".

<sup>16</sup> Under posterne "Andre renteindtægter og "Andre renteudgifter".

<sup>17</sup> Primært under "Guld og tilgodehavender i guld", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet" og "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet".

<sup>18</sup> Indtægter i forbindelse med ECB's valutareserve er opført under posten "Renteindtægter fra valutareserveaktiver", mens renteindtægter og -udgifter fra egenporteføljen er afspejlet i "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter".

<sup>19</sup> Under posterne "Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner" og "Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer".



## 7 Resultat i 2014

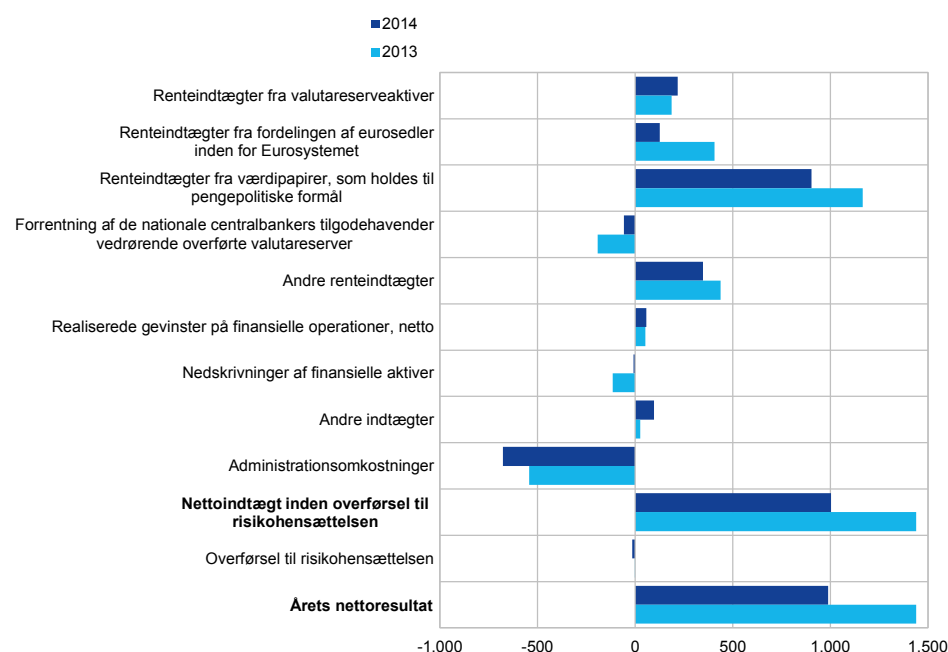
I 2014 var ECB's nettooverskud på 989 mio. euro (1.440 mio. euro i 2013) efter hensættelser til afdækning af risici på 15 mio. euro (0,4 mio. euro i 2013).

Figur 1 viser komponenterne i ECB's resultatopgørelse for 2014 sammenlignet med 2013.

**Figur 1**

De enkelte komponenter i ECB's resultatopgørelse for 2014 og 2013.

(mio. euro)



Kilde: ECB

### Vigtige punkter

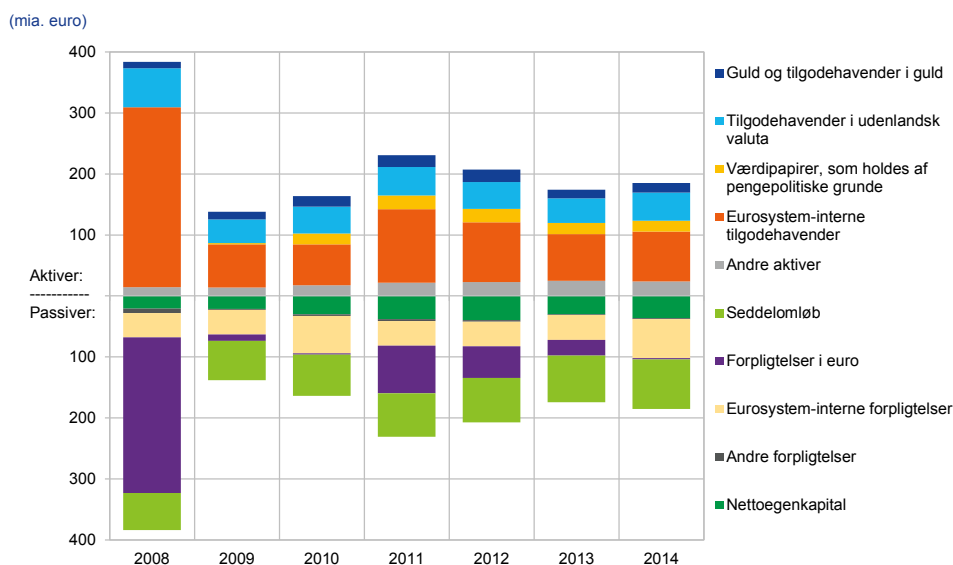
- I 2014 faldt nettorenteindtægterne til 1.536 mio. euro fra 2.005 mio. euro i 2013. Faldet skyldtes hovedsagelig a) lavere renteindtægter fra ECB's andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb som følge af de lavere gennemsnitlige renter ved de primære markedsoperationer i 2014 og b) et fald i renteindtægterne på værdipapirer opkøbt inden for Securities Markets Programme og det første og det andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer som følge af værdipapirers udløb. Effekten af denne udvikling blev delvis udlignet af et fald i renteudgiften på de tilgodehavender, som de nationale centralbanker i euroområdet har vedrørende de valutareserveaktiver, som de har overført til ECB.

- I 2014 førte den samlede stigning i markedsværdien af de værdipapirer, som holdes i både dollarporteføljen og egenporteføljen, til betydeligt lavere nedskrivninger på 8 mio. euro (115 mio. euro i 2013).
- ECB's samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 527 mio. euro i 2013 til 677 mio. euro i 2014. Stigningen skyldtes primært udgifter i forbindelse med Den Fælles Tilsynsmekanisme. Langt størstedelen af omkostningerne i forbindelse med opførelsen af ECB' nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post.
- I november 2014 flyttede ECB til sit nye hovedsæde. De kapitaliserede udgifter indtil dette tidspunkt blev derfor overført fra "Aktiver under opførelse" til de respektive aktivposter. Afskrivningen begyndte i januar 2015 i overensstemmelse med ECB's afskrivningspraksis.
- Der er foretaget en ændring i regnskabspraksis. Som anført under anvendt regnskabspraksis er den regnskabsmæssige behandling af værdipapirer, som på nuværende tidspunkt holdes af pengepolitiske grunde, ændret. Disse værdipapirer medtages nu til amortiseret kostpris med fradrag for værdiforringelse, uanset af hvilken grund de holdes. Ændringen indvirkede ikke på ECB's finansielle resultat.

## 8 Den langsigtede udvikling i ECB's regnskaber

Figur 2 og 3 viser udviklingen i ECB's balance og resultatopgørelse samt i de enkelte komponenter i perioden 2008-2014.

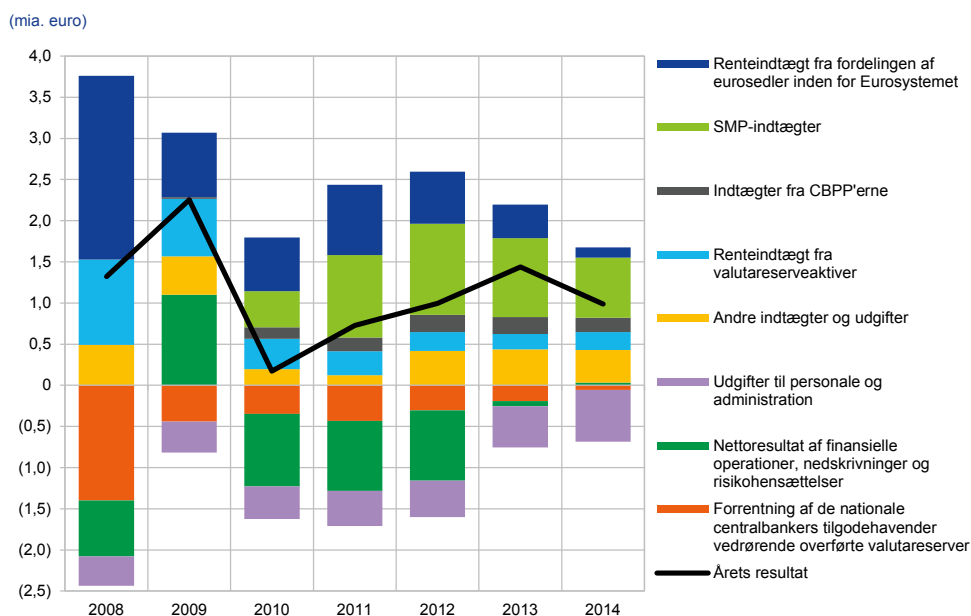
**Figur 2**  
Udviklingen i ECB's balance i perioden 2008-2014



Kilde: ECB

**Figur 3**

Udvikling i ECB's resultatopgørelse i perioden 2008-2014



Kilde: ECB

ECB's balance er faldet betydeligt siden 2008. Forbedringen af vilkårene for dollarfinansiering, der gjaldt for Eurosystemets modparter, medførte en gradvis reduktion af Eurosystemets likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar. Nedgangen i ECB's Eurosystem-interne tilgodehavender sammen med nedgangen i ECB's forpligtelser i euro var den primære faktor bag den samlede reduktion af ECB's balance i denne periode. Nedgangen blev kun delvis opvejet af a) stigningen i seddelomløbet, b) opkøbene af værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde, og c) stigningen i nettoformuen, der består af ECB's kapital, den generelle risikohensættelse og revalueringskontiene.

ECB's nettooverskud blev i den 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 2014 var 0,16 pct. sammenlignet med 4 pct. i 2008, og som følge heraf faldt indtægten fra pengesedler fra 2,2 mia. euro i 2008 til 0,1 mia. euro i 2014.
- Et beløb på 3,6 mia. euro blev overført til den generelle risikohensættelse til dækning af valuta-, rente-, kredit- og guldprisrisici. Beløb, som overføres til denne hensættelse mindsker det præsenterede overskud med et tilsvarende beløb.
- Indtægterne fra valutareserveaktiverne faldt gradvis, hvilket hovedsagelig skyldtes reduktionen i afkast i amerikanske dollar og det deraf følgende fald i renteindtægten på dollarporteføljen. Nettoindtægterne fra valutareserveaktiver udgjorde 0,2 mia. euro i 2014 mod 1,0 mia. euro i 2008.

- Opkøb af værdipapirer til pengepolitiske formål i sammenhæng med SMP- og CBPP-porteføljerne har i gennemsnit givet 55 pct. af ECB's samlede nettorenteindtægter i de seneste fem år.

# ECB's årsregnskab

## Balance pr. 31. december 2014

<b>AKTIVER</b>	<b>Note</b>	<b>2014 €</b>	<b>2013 €</b>
<b>Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>1</b>	<b>15.980.317.601</b>	<b>14.063.991.807</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>2</b>		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	669.336.060	627.152.259
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	43.730.904.005	38.764.255.039
		<b>44.400.240.065</b>	<b>39.391.407.298</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet</b>	<b>2.2</b>	<b>1.783.727.949</b>	<b>1.270.792.764</b>
<b>Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>3</b>		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	3.1	0	535.000.000
<b>Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>4</b>	<b>2.120.620</b>	<b>9.487</b>
<b>Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet</b>	<b>5</b>		
Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde	5.1	17.787.948.367	18.159.937.704
<b>Eurosystem-interne tilgodehavender</b>	<b>6</b>		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	6.1	81.322.848.550	76.495.146.585
<b>Andre aktiver</b>	<b>7</b>		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	7.1	1.249.596.659	971.175.790
Andre finansielle aktiver	7.2	20.626.359.858	20.466.245.900
Revalueringsforskelle på ikke-balanceførte instrumenter	7.3	319.624.726	104.707.529
Periodeafgrænsningsposter	7.4	725.224.031	977.552.068
Øvrige poster	7.5	1.092.627.246	1.739.308.724
		<b>24.013.432.520</b>	<b>24.258.990.011</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>185.290.635.672</b>	<b>174.175.275.656</b>

<b>PASSIVER</b>	<b>Note</b>	<b>2014 €</b>	<b>2013 €</b>
<b>Seddelomløb</b>	8	81.322.848.550	76.495.146.585
<b>Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet</b>	9		
Andre forpligtelser	9.1	1.020.000.000	1.054.000.000
<b>Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	10	900.216.447	24.765.513.795
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet</b>	11		
Indlån og andre forpligtelser	11.1	458.168.063	18.478.777
<b>Eurosystem-interne forpligtelser</b>	12		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver	12.1	40.553.154.708	40.309.644.425
Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto	12.2	23.579.372.965	119.857.494
		<b>64.132.527.673</b>	<b>40.429.501.919</b>
<b>Andre passiver</b>	13		
Revalueringsforskelle på ikke-balanceførte instrumenter	13.1	178.633.615	185.010.549
Periodeafgrænsningsposter	13.2	96.191.651	370.542.207
Øvrige poster	13.3	869.549.503	786.331.706
		<b>1.144.374.769</b>	<b>1.341.884.462</b>
<b>Hensættelser</b>	14	7.688.997.634	7.619.546.534
<b>Revalueringskonti</b>	15	19.937.644.696	13.358.190.073
<b>Kapital og reserver</b>	16		
Kapital	16.1	7.697.025.340	7.653.244.411
<b>Årets resultat</b>		<b>988.832.500</b>	<b>1.439.769.100</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>185.290.635.672</b>	<b>174.175.275.656</b>

## Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2014 til 31. december 2014

	Note	2014 €	2013 €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver	24.1	217.003.159	187.279.973
Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	24.2	125.806.228	406.310.130
Andre renteindtægter	24.4	2.512.243.088	6.477.297.658
<i>Renteindtægter</i>		<i>2.855.052.475</i>	<i>7.070.887.761</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutaeserver	24.3	-57.015.146	-192.248.631
Andre renteudgifter	24.4	-1.262.336.836	-4.873.777.652
<i>Renteudgifter</i>		<i>-1.319.351.982</i>	<i>-5.066.026.283</i>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>24</b>	<b>1.535.700.493</b>	<b>2.004.861.478</b>
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	25	57.260.415	52.122.402
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	26	-7.863.293	-114.607.365
Overførsler til/fra hensættelser for valutakurs-, rente, kredit- og guldprisrisici		-15.009.843	-386.953
<b>Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser</b>		<b>34.387.279</b>	<b>-62.871.916</b>
<b>Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner</b>	<b>27, 28</b>	<b>28.158.654</b>	<b>-2.126.773</b>
<b>Indtægter fra aktier og kapitalindskud</b>	<b>29</b>	<b>780.935</b>	<b>1.168.907</b>
<b>Andre indtægter</b>	<b>30</b>	<b>67.253.502</b>	<b>26.107.807</b>
<b>Nettoindtægter i alt</b>		<b>1.666.280.863</b>	<b>1.967.139.503</b>
Personaleomkostninger	31	-301.142.390	-240.523.980
Administrationsomkostninger	32	-353.579.537	-268.183.737
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-15.312.728	-10.468.686
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	33	-7.413.708	-8.194.000
<b>Årets resultat</b>		<b>988.832.500</b>	<b>1.439.769.100</b>

Frankfurt am Main, den 10. februar 2015

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Mario Draghi  
Formand

# Anvendt regnskabspraksis<sup>1</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>2</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 anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer (ekskl. værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde), guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdatoen.

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

<sup>1</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. Afgørelsen blev senest ændret ved afgørelse ECB/2014/55 af 15. december 2014, EUT L 68, 13.3.2015, s. 54.

<sup>2</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.



## 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. Kursreguleringer 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 2014 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2014.

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 2014.

## Værdipapirer

### *Værdipapirer, der holdes af pengepolitiske grunde*

Før 2014 blev alle værdipapirer, der blev holdt af pengepolitiske grunde, klassificeret som holdt-til-udløb og derfor værdiansat til amortiseret kostpris med forbehold for værdiforringelse. I 2014 besluttede Styrelsesrådet, at værdipapirer, der aktuelt holdes af pengepolitiske grunde, medtages til amortiseret kostpris (med forbehold for værdiforringelse), uanset af hvilke grunde de holdes. Denne ændring i regnskabspraksis medførte ikke en justering af de sammenlignelige 2013-tal, idet alle eksisterende værdipapirer allerede var værdiansat til amortiseret kostpris med fradrag 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 2014 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2014. Ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen med forbehold for værdiforringelse.

## Resultatføring

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår.<sup>3</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 medtages i resultatopgørelsen, hvis de ultimo året overstiger tidligere gevinster 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 erhvervede værdipapirer resultatføres som en del af renteindtægterne og amortiseres over værdipapireernes resterende kontraktlige løbetid.

## Tilbageførselsforretninger

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

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

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning købes værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Omvendte genkøbsforretninger opføres på balancens aktivside som sikrede udlån, men indgår ikke i ECB's værdipapirbeholdning.

---

<sup>3</sup> Der er fastsat et mindstebeløb på 100.000 euro for periodiseringer og hensættelser af administrativ art.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis der er stillet kontant sikkerhed på en konto i ECB. I 2014 modtog ECB ingen kontant sikkerhed i forbindelse med sådanne transaktioner.

## Ikke-balanceførte poster

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

Renteinstrumenter værdireguleres post for post. Daglige marginændringer for åbne rentefutures indregnes i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps sker 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>4</sup> er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "Seddelomløb" 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 nye hovedsæde, 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>4</sup> Pr. 31. december 2014 deltog følgende centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank), Danmarks Nationalbank, Lietuvos bankas, 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 grundlønnen og afspejles i ordningens ydelsesbaserede søjle. Medarbejderne kan foretage yderligere, frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelse.<sup>5</sup> Disse bestemmes af den beløbsmæssige størrelse af de frivillige yderligere bidrag med tillæg af investeringsafkastet fra disse bidrag.

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

### *Ydelsesbaseret nettopensionsforpligtelse*

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

Uafhængige aktuarer opgør årligt værdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse beregnes ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Den anvendte diskonteringsrate opgøres under henvisning til markedsafkastet på balancedagen af meget sikre virksomhedsobligationer i euro med en løbetid, der svarer til pensionsforpligtelse's 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>5</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>6</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>7</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, der er rentebærende,<sup>8</sup> 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>6</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>7</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>8</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

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 og c) programmet til opkøb af asset-backed securities, 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>9</sup> Overskuddet fordeles fuldt ud, medmindre ECB's nettooverskud for det pågældende år er mindre end indtægten på eurosedler i omløb og værdipapirer købt i henhold til de ovennævnte programmer 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.

## Omklassifikationer

Anlægsaktiver med en anskaffelsespris på under 10.000 euro blev tidligere afskrevet helt i anskaffelsesåret, og omkostningen opført under "Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver". På grund af udgiftens karakter har ECB i 2014 besluttet, at de pågældende beløb skal medtages under "Administrationsomkostninger". De tilsvarende beløb for 2013 er blevet justeret som følger:

	Offentliggjort i 2013 €	Justering som følge af omklassifikation €	Tilpasset beløb €
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver	-18.581.856	8.113.170	-10.468.686
Administrationsomkostninger	-260.070.567	-8.113.170	-268.183.737

Denne omklassifikation påvirkede ikke nettooverskuddet i 2013.

## 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

<sup>9</sup> Afgørelse ECB/2014/57 af 15. december 2014 om foreløbig fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter (omarbejdning), EUT L 53, 25.2.2015, s. 24.

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECB's eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2017.



## Noter til balancen

### 1 Guldb og tilgodehavender i guld

Pr. 31. december 2014 havde ECB en beholdning på 16.178.193 ounces finguld<sup>10</sup> (i 2013 var beholdningen på 16.142.871 ounces). Stigningen skyldes den lettiske centralbank, Latvijas Bankas, overførsel af 35.322 ounces finguld<sup>11</sup> til ECB, efter at Letland indførte den fælles valuta. Stigningen i værdien i euro af ECB's beholdning af finguld skyldtes primært stigningen i prisen på guld i 2014 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis og note 15 "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 2014. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF er bemyndiget til at sælge eller købe SDR mod euro på vegne af ECB 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 2014.

#### 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	2014 €	2013 €	Udvikling €
Anfordringskonti	2.618.332.591	939.722.501	1.678.610.090
Pengemarkedsindsud	1.035.952.558	1.001.428.468	34.524.090
Omvendte genkøbsforretninger	986.131.163	87.738.380	898.392.783
Værdipapirer	39.090.487.693	36.735.365.690	2.355.122.003
<b>I alt</b>	<b>43.730.904.005</b>	<b>38.764.255.039</b>	<b>4.966.648.966</b>

<sup>10</sup> Dette svarer til 503,2 t.

<sup>11</sup> Overførslen, til en værdi af 30,8 mio. euro, blev foretaget med virkning fra 1. januar 2014.

Tilgodehavender hos residerter i euroområdet	2014 €	2013 €	Udvikling €
Anfordringskonti	4.035.172	4.242.115	-206.943
Pengemarkedsindsud	1.599.827.033	1.266.550.649	333.276.384
Omvendte genkøbsforretninger	179.865.744	0	179.865.744
<b>I alt</b>	<b>1.783.727.949</b>	<b>1.270.792.764</b>	<b>512.935.185</b>

Hovedårsagen til stigningen i disse poster i 2014 var, at den amerikanske dollar apprecierede i forhold til euroen.

Efter Letlands indførelse af den fælles valuta 1. januar 2014 overførte Latvijas Banka desuden valutareserveaktiver i japanske yen til en værdi af 174,5 mio. euro til ECB.

Pr. 31. december 2014 var ECB's nettobeholdninger af amerikanske dollar og japanske yen<sup>12</sup> følgende:

	2014 (mio. valutaenheder)	2013 (mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	45.649	45.351
Japanske yen	1.080.094	1.051.062

### 3 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet

#### 3.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån

Pr. 31. december 2013 bestod denne post af et tilgodehavende hos en national centralbank uden for euroområdet i forbindelse med en aftale med ECB om genkøbsforretninger. I henhold til aftalen kunne den pågældende nationale centralbank låne euro mod godkendt sikkerhed med henblik på at understøtte de indenlandske likviditetstilførende operationer.

Ingen relaterede tilgodehavender var fortsat udestående pr. 31. december 2014.

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

Pr. 31. december 2014 bestod denne post af anfordringskonti hos residerter i euroområdet.

<sup>12</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 valutaswaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

## 5 Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet

### 5.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde

Pr. 31. december 2014 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 og programmet til opkøb af asset-backed securities.

Opkøbene under det første program til opkøb af særligt dækkede obligationer var afsluttet 30. juni 2010. Det andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer ophørte 31. oktober 2012. Securities Markets Programme ophørte 6. september 2012.

Den 2. oktober 2014 meddelte Styrelsesrådet de operationelle detaljer, for så vidt angår det tredje program til opkøb af særligt dækkede programmer og programmet til opkøb af asset-backed securities. Programmerne, som vil løbe i mindst to år, vil fremme kreditgivningen til euroområdets økonomi, medføre en positiv afsmitning til andre markeder og som følge heraf lempe ECB's pengepolitik. Under de to programmer kan ECB og de nationale centralbanker, på både det primære og det sekundære marked, opkøbe særligt dækkede obligationer i euro udstedt i euroområdet og senior- og garanterede mezzanintrancher af asset-backed securities udstedt i euro af residerter i euroområdet.

Alle værdipapirer opkøbt under de fem programmer er værdiansat til amortiseret kostpris med forbehold for værdiforringelse (se "Værdipapirer" under anvendt regnskabspraksis). Der er udført årlige test for værdiforringelse på grundlag af den skønnede genvindingsværdi ultimo året. Styrelsesrådet var af den opfattelse, at de identificerede værdiforringelsesindikatorer ikke havde påvirket de fremtidige pengestrømme, som ECB forventede at modtage. Som følge heraf blev der ikke bogført et tab på disse værdipapirer 2014.

Disse værdipapirers amortiserede kostpris samt deres markedsværdi<sup>13</sup>, som ikke er bogført i balancen eller i resultatopgørelsen, men alene anført til sammenligning, er som følger:

	2014 €		2013 €		Udvikling €	
	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi	Amortiseret kostpris	Markedsværdi
Det første program til opkøb af særligt dækkede obligationer	2.395.178.568	2.576.479.183	3.710.724.329	3.880.523.066	-1.315.545.761	-1.304.043.883
Det andet program til opkøb af særligt dækkede obligationer	1.249.397.951	1.367.880.767	1.459.074.444	1.559.027.391	-209.676.493	-191.146.624
Det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer	2.298.798.185	2.314.787.199	-	-	2.298.798.185	2.314.787.199
Securities Markets Programme	10.100.343.269	11.247.795.991	12.990.138.931	13.689.860.491	-2.889.795.662	-2.442.064.500
Programmet til opkøb af asset-backed securities	1.744.230.394	1.742.441.349	-	-	1.744.230.394	1.742.441.349
<b>I alt</b>	<b>17.787.948.367</b>	<b>19.249.384.489</b>	<b>18.159.937.704</b>	<b>19.129.410.948</b>	<b>-371.989.337</b>	<b>119.973.541</b>

<sup>13</sup> Markedsværdier er vejledende og er udledt på grundlag af markedsnoteringer. Hvor der ikke forelå markedsnoteringer, er markedspriserne blevet estimeret ved brug af Eurosystemets egne modeller.

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

Styrelsesrådet vurderer regelmæssigt de finansielle risici forbundet med beholdninger af værdipapirer i forbindelse med Securities Markets Programme, programmet til opkøb af asset-backed securities og de tre programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer.

## 6 Eurosystem-interne tilgodehavender

### 6.1 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 24.2 "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet").

## 7 Andre aktiver

### 7.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Pr. 31. december 2014 bestod disse aktiver af følgende poster:

	2014 €	2013 €	Udvikling €
<b>Anskaffelsessum</b>			
Grunde og bygninger	997.154.850	170.824.151	826.330.699
Inventar	212.838.181	72.341	212.765.840
Computerhardware og -software	71.812.322	76.353.659	-4.541.337
Udstyr, møbler og køretøjer	82.854.876	13.746.611	69.108.265
Anlægsaktiver under udførelse	16.163.065	847.217.209	-831.054.144
Øvrige anlægsaktiver	8.241.408	7.751.953	489.455
<b>Anskaffelsessum i alt</b>	<b>1.389.064.702</b>	<b>1.115.965.924</b>	<b>273.098.778</b>
<b>Akkumulerede afskrivninger</b>			
Grunde og bygninger	-88.477.513	-86.542.592	-1.934.921
Inventar	-72.342	-72.341	-1
Computerhardware og -software	-38.380.961	-45.004.046	6.623.085
Udstyr, møbler og køretøjer	-11.908.686	-12.797.447	888.761
Øvrige anlægsaktiver	-628.541	-373.708	-254.833
<b>Akkumulerede afskrivninger i alt</b>	<b>-139.468.043</b>	<b>-144.790.134</b>	<b>5.322.091</b>
<b>Bogført nettoværdi</b>	<b>1.249.596.659</b>	<b>971.175.790</b>	<b>278.420.869</b>

ECB's nye hovedsæde stod klar til at blive taget i brug i november 2014, og de relaterede omkostninger blev derfor overført fra "Anlægsaktiver under opførelse" til de respektive poster. Omkostningsstigningerne i kategorierne "Grunde og bygninger", "Inventar" og "Udstyr, møbler og køretøjer" afspejler primært denne overførsel samt aktiviteter i de sidste to måneder af 2014 i forbindelse med ECB's nye hovedsæde.

Desuden blev byen Frankfurts bidrag på 15,3 mio. euro til bevaringen af Grossmarkthalle, som i tidligere år blev indregnet under "Periodeafgrænsningsposter", modregnet i udgifterne til den nye bygning.

## 7.2 Andre finansielle aktiver

I denne post indregnes investeringen af ECB's egenkapital,<sup>14</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:

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	4.684.410	4.620.701	63.709
Værdipapirer i euro	19.091.635.302	18.068.315.142	1.023.320.160
Omvendte genkøbsforretninger i euro	1.488.138.078	2.351.403.533	-863.265.455
Andre finansielle aktiver	41.902.068	41.906.524	-4.456
<b>I alt</b>	<b>20.626.359.858</b>	<b>20.466.245.900</b>	<b>160.113.958</b>

Nettostigningen i denne post i 2014 skyldtes hovedsagelig a) reinvesteringer af renteindtægter fra egenporteføljen og b) stigningen i markedsværdien af værdipapirerne i euro.

## 7.3 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2014 (se note 22 "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 20 "Renteswaps").

<sup>14</sup> Genkøbsforretninger, som gennemføres i sammenhæng med forvaltningen af egenporteføljen, er medtaget under "Øvrige poster" på passivside (se note 13.3 "Øvrige poster").

## 7.4 Periodeafgrænsningsposter

I 2014 omfattede denne post påløbne renter på værdipapirer, herunder udestående renter betalt ved erhvervelsen, som udgjorde 603,9 mio. euro (708,3 mio. euro i 2013) (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver" og "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet", note 5 "Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet" og note 7.2 "Andre finansielle aktiver").

Posten indbefattede også påløbne renter af Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet for december 2014, som udgjorde 25,5 mio. euro (155,1 mio. euro i 2013), 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 10,0 mio. euro (69,2 mio. euro i 2013).

Posten omfatter også a) periodiserede indtægter fra fælles eurosystemprojekter (se note 30 "Andre indtægter"), b) periodiserede indtægter i forbindelse med den Fælles Tilsynsmekanisme (se note 28 "Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaver"), c) påløbne renter på andre finansielle aktiver og d) diverse forudbetalinger.

## 7.5 Øvrige poster

Denne post bestod primært af den periodeafgrænsede foreløbige fordeling af ECB's overskud (se "Foreløbig overskudsfordeling" i anvendt regnskabspraksis og note 12.2 "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto").

I posten indgår også:

- a) balancer i forbindelse med udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2014, 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 instrumenter" under anvendt regnskabspraksis).
- b) et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Den Europæiske Unions privilegier og immuniteter, som ifølge ESCB-statuttens artikel 39 også gælder for ECB.

## 8 Seddelomløb

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

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

### 9.1 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.

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

Pr. 31. december 2014 omfattede denne post et beløb på 0,9 mia. euro (24,6 mia. euro i 2013), 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. Nedgangen i disse mellemværender i 2014 skyldtes betalinger fra residerter uden for euroområdet til residerter i euroområdet og resulterede i en stigning i euroområdets nationale centralbankers Target2-mellemværender over for ECB (se note 12.2 "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto").

I 2013 omfattede denne post også et beløb på 0,2 mia. euro, der var opstået i forbindelse med det midlertidige, gensidige valutaarrangement med Federal Reserve. Federal Reserve forsyner i henhold til denne ordning 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-swaptransaktionerne resulterer i Eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker. I 2014 besluttede Styrelsesrådet på grund af den betydelige forbedring af vilkårene for dollarfinansiering og den lave efterspørgsel i forbindelse med de likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar gradvis at reducere udbuddet af disse operationer. Ingen relaterede mellemværender var fortsat udestående pr. 31. december 2014. ECB vil i fremtiden jævnlige vurdere behovet for disse operationer under hensyntagen til, at de bestående swapaftaler har skabt en ramme for formidlingen af dollarlikviditet til modparter, hvis markedsforholdene tilsiger dette.

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

### 11.1 Indlån og andre forpligtelser

Denne post består af forpligtelser, der opstod som led i genkøbsforretninger med residerter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

## 12 Eurosystem-interne forpligtelser

### 12.1 Forpligtelser svarende til overførslen af valutaeserver

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

Justeringen af de nationale centralbankers vægte i ECB's fordelingsnøgle for kapitalindskud (se note 16 "Kapital og reserver") førte sammen med Latvias Bankas overførsel af valutaeserveaktiver efter Letlands indførelse af den fælles valuta til en forøgelse på 243.510.283 euro af disse forpligtelser.

	Fra 1. januar 2014 €	Pr. 31. december 2013 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943	1.401.024.415
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058	10.871.789.515
Eesti Pank	111.729.611	103.152.857
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	672.637.756	643.894.039
Bank of Greece	1.178.260.606	1.129.060.170
Banco de España	5.123.393.758	4.782.873.430
Banque de France	8.216.994.286	8.190.916.316
Banca d'Italia	7.134.236.999	7.218.961.424
Central Bank of Cyprus	87.679.928	77.248.740
Latvijas Banka	163.479.892	-
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617	100.776.864
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276	36.798.912
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006	2.298.512.218
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925	1.122.511.702
Banco de Portugal	1.010.318.483	1.022.024.594
Banka Slovenije	200.220.853	189.499.911
Národná banka Slovenska	447.671.807	398.761.127
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904	721.838.191
<b>I alt</b>	<b>40.553.154.708</b>	<b>40.309.644.425</b>

Latvijas Bankas tilgodehavende blev sat til 163.479.892 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 Latvias Bankas vægt i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og de andre nationale centralbanker i euroområdets 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 Latvias 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 2013 (se note 14 "Hensættelser" og note 15 "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 24.3 "Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutaeserver").

## 12.2 Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto

I 2014 omfattede denne post hovedsagelig nationale centralbanker i euroområdets Target2-mellemværender med ECB (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Nettostigningen i denne post skyldtes hovedsagelig afviklingen i Target2 af betalinger fra residerter uden for euroområdet til residerter i euroområdet (se note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet"). Faldet i beløb vedrørende back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar, bidrog også til stigningen i nettotilgodehavendet i 2014. Effekten af disse to faktorer blev delvis opvejet af indfrielse af værdipapirer opkøbt under Securities Markets Programme og de to første programmer til opkøb af særligt dækkede obligationer, som blev afviklet via Target2-konti.

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

	2014 €	2013 €
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	-590.153.944.468	-687.997.098.717
Target2-forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet	612.892.597.646	686.747.265.644
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud.	840.719.787	1.369.690.567
<b>Andre forpligtelser i Eurosystemet (netto)</b>	<b>23.579.372.965</b>	<b>119.857.494</b>

## 13 Andre forpligtelser

### 13.1 Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2014 (se note 22 "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 20 "Renteswaps").

### 13.2 Periodeafgrænsningsposter

Pr. 31. december 2014 var de to hovedposter under "Periodeafgrænsningsposter" påløbne renter på de nationale centralbankers tilgodehavender for hele 2014 i forbindelse med overførte valutareserveaktiver til ECB (se note 12.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver") og påløbne renter på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target2 for december 2014. Beløbene blev afviklet i januar 2015. Andre periodiseringer, herunder på finansielle instrumenter, er også medtaget i denne post.

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Valutaeserver overført til ECB	57.015.146	192.248.631	-135.233.485
Target2	26.309.091	155.757.290	-129.448.199
Andre periodiseringer	12.867.414	22.536.286	-9.668.872
<b>I alt</b>	<b>96.191.651</b>	<b>370.542.207</b>	<b>-274.350.556</b>

### 13.3 Øvrige poster

I 2014 bestod denne post af udestående genkøbsforretninger på 150,1 mio. euro (480,4 mio. euro i 2013), som blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's egenkapital (se note 7.2 "Andre finansielle aktiver").

I posten indgik også balancer i forbindelse med udestående valutaswap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2014 (se note 22 "Valutaswap- og terminsforretninger"), som opstod ved omregning 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 instrumenter" under anvendt regnskabspraksis).

## ECB's pensionsordninger, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse<sup>15</sup>

Denne post omfattede endvidere ECB's nettoforpligtelse på 459,7 mio. euro (131,9 mio. euro i 2013) 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:

	2014			2013		
	Medarbejderne	Direktionen og Tilsynsrådet	I alt	Medarbejderne	Direktionen og Tilsynsrådet	I alt
	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	1.087,1	24,5	1.111,6	650,6	17,8	668,4
Dagsværdi af ordningens aktiver	-651,9	-	-651,9	-536,5	-	-536,5
<b>Ydelsesbaseret nettopensionsforpligtelse indregnet i balancen</b>	<b>435,2</b>	<b>24,5</b>	<b>459,7</b>	<b>114,1</b>	<b>17,8</b>	<b>131,9</b>

I 2014 er nutidsværdien af forpligtelsen over for medarbejderne på 1.087,1 mio. euro (650,6 mio. euro i 2013) inkl. uafdækkede ydelser på 170,3 mio. euro (109,4 mio. euro i 2013) 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 2014:

	2014			2013		
	Medarbejderne	Direktionen og Tilsynsrådet	I alt	Medarbejderne	Direktionen og Tilsynsrådet	I alt
	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	41,7	1,2	42,9	45,9	1,4	47,3
Nettorenten på den ydelsesbaserede nettopensionsforpligtelse,	4,5	0,7	5,2	8,6	0,6	9,2
<i>heraf:</i>						
<i>Renteudgifter på forpligtelsen</i>	25,1	0,7	25,8	24,4	0,6	25,0
<i>Renteindtægter af ordningens aktiver</i>	-20,6	-	-20,6	-15,8	-	-15,8
Gevinster/tab ved genberegning af andre langsigtede ydelser	7,8	0,3	8,1	-3,2	0	-3,2
<b>I alt medregnet i "Personaleomkostninger"</b>	<b>54,0</b>	<b>2,2</b>	<b>56,2</b>	<b>51,3</b>	<b>2,0</b>	<b>53,3</b>

<sup>15</sup> I alle tabeller under denne note er beløbene i kolonnen med overskriften "Direktionen og Tilsynsrådet" samlede tal for disse to organer fra og med 2014.

## Ændringer i den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse og resultater af genberegning

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse:

	2014	2014	2014	2013	2013	2013
	Medarbejderne	Direktionen og Tilsynsrådet		I alt	Medarbejderne	
	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €	i mio. €
Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 1. januar	650,6	17,8	668,4	677,8	17,8	695,6
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	41,7	1,2	42,9	45,9	1,4	47,3
Renteudgifter på forpligtelsen	25,1	0,7	25,8	24,4	0,6	25,0
Deltagernes bidrag	14,0	0,1	14,1	12,3	0,1	12,4
Betalte ydelser	-7,1	-0,8	-7,9	-5,5	-1,1	-6,6
Gevinster/tab ved genberegning	362,8	5,5	368,3	-104,3	-1,0	-105,3
<b>Den ydelsesbaserede forpligtelses nutidsværdi pr. 31. december</b>	<b>1.087,1</b>	<b>24,5</b>	<b>1.111,6</b>	<b>650,6</b>	<b>17,8</b>	<b>668,4</b>

De samlede tab ved genberegning på 368,3 mio. euro i 2014 på den ydelsesbaserede forpligtelse opstod primært som følge af faldet i diskonteringsraten fra 3,75 pct. i 2013 til 2,0 pct. i 2014. Dette skal sammenholdes med gevinster som følge af genberegning på 105,3 mio. euro i 2013, der primært opstod som følge af de lavere konveringsfaktorer, som blev anvendt til beregningen af fremtidige pensioner, samt stigningen i diskonteringsraten fra 3,5 pct. i 2012 til 3,75 pct. i 2013.

Ændringer i 2014 i dagsværdien af ordningens aktiver vedrørende medarbejderne:

	2014	2013
	i mio. €	i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	536,5	439,3
Renteindtægter	20,6	15,8
Gevinster ved genberegning	49,7	39,8
Arbejdsgivers bidrag	36,4	33,2
Deltagernes bidrag	14,0	12,3
Betalte ydelser	-5,3	-3,9
<b>Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december</b>	<b>651,9</b>	<b>536,5</b>

Gevinsterne ved genberegning af ordningens aktiver skyldtes i både 2014 og 2013 den kendsgerning, at det faktiske afkast på andelen var højere end den skønnede renteindtægt på ordningens aktiver.

Efter den værdiansættelse af finansieringen, som ECB's aktuarer udførte vedrørende ECB's pensionsordning for medarbejderne pr. 31. december 2013, besluttede Styrelsesrådet i 2014 at nedsætte de årlige supplerende bidrag frem til 2023 fra 10,3 mio. euro til 6,8 mio. euro. Beslutningen tages op til fornyet vurdering, når Styrelsesrådet har modtaget den næste planlagte værdiansættelse af finansieringen for 2015. Nedsættelsen blev mere end opvejet af a) stigningen i ECB's bidrag til pensionsordningen for medarbejderne (se "ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse" under anvendt regnskabspraksis) og b) stigningen i ordningens medlemmer i forbindelse med forberedelserne til lanceringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme (se note 31

"Personaleomkostninger"). Som følge heraf steg værdierne under posten "Arbejdsgivers bidrag" til 36,4 mio. euro (33,2 mio. euro i 2013).

Ændringer i 2014 i resultaterne af genberegningen (se note 15 "Revalueringskonti"):

	2014 i mio. € <sup>16</sup>	2013 i mio. €
Gevinster/tab ved genberegning pr. 1. januar	4,8	-137,1
Gevinster på ordningens aktiver	49,7	39,8
Gevinster/tab på forpligtelsen	-368,3	105,3
Tab/gevinster medtaget i resultatopgørelsen	8,1	-3,2
<b>Gevinster/tab ved genberegning medtaget under "Revalueringskonti"</b>	<b>-305,6</b>	<b>4,8</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:

	2014 i pct.	2013 i pct.
Diskonteringsrate	2,00	3,75
Forventet afkast af ordningens aktiver <sup>17</sup>	3,00	4,75
Generelle fremtidige lønstigninger <sup>18</sup>	2,00	2,00
Fremtidige pensionsstigninger <sup>19</sup>	1,40	1,40

Desuden udgjorde medarbejdernes frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle i 2014 110,6 mio. euro (96,5 mio. euro i 2013). Disse aktiver er investeret i ordningens aktiver, men medfører også en tilsvarende forpligtelse af samme værdi.

## 14 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

<sup>16</sup> På grund af afrunding stemmer totalerne ikke nødvendigvis overens.

<sup>17</sup> Disse forudsætninger blev anvendt til at beregne den del af ECB's ydelsesbaserede forpligtelse, der finansieres af aktiver med en underliggende kapitalgaranti.

<sup>18</sup> Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af deltagerens alder.

<sup>19</sup> I henhold til 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.

tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECB's vurdering af disse risici. I vurderingen tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af virkeliggjort risikoeksponering i indeværende regnskabsår, fremskrevne resultater for næste år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode. 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.

Pr. 31. december 2013 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici 7.529.669.242 euro. Desuden bidrog Latvijas Banka med et beløb på 30.476.837 euro med virkning fra 1. januar 2014.<sup>20</sup> Pr. 31. december 2014 besluttede Styrelsesrådet på baggrund af sin vurdering at overføre 15.009.843 euro til hensættelsen. Overførslen betød, at ECB's nettoresultat i 2014 blev reduceret til 988.832.500 euro, og at hensættelsen steg til 7.575.155.922 euro. Efter udvidelsen af ECB's kapital i 2014 (se note 16 "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 2014.

## 15 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 13.3 "Øvrige poster").

I forbindelse med Letlands indførelse af den fælles valuta bidrog Latvijas Banka med et beløb på 54,1 mio. euro til disse saldi med virkning fra 1. januar 2014.

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Guld	12.065.394.836	10.138.805.097	1.926.589.739
Valuta	7.046.435.041	2.540.202.558	4.506.232.483
Værdipapirer og andre instrumenter	1.131.424.399	674.356.531	457.067.868
Nettoforpligtelsen i forbindelse med ydelser efter fratræden	-305.609.580	4.825.887	-310.435.467
<b>I alt</b>	<b>19.937.644.696</b>	<b>13.358.190.073</b>	<b>6.579.454.623</b>

Stigningen i revalueringskontiene skyldes primært euroens depreciering over for amerikanske dollar og guld i 2014.

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

<sup>20</sup> I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 48.2.

Valutakurser	2014	2013
Amerikanske dollar pr. euro	1,2141	1,3791
Japanske yen pr. euro	145,23	144,72
Euro pr. SDR	1,1924	1,1183
Euro pr. ounce finguld	987,769	871,220

## 16 Kapital og reserver

### 16.1 Kapital

#### A) Ændring af ECB's fordelingsnøgle for kapitalindskud

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29 fastsættes de nationale centralbankers andel i ECB's kapital ud fra en fordelingsnøgle, hvori det pågældende medlemsland er tildelt en vægt, som beregnes på grundlag af Europa-Kommissionens data om de enkelte landes andel af henholdsvis EU's samlede befolkning og BNP, som vægtes ens. Fordelingsnøglen justeres hvert femte år, og hver gang et nyt land bliver medlem af EU. Den 1. januar 2014 skete den tredje justering af denne art efter ECB's oprettelse.

På grundlag af Rådets afgørelse 2003/517/EF af 15. juli 2003 om de statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank,<sup>21</sup> blev de nationale centralbankers andel i ECB's kapital justeret pr. 1. januar 2014 som følger:

<sup>21</sup> EUT L 181, 19.7.2003, s. 43.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2014 i pct.	Fordelingsnøgle pr. 31. december 2013 i pct.
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	2,4176
Deutsche Bundesbank	17,9973	18,7603
Eesti Pank	0,1928	0,1780
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	1,1607	1,1111
Bank of Greece	2,0332	1,9483
Banco de España	8,8409	8,2533
Banque de France	14,1792	14,1342
Banca d'Italia	12,3108	12,4570
Central Bank of Cyprus	0,1513	0,1333
Latvijas Banka	0,2821	-
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	0,1739
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	0,0635
De Nederlandsche Bank	4,0035	3,9663
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	1,9370
Banco de Portugal	1,7434	1,7636
Banka Slovenije	0,3455	0,3270
Národná banka Slovenska	0,7725	0,6881
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	1,2456
<b>Nationale centralbanker i euroområdet i alt</b>	<b>69,9783</b>	<b>69,5581</b>
Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)	0,8590	0,8644
Česká národní banka	1,6075	1,4539
Danmarks Nationalbank	1,4873	1,4754
Hrvatska narodna banka	0,6023	0,5945
Latvijas Banka	-	0,2742
Lietuvos bankas	0,4132	0,4093
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	1,3740
Narodowy Bank Polski	5,1230	4,8581
Banca Națională a României	2,6024	2,4449
Sveriges riksbank	2,2729	2,2612
Bank of England	13,6743	14,4320
<b>Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt</b>	<b>30,0217</b>	<b>30,4419</b>
<b>I alt</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## B) ECB's kapital<sup>22</sup>

Letland indførte den fælles valuta 1. januar 2014. I henhold til ESCB-statuttens artikel 48.1 indbetalte Latvijas Banka 29.424.264 euro til ECB pr. 1. januar 2014, hvilket svarede til den resterende del af dens andel i den tegnede kapital. Justeringen af de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud og Letlands indtræden i euroområdet resulterede i en stigning på 43.780.929 euro i ECB's indbetalte kapital til 7.697.025.340 euro.

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 121.869.418 euro ultimo 2014. 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.

<sup>22</sup> De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totaler og subtotaler i tabellen ikke nødvendigvis overens.



	Tegnet kapital fra 1. januar 2014 €	Indbetalt kapital fra 1. januar 2014 €	Tegnet kapital pr. 31. december 2013 €	Indbetalt kapital pr. 31. december 2013 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	268.222.025	268.222.025	261.705.371	261.705.371
Deutsche Bundesbank	1.948.208.997	1.948.208.997	2.030.803.801	2.030.803.801
Eesti Pank	20.870.614	20.870.614	19.268.513	19.268.513
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	125.645.857	125.645.857	120.276.654	120.276.654
Bank of Greece	220.094.044	220.094.044	210.903.613	210.903.613
Banco de España	957.028.050	957.028.050	893.420.308	893.420.308
Banque de France	1.534.899.402	1.534.899.402	1.530.028.149	1.530.028.149
Banca d'Italia	1.332.644.970	1.332.644.970	1.348.471.131	1.348.471.131
Central Bank of Cyprus	16.378.236	16.378.236	14.429.734	14.429.734
Latvijas Banka	30.537.345	30.537.345	-	-
Banque centrale du Luxembourg	21.974.764	21.974.764	18.824.687	18.824.687
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	7.014.605	7.014.605	6.873.879	6.873.879
De Nederlandsche Bank	433.379.158	433.379.158	429.352.255	429.352.255
Oesterreichische Nationalbank	212.505.714	212.505.714	209.680.387	209.680.387
Banco de Portugal	188.723.173	188.723.173	190.909.825	190.909.825
Banka Slovenije	37.400.399	37.400.399	35.397.773	35.397.773
Národná banka Slovenska	83.623.180	83.623.180	74.486.874	74.486.874
Suomen Pankki – Finlands Bank	136.005.389	136.005.389	134.836.288	134.836.288
<b>Nationale centralbanker i euroområdet i alt</b>	<b>7.575.155.922</b>	<b>7.575.155.922</b>	<b>7.529.669.242</b>	<b>7.529.669.242</b>
Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)	92.986.811	3.487.005	93.571.361	3.508.926
Česká národní banka	174.011.989	6.525.450	157.384.778	5.901.929
Danmarks Nationalbank	161.000.330	6.037.512	159.712.154	5.989.206
Hrvatska narodna banka	65.199.018	2.444.963	64.354.667	2.413.300
Latvijas Banka	-	-	29.682.169	1.113.081
Lietuvos bankas	44.728.929	1.677.335	44.306.754	1.661.503
Magyar Nemzeti Bank	149.363.448	5.601.129	148.735.597	5.577.585
Narodowy Bank Polski	554.565.112	20.796.192	525.889.668	19.720.863
Banca Națională a României	281.709.984	10.564.124	264.660.598	9.924.772
Sveriges riksbank	246.041.586	9.226.559	244.775.060	9.179.065
Bank of England	1.480.243.942	55.509.148	1.562.265.020	58.584.938
<b>Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt</b>	<b>3.249.851.147</b>	<b>121.869.418</b>	<b>3.295.337.827</b>	<b>123.575.169</b>
<b>I alt</b>	<b>10.825.007.070</b>	<b>7.697.025.340</b>	<b>10.825.007.070</b>	<b>7.653.244.411</b>

## 17 Begivenheder efter balancedagen

### 17.1 Litauens indtræden i euroområdet

I henhold til Rådets afgørelse 2014/509/EU af 23. juli 2014, truffet i overensstemmelse med artikel 140, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, indførte Litauen den fælles valuta den 1. januar 2015. I overensstemmelse med ESCB-stattutens artikel 48.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 31. december 2014,<sup>23</sup> indbetalte den litauiske centralbank,

<sup>23</sup> Afgørelse ECB/2014/61 af 31. december 2014 om Lietuvos bankas indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser, EUT L 50, 21.2.2015, s. 44; aftale af 31. december 2014 mellem Lietuvos bankas og Den Europæiske Centralbank vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Lietuvos bankas i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 64, 21.2.2015, s. 5.

Lietuvos bankas, 43.051.594 euro til ECB pr. 1. januar 2015, hvilket svarede til den resterende del af Lietuvos bankas andel i den tegnede kapital. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 48.1 sammenholdt med artikel 30.1 overførte Lietuvos bankas valutareserveaktiver til ECB til en samlet værdi af 338.656.542 euro med virkning fra 1. januar 2015. Valutareserveaktiverne omfattede beløb i amerikanske dollar i form af kontanter og guld; henholdsvis i forholdet 85 til 15.

Lietuvos bankas er blevet krediteret fordringer, der svarer til den indbetalte kapital og overførte valutareserveaktiver. Disse fordringer skal behandles på samme måde som de øvrige nationale centralbanker i euroområdet eksisterende fordringer (se note 12.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver").

## Ikke-balanceførte poster

### 18 Automatiske værdipapirudlån

Som led i forvaltningen af ECB's egenkapital har ECB indgået en aftale om automatiske værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECB's vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række udpegede, godkendte modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2014 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 4,8 mia. euro (3,8 mia. euro i 2013).

### 19 Rentefutures

Pr. 31. december 2014 var følgende valutatransaktioner, angivet til markedskurserne ultimo året, udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	2014 Kontraktværdi €	2013 Kontraktværdi €	Udvikling €
Erhvervet	911.374.681	495.975.636	415.399.045
Afhændet	1.001.647.311	1.727.870.268	-726.222.957

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

### 20 Renteswaps

Pr. 31. december 2014 var renteswapforretninger med en kontraktværdi på 270,8 mio. euro (252,0 mio. euro i 2013) opgjort til markedskursen ultimo året, udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserver.

## 21 Terminsforretninger i værdipapirer

Terminsopkøb af værdipapirer på 245,2 mio. euro var stadig udestående pr. 31. december 2014. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserver.

## 22 Valutaswap- og terminsforretninger

Valutaswap- og terminsforretninger blev i 2014 udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserver. Pr. 31. december 2014 var følgende tilgodehavender og forpligtelser som følge af disse terminsforretninger, opgjort til markedskursen ultimo året, udestående:

Valutaswap- og terminsforretninger	2014 €	2013 €	Udvikling €
Tilgodehavender	1.899.819.430	1.845.947.763	53.871.667
Forpligtelser	1.777.894.537	1.730.929.184	46.965.353

## 23 Forvaltning af lånoptagelses- og långivningstransaktioner

ECB er ansvarlig for forvaltningen af EU's lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I 2014 håndterede ECB betalinger i forbindelse med lån ydet af EU til Letland, Ungarn og Rumænien inden for denne ordning.

I forbindelse med lånefacilitetsaftalen mellem medlemsstater, der har euroen som valuta<sup>24</sup>, og Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)<sup>25</sup> som långivere og Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntageren er ECB ansvarlig for at håndtere alle de pågældende betalinger på vegne af långiverne og låntageren.

ECB har desuden en operationel rolle i forvaltningen af lån inden for den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) og den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (European Financial Stability Facility, EFSF). I 2014 håndterede ECB betalinger i forbindelse med lån til Irland og Portugal inden for EFSM-ordningen og betalinger i forbindelse med lån til Irland, Grækenland og Portugal inden for EFSF-ordningen.

ECB forvalter endvidere betalinger i forbindelse med den europæiske stabilitetsmekanisme ESM's kapitalbeholdning og stabilitetsstøtte.<sup>26</sup> I forbindelse med indbetalingen af ESM's kapitalbeholdning håndterede ECB i 2014 betalinger fra de medlemsstater, der har euroen som valuta, samt betalinger fra ESM i forbindelse med lån ydet til Cypern og Spanien.

<sup>24</sup> Ud over Den Helleniske Republik og Forbundsrepublikken Tyskland.

<sup>25</sup> Der handler i offentlig interesse, under forbehold af instrukserne fra og med støtte af garantien fra Forbundsrepublikken Tyskland.

<sup>26</sup> Traktaten om oprettelse af den europæiske stabilitetsmekanisme trådte i kraft 27. september 2012.

## Noter til resultatopgørelsen

### 24 Nettorenteindtægter

#### 24.1 Renteindtægter fra valutareserveaktiver

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – fra ECB's valutareserveaktiver:

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	571.710	601.611	-29.901
Renteindtægter fra pengemarkedsindsud	4.234.448	6.868.776	-2.634.328
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	867.860	742.788	125.072
Renteindtægter på værdipapirer, netto	206.165.493	172.250.735	33.914.758
Renteindtægter på renteswaps, netto	407.588	1.833.740	-1.426.152
Renteindtægter på terminsforretninger og valutaswaptransaktioner i fremmed valuta, netto	4.570.710	5.237.310	-666.600
<b>Renteindtægter fra valutareserveaktiver i alt</b>	<b>216.817.809</b>	<b>187.534.960</b>	<b>29.282.849</b>
Renteudgifter på anfordringskonti	-23.076	-42.758	19.682
Renteudgifter på genkøbsforretninger, netto	208.426	-212.229	420.655
<b>Renteindtægter fra valutareserveaktiver, netto</b>	<b>217.003.159</b>	<b>187.279.973</b>	<b>29.723.186</b>

Den samlede stigning i nettorenteindtægten i 2014 skyldtes hovedsagelig en højere renteindtægt på dollarporteføljen.

#### 24.2 Renteindtægt 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 6.1 "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet"). På trods af en stigning på 5,4 pct. i den gennemsnitlige værdi af seddelomløbet var der et fald i indtægten i 2014, som skyldtes, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2013 (0,16 pct. i 2014 sammenlignet med 0,55 pct. i 2013).

#### 24.3 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-statuttens artikel 30.1 (se note 12.1 "Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver"). Nedgangen i denne forrentning i 2014 skyldtes fortrinsvis, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var lavere end i 2013.

## 24.4 Andre renteindtægter og Andre renteudgifter

I 2014 omfattede disse poster renteindtægter på 1,1 mia. euro (4,7 mia. euro i 2013) og renteudgifter på 1,1 mia. euro (4,7 mia. euro i 2013) fra mellemværender i Target2 (se note 12.2 "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto" og note 10 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

Posterne omfattede endvidere en nettorenteindtægt på 727,7 mio. euro (961,9 mio. euro i 2013) fra de værdipapirer, som ECB havde opkøbt i henhold til Securities Markets Programme, og 174,2 mio. euro (204,2 mio. euro i 2013) på opkøb af værdipapirer i henhold til programmerne til opkøb af særligt dækkede obligationer og 0,7 mio. euro (0 mio. euro i 2013) på dem, der blev opkøbt i henhold til programmet til opkøb af asset-backed securities. Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro er også opført her.

## 25 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

I 2014 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster, netto	47.223.558	41.335.392	5.888.166
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	10.036.857	10.787.010	-750.153
<b>Realiserede gevinster på finansielle operationer, netto</b>	<b>57.260.415</b>	<b>52.122.402</b>	<b>5.138.013</b>

Realiserede nettobørskursgevinster og -tab omfatter realiserede gevinster på værdipapirer, rentefutures og renteswaps. Den samlede stigning i nettobørskursgevinsterne i 2014 skyldtes hovedsagelig en højere børskursgevinst på værdipapirer i dollarporteføljen.

## 26 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Der blev foretaget følgende nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner i 2014:

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-7.664.489	-114.606.755	106.942.266
Urealiserede børskurstab på renteswaps	-198.804	-610	-198.194
<b>Nedskrivninger i alt</b>	<b>-7.863.293</b>	<b>-114.607.365</b>	<b>106.744.072</b>

I 2014 førte den samlede stigning i markedsværdien på værdipapirer i både dollarporteføljen og egenporteføljen til betydeligt lavere nedskrivninger end i 2013.

## Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner

	2014 €	2013 €	Udvikling €
Gebyr- og provisionsindtægter	30.024.834	25.917	29.998.917
Gebyr- og provisionsudgifter	-1.866.180	-2.152.690	286.510
<b>Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner</b>	<b>28.158.654</b>	<b>-2.126.773</b>	<b>30.285.427</b>

I 2014 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, hovedsagelig påløbne tilsynsgebyrer (se note 28 "Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne") og strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og transaktionsudgifter i forbindelse med rentefutures (se note 19 "Rentefutures").

## Indtægter og udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne

Den 4. november 2014 overtog ECB de nye tilsynsopgaver i overensstemmelse med artikel 33 i Rådets forordning nr. 1024/2013/EU af 15. oktober 2013.

ECB's årlige omkostninger i forbindelse med tilsynsopgaverne bliver dækket ind med indbetalingen af årlige tilsynsgebyrer. Tilsynsgebyrerne dækker ECB's udgifter i forbindelse med tilsynsopgaverne i den relevante gebyrperiode, men må ikke overstige dem. Udgifterne består primært af omkostninger, som er direkte forbundet med ECB's tilsynsopgaver; nemlig omkostninger i forbindelse med etableringen af de nye forretningsområder, som a) skal føre tilsyn med signifikante banker, b) overvåge tilsynet med de mindre signifikante banker, og som c) skal udføre horisontale og specialiserede opgaver. Posten omfatter også omkostninger, der er indirekte forbundet til ECB's tilsynsopgaver; nemlig omkostninger til tjenesteydelser, som leveres af ECB's eksisterende forretningsområder, fx byggeforvaltning, personaleforvaltning og IT-tjenester.

Hvad angår 2014, skal ECB's omkostninger dækkes for en periode, der begynder i november 2014, hvor ECB påtog sig sin tilsynsopgave.

ECB's indtægter i denne forbindelse, som vil blive faktureret i 2015, var for november og december 2014:

	2014 €	2013 €
Tilsynsgebyrer	29.973.012	-
<i>heraf:</i>		
<i>Gebyrindtægter fra signifikante banker</i>	<i>25.622.812</i>	<i>-</i>
<i>Gebyrindtægter fra mindre signifikante banker</i>	<i>4.350.200</i>	<i>-</i>
<b>Indtægter fra banktilsynsopgaver i alt</b>	<b>29.973.012</b>	<b>-</b>

Indtægter fra tilsynsgebyrer er indeholdt i "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner" (se note 27 "Nettoindtægter/-udgifter fra gebyrer og provisioner").

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 2014.

ECB's udgifter i november og december 2014:

	2014 €	2013 €
Løn og ydelser	18.456.945	-
Leje og vedligeholdelse af bygninger	2.199.243	-
Andre driftsomkostninger	9.316.824	-
<b>Udgifter i forbindelse med banktilsynsopgaver i alt</b>	<b>29.973.012</b>	<b>-</b>

## 29 Indtægter fra aktier og kapitalindskud

Afkast af ECB's kapitalandele i BIS (se note 7.2 "Andre finansielle aktiver") er indregnet i denne post.

## 30 Andre indtægter

Diverse indtægter i 2014 stammede primært fra de bidrag, som de nationale centralbanker i euroområdet skal betale til ECB's udgifter i forbindelse med Eurosystemets fælles projekter.

## 31 Personaleomkostninger

I denne post er indeholdt udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 244,9 mio. euro (187,3 mio. euro i 2013). I posten er ligeledes indeholdt et beløb på 56,2 mio. euro (53,3 mio. euro i 2013) vedrørende ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse (se note 13.3 "Øvrige poster"). Personaleomkostninger på 1,2 mio. euro (1,3 mio. euro i 2013) 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, får udbetalt en variabel løn, som er baseret på det antal møder, de deltager i. Medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådets medlemmer på fuld tid, som er ansat af ECB, får desuden 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 2014 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):

	2014 €	2013 €
Mario Draghi (formand)	379.608	378.240
Vitor Constâncio (næstformand)	325.392	324.216
Peter Praet (direktionsmedlem)	271.140	270.168
Jörg Asmussen (direktionsmedlem indtil januar 2014)	4.912	270.168
Benoît Cœuré (direktionsmedlem)	271.140	270.168
Yves Mersch (direktionsmedlem)	271.140	281.833
Sabine Lautenschläger (direktionsmedlem fra januar 2014)	253.457	-
<b>Direktionen i alt</b>	<b>1.776.789</b>	<b>1.794.793</b>
<b>SSM's tilsynsråd i alt (medlemmer, som er ansat af ECB)<sup>27</sup></b>	<b>508.589</b>	-
<i>heraf:</i>		
Danièle Nouy (formand for Tilsynsrådet siden januar 2014)	271.140	-
<b>I alt</b>	<b>2.285.378</b>	<b>1.794.793</b>

Hertil kommer den variable grundløn, som blev udbetalt til medlemmerne af Tilsynsrådet, på 74.776 euro (0 euro i 2013).

De samlede tillæg, som blev udbetalt til medlemmerne af Direktionen og Tilsynsrådet, samt ECB's bidrag til deres sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger udgjorde i alt 674.470 euro (526.615 euro i 2013).

Desuden udgjorde ydelser udbetalt til medlemmer af Direktionen eller Tilsynsrådet, der tiltrådte eller fratrådte deres stilling i ECB, 68.616 euro (44.538 euro i 2013). De er opført under "Administrationsomkostninger" i resultatopgørelsen.

Der kan udbetales en fratrædelsesgodtgørelse til afgangende medlemmer af Direktionen og Tilsynsrådet i en begrænset periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2014 udgjorde disse godtgørelser, relaterede familietillæg og ECB's bidrag til afgangende medlemmers sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger 243.178 euro (618.189 euro i 2013). Pensionsydelse, herunder relaterede tillæg, til afgangende medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 599.589 euro (472.891 euro i 2013).

<sup>27</sup> Med undtagelse af Sabine Lautenschläger, hvis løn er medtaget sammen med lønnen for de andre medlemmer af Direktionen.



Ved udgangen af 2014 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 2.577<sup>28</sup>, heraf 278 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2014:

	2014	2013
Samlet antal medarbejdere pr. 1. januar	1.790	1.638
Ansættelser/ændring af kontraktstatus	1.458	496
Fratrædelser/kontraktudløb	-681	-347
Nettostigning/-nedgang som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	10	3
<b>Samlet antal medarbejdere pr. 31. december</b>	<b>2.577</b>	<b>1.790</b>
<b>Gennemsnitligt antal medarbejdere</b>	<b>2.155</b>	<b>1.683</b>

Stigningen i antallet af medarbejdere i 2014 skyldtes hovedsagelig forberedelserne til lanceringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme i november 2014.

## 32 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. Forberedelserne til lanceringen af Den Fælles Tilsynsmekanisme bidrog til stigningen i administrationsomkostningerne i 2014.

## 33 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>28</sup> Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsubegrænsede, 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 2015

#### 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 2014, 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 2014, 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 Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Prof. Dr. Norbert Pfitzer - 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 2015

De uafhængige revisorerers påtegning

Vi har revideret vedlagte årsregnskab for Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2014, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2014 - 31. december 2014 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.

*Revisorernes 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 revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger 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 revisionshandlinger, 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 2014 samt af resultatet af Den Europæiske Centralbanks aktiviteter for regnskabsåret 1. januar 2014 - 31. december 2014 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 2014.*

I henhold til ESCB-statuttens artikel 33 overføres ECB's nettooverskud på følgende måde:

- 1) 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.
- 2) 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>1</sup>

ECB's nettoresultat for 2014 var på 988,8 mio. euro efter overførslen til hensættelser til dækning af risici. Som følge af en beslutning truffet af Styrelsesrådet blev der ikke foretaget nogen overførsel til den almindelige reservefond, og den 30. januar 2015 blev der foretaget en foreløbig fordeling af overskud på 840,7 mio. euro til de nationale centralbanker i euroområdet. Styrelsesrådet besluttede endvidere at fordele det resterende overskud på 148,1 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.

	2014 €	2013 €
Årets resultat	988.832.500	1.439.769.100
Foreløbig overskudsfordeling	-840.719.787	-1.369.690.567
Tilbageholdelse som følge af justeringer af indtægter fra tidligere år	0	-9.503.000
Årets resultat efter den foreløbige fordeling af overskud og tilbageholdelse	148.112.713	60.575.533
Fordeling af det resterende overskud	-148.112.713	-60.575.533
I alt	0	0

<sup>1</sup> I henhold til ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem disse banker indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

# Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2014<sup>1</sup>

(Mio. euro)<sup>2</sup>

<b>AKTIVER</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>1 Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>343.630</b>	<b>302.940</b>
<b>2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>270.231</b>	<b>239.288</b>
2.1 Tilgodehavender hos IMF	81.298	81.538
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	188.932	157.750
<b>3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet</b>	<b>27.940</b>	<b>22.464</b>
<b>4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet</b>	<b>18.905</b>	<b>20.101</b>
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	18.905	20.101
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>630.341</b>	<b>752.288</b>
5.1 Primære markedsoperationer	156.129	168.662
5.2 Langfristede markedsoperationer	473.285	583.325
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	924	301
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	2	0
<b>6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>59.939</b>	<b>74.849</b>
<b>7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet</b>	<b>589.511</b>	<b>589.763</b>
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	217.242	235.930
7.2 Andre værdipapirer	372.269	353.834
<b>8 Den offentlige gæld i euro</b>	<b>26.715</b>	<b>28.287</b>
<b>9 Andre aktiver</b>	<b>241.042</b>	<b>243.286</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.208.253</b>	<b>2.273.267</b>

<sup>1</sup> Udarbejdet på grundlag af foreløbige, ureviderede data. Alle nationale centralbankers årsregnskaber vil være afsluttede ved udgangen af maj 2015. Den endelige konsoliderede årlige balance vil blive offentliggjort kort derefter.

<sup>2</sup> På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

<b>PASSIVER</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>1 Seddelomløb</b>	<b>1.016.616</b>	<b>956.185</b>
<b>2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>366.511</b>	<b>473.155</b>
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	318.245	282.578
2.2 Indlånsfacilitet	48.266	85.658
2.3 Indskud med fast løbetid	0	104.842
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	0	77
<b>3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>4.635</b>	<b>3.014</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>64.523</b>	<b>91.108</b>
5.1 Offentlig forvaltning og service	36.770	65.871
5.2 Andre forpligtelser	27.753	25.237
<b>6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>47.927</b>	<b>115.416</b>
<b>7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet</b>	<b>1.271</b>	<b>4.589</b>
<b>8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>4.753</b>	<b>2.998</b>
8.1 Indlån og andre forpligtelser	4.753	2.998
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF</b>	<b>56.211</b>	<b>52.717</b>
<b>10 Andre forpligtelser</b>	<b>221.055</b>	<b>219.587</b>
<b>11 Revalueringskonti</b>	<b>330.733</b>	<b>262.633</b>
<b>12 Kapital og reserver</b>	<b>94.020</b>	<b>91.864</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.208.253</b>	<b>2.273.267</b>

# Bilag 1

## Institutionelle rammer

### 1 ECB's besluttende organer og corporate governance

Eurosystemet og 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-lande, som ikke har indført euroen. De besluttende organer opererer i henhold til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.<sup>1</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. Som følge af Litauens indførelse af euroen i januar 2015 var direktøren for Litauens nationalbank, Lietuvos bankas, inviteret til at deltage i Styrelsesrådets møder som observatør i perioden juli til december 2014.

Styrelsesrådet besluttede i juli 2014, at de pengepolitiske møder fra januar 2015 ville blive afholdt hver sjette uge i stedet for en gang om måneden.

---

<sup>1</sup> Vedrørende ECB's forretningsorden, se 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.



## Styrelsesrådet

<b>Mario Draghi</b>	Formand for ECB
<b>Vítor Constâncio</b>	Næstformand for ECB
<b>Jörg Asmussen</b>	Medlem af ECB's direktion (indtil 7. januar 2014)
<b>Josef Bonnici</b>	Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta
<b>Luc Coene</b>	Direktør for Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
<b>Benoît Cœuré</b>	Medlem af ECB's direktion
<b>Carlos Costa</b>	Direktør for Banco de Portugal
<b>Panicos O. Demetriades</b>	Direktør for Central Bank of Cyprus (indtil 10. april 2014)
<b>Chrystalla Georghadji</b>	Direktør for Central Bank of Cyprus (fra 11. april 2014)
<b>Ardo Hansson</b>	Direktør for Eesti Pank
<b>Patrick Honohan</b>	Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland
<b>Boštjan Jazbec</b>	Direktør for Banka Slovenije
<b>Klaas Knot</b>	Direktør for De Nederlandsche Bank
<b>Sabine Lautenschläger</b>	Medlem af ECB's direktion (fra 27. januar 2014)
<b>Erkki Liikanen</b>	Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank
<b>Luis M. Linde</b>	Direktør for Banco de España
<b>Jozef Makúch</b>	Direktør for Národná banka Slovenska
<b>Yves Mersch</b>	Medlem af ECB's direktion
<b>Ewald Nowotny</b>	Direktør for Oesterreichische Nationalbank
<b>Christian Noyer</b>	Direktør for Banque de France
<b>Peter Praet</b>	Medlem af ECB's direktion
<b>George A. Provopoulos</b>	Direktør for Bank of Greece (indtil 19. juni 2014)
<b>Gaston Reinesch</b>	Direktør for Banque centrale du Luxembourg
<b>Ilmārs Rimšēvičs</b>	Direktør for Latvijas Banka
<b>Yannis Stournaras</b>	Direktør for Bank of Greece (fra 26. juni 2014)
<b>Vitas Vasiliauskas</b>	Direktør for Lietuvos bankas (fra 1. januar 2015)
<b>Ignazio Visco</b>	Direktør for Banca d'Italia
<b>Jens Weidmann</b>	Direktør for Deutsche Bundesbank





Forreste række (fra venstre mod højre): Ignazio Visco, Carlos Costa, Chrystalla Georghadjii, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschläger, Patrick Honohan, Luis M. Linde

Midterste række (fra venstre mod højre): Josef Bonnici, Boštjan Jazbec, Luc Coene, Jozef Makúch, Christian Noyer

Bagerste række (fra venstre mod højre): Ewald Nowotny, Benoît Cœuré, Vitas Vasiliauskas, Klaas Knot, Gaston Reinesch, Ardo Hansson, Erkki Liikanen

Bemærk: Yves Mersch, Peter Praet, Ilmārs Rimšēvičs, Yannis Stournaras og 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

<b>Mario Draghi</b>	Formand for ECB
<b>Vítor Constâncio</b>	Næstformand for ECB
<b>Jörg Asmussen</b>	Medlem af ECB's direktion (indtil 7. januar 2014)
<b>Benoît Cœuré</b>	Medlem af ECB's direktion
<b>Sabine Lautenschläger</b>	Medlem af ECB's direktion (fra 27. januar 2014)
<b>Yves Mersch</b>	Medlem af ECB's direktion
<b>Peter Praet</b>	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

<b>Mario Draghi</b>	Formand for ECB
<b>Vítor Constâncio</b>	Næstformand for ECB
<b>Marek Belka</b>	Direktør for Narodowy Bank Polski
<b>Josef Bonnici</b>	Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta
<b>Mark Carney</b>	Direktør for Bank of England
<b>Luc Coene</b>	Direktør for Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
<b>Carlos Costa</b>	Direktør for Banco de Portugal
<b>Panicos O. Demetriades</b>	Direktør for Central Bank of Cyprus (indtil 10. april 2014)
<b>Chrystalla Georghadji</b>	Direktør for Central Bank of Cyprus (fra 11. april 2014)
<b>Ardo Hansson</b>	Direktør for Eesti Pank
<b>Patrick Honohan</b>	Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland

<b>Stefan Ingves</b>	Direktør for Sveriges riksbank
<b>Mugur Constantin Isărescu</b>	Direktør for Banca Națională a României
<b>Ivan Iskrov</b>	Direktør for Българска народна банка (Bulgariens Nationalbank)
<b>Boštjan Jazbec</b>	Direktør for Banka Slovenije
<b>Klaas Knot</b>	Direktør for De Nederlandsche Bank
<b>Erkki Liikanen</b>	Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank
<b>Luis M. Linde</b>	Direktør for Banco de España
<b>Jozef Makúch</b>	Direktør for Národná banka Slovenska
<b>György Matolcsy</b>	Direktør for Magyar Nemzeti Bank
<b>Ewald Nowotny</b>	Direktør for Oesterreichische Nationalbank
<b>Christian Noyer</b>	Direktør for Banque de France
<b>George A. Provopoulos</b>	Direktør for Bank of Greece (indtil 19. juni 2014)
<b>Gaston Reinesch</b>	Direktør for Banque centrale du Luxembourg
<b>Ilmārs Rimšēvičs</b>	Direktør for Latvijas Banka
<b>Lars Rohde</b>	Direktør for Danmarks Nationalbank
<b>Miroslav Singer</b>	Direktør for Česká národní banka
<b>Yannis Stouraras</b>	Direktør for Bank of Greece (fra 26. juni 2014)
<b>Vitas Vasiliauskas</b>	Direktør for Lietuvos bankas
<b>Ignazio Visco</b>	Direktør for Banca d'Italia
<b>Boris Vujčić</b>	Direktør for Hrvatska narodna banka
<b>Jens Weidmann</b>	Direktør for Deutsche Bundesbank

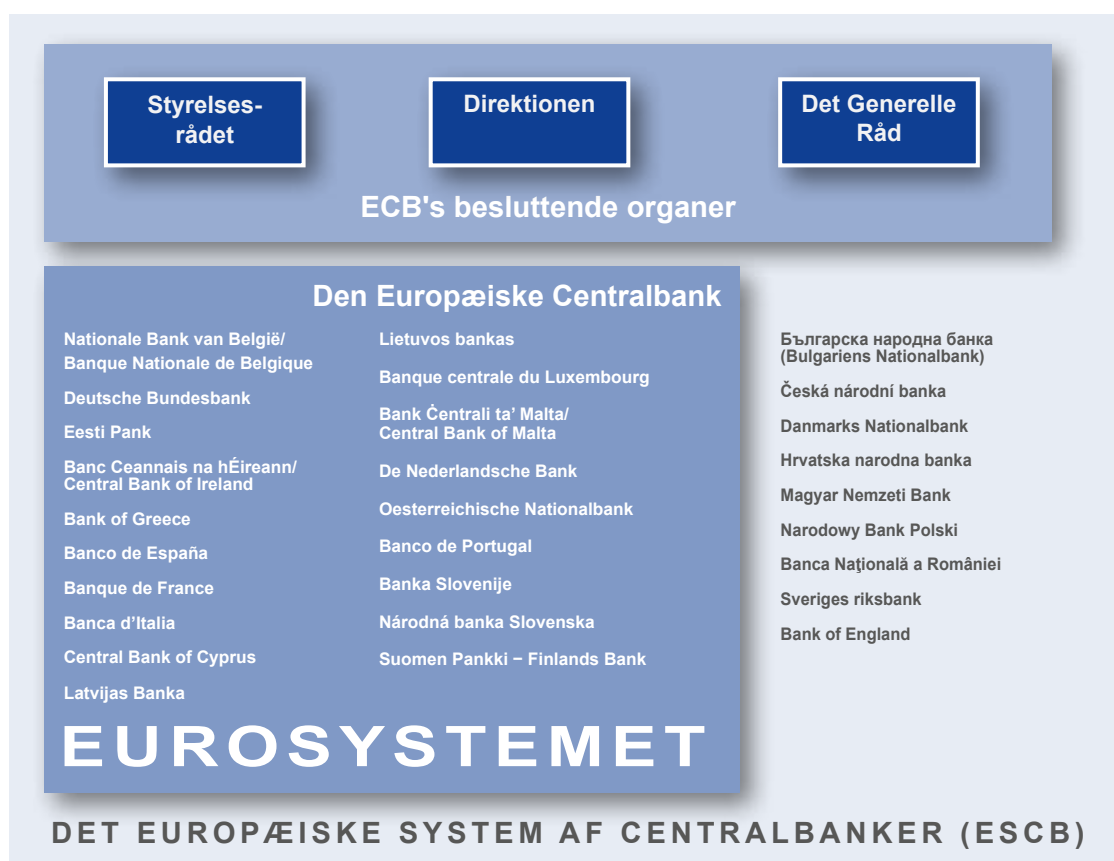


Forreste række (fra venstre mod højre): Boris Vujčić, Liviu Voinea (vicedirektør i Banca Națională a României), Stefan Ingves, Chrystalla Georghadji, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Ben Broadbent (vicedirektør i Bank of England), Patrick Honohan, Luis M. Linde, Lars Rohde

Midterste række (fra venstre mod højre): Ignazio Visco, Carlos Costa, Josef Bonnici, Boštjan Jazbec, Luc Coene, Jozef Makúch, Christian Noyer

Bagerste række (fra venstre mod højre): Marek Belka, Ivan Iskrov, Ewald Nowotny, Vitas Vasiliauskas, Klaas Knot, Gaston Reinesch, Ardo Hansson, Jens Weidmann, Erkki Liikanen

Bemærk: Mark Carney, Mugur Constantin Isărescu, György Matolcsy, Ilmārs Rimšēvičs, Miroslav Singer og Yannis Stouraras var ikke til stede, da billedet blev taget.



## 1.4 Corporate governance

Ud over de besluttede organer omfatter ECB's corporate governance udvalg på højt niveau, fx ECB's revisionsudvalg og ECB's etiske komité, samt forskellige eksterne og interne kontrolinstanser.

### ECB's revisionsudvalg

ECB's revisionsudvalg styrker ECB's og Eurosystemets corporate governance som helhed. Udvalget bistår Styrelsesrådet med rådgivning og/eller udtalelser inden for dets ansvarsområder, dvs. 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](#) kan findes på ECB's websted. Erkki Liikanen er formand for Revisionsudvalget, og de øvrige fire medlemmer i udvalget er Vítor Constâncio, Christian Noyer, Hans Tietmeyer og Jean-Claude Trichet.

## Eksterne kontrolinstanser

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer,<sup>2</sup> som er udnævnt til at revidere ECB's årsregnskab, og Den Europæiske Revisionsret, der efterprøver effektiviteten af ECB's forvaltning.

## Interne kontrolinstanser

Det interne kontrolsystem, de etiske rammer og reglerne om aktindsigt i ECB's dokumenter er andre vigtige komponenter i ECB's corporate governance-struktur.

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. Det omfatter desuden overvågningsmekanismer og effektive procedurer til at opnå tilstrækkelig kontrol med de finansielle og operationelle risici. Ledelsens beretning indeholder en mere detaljeret beskrivelse af disse kontrolmekanismer og procedurer.

I overensstemmelse med ECB's revisionscharter<sup>3</sup> og uafhængigt af det interne kontrolsystem og den interne risikoovervågning foretager ECB's interne revisionsfunktion løbende revisioner under Direktionens direkte ansvar.

## 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, som ændret den 3. december 2014 efter oprettelsen af SSM.

De etiske rammer fastsætter etiske regler og retningslinjer for at sikre størst mulig integritet, kompetence, effektivitet og ansvarlighed i udførelsen af opgaverne. Governance-spørgsmål er nu af endnu større betydning for ECB efter oprettelsen af SSM. For at sikre en korrekt og konsekvent gennemførelse af de etiske rammer samt for at styrke ECB's governance besluttede Styrelsesrådet 17. december 2014 at nedsætte en etisk komite. Endelig er der oprettet et Compliance og Governance-kontor, som skal støtte Direktionen i bestræbelserne på at beskytte ECB's integritet og omdømme, fremme etiske adfærdsstandarder og styrke ECB's ansvarlighed og gennemsigtighed.

---

<sup>2</sup> Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft for regnskabsårene 2013-2017.

<sup>3</sup> Revisionschartret offentliggøres på ECB's websted for at gøre ECB's revisionsordninger mere gennemsigtige.



## ECB's etiske komite

Den etiske komite vil bl.a. rådgive om etiske spørgsmål på grundlag af individuelle anmodninger og varetage de ansvarsområder, som den etiske vejleder har i henhold til adfærdskodeksen for medlemmer af Styrelsesrådet, og som den etikansvarlige har i henhold til den supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen. Den etiske komite får tre eksterne medlemmer, hvoraf mindst et medlem er ét af de eksterne medlemmer af ECB's revisionsudvalg. Medlemmerne af den etiske komite skal være personer fra medlemsstaterne med et godt omdømme, hvis uafhængighed er uomtvistelig, og som har en grundig forståelse af ECB's, ESCB's, Eurosystemets og SSM's mål, opgaver og governance.

### 1.5 Aktindsigt i ECB's dokumenter

ECB's afgørelse om aktindsigt i ECB's dokumenter<sup>4</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.<sup>5</sup> I 2014 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

---

<sup>4</sup> Afgørelse ECB/2004/2 af 4. marts 2004 om aktindsigt i ECB's dokumenter, EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

<sup>5</sup> I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed, giver afsnittet "[Archives](#)" på ECB's websted adgang til historisk dokumentation.

## 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 vedrørende banktilsyn. Hvor det er hensigtsmæssigt, kan andre kompetente organer også blive inviteret til komiteernes møder.



Herudover er der yderligere tre 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. Eurosystemets IT-styringskomite, som blev oprettet i 2007, og som har til opgave at styre den løbende forbedring af anvendelsen af IT inden for Eurosystemet, blev til en "sovende komite" i november 2014. Komiteens operationelle opgaver blev overdraget til andre relevante komiteer, fx Komiteen for Controlling, IT-komiteen og Komiteen for Organisatorisk Udvikling.



# Bilag 3

## Organisatorisk udvikling og udviklingen i personaleforvaltningen

ECB'S ORGANISATIONSPLAN  
(pr. 1. januar 2015)



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

2 Herunder databeskyttelse.

3 Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

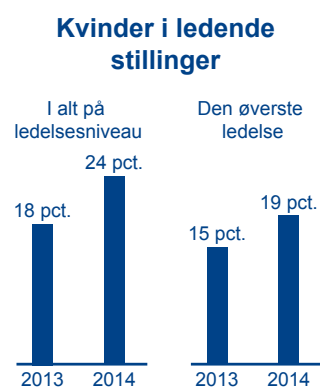
## ECB's personaleforvaltning

På personaleområdet var 2014 et helt særligt år i ECB. Aktiviteterne var især centreret om rekruttering og medarbejderudvikling i forbindelse med etableringen af den Fælles Tilsynsmekanisme (SSM) 4. november 2014. Kønsdiversitet var også et vigtigt område, og andelen af kvinder i ledende stillinger steg i 2014.

Den 31. december 2014 havde ECB 2.622 fuldtidsstillinger, sammenlignet med 1.907 stillinger ved udgangen af 2013. Langt størstedelen af de nye stillinger, som var blevet oprettet i forbindelse med etableringen af SSM, var besat 31. december 2014, hvor antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger var 2.557 (mod 1.790 den 31. december 2013).<sup>1</sup> I alt 779 nye tidsbegrænsede kontrakter (midlertidige kontrakter<sup>2</sup> eller kontrakter, som senere kan føre til fastansættelse) blev indgået i 2014, og 506 tidsbegrænsede kontrakter blev udstedt i løbet af året ud over et antal kontraktforlængelser, for at dække orlov på mindre end et år. I 2014 tilbød ECB fortsat kortvarige kontrakter af en varighed på op til 36 måneder til medarbejdere i nationale centralbanker og internationale organisationer. Den 31. december 2014 arbejdede 151 medarbejdere fra nationale centralbanker og internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver, hvilket er en nedgang på 26 pct. i forhold til 2013. I september 2014 tog ECB imod de ti deltagere i den niende udgave af ECB's Graduate Programme. Den 31. december 2014 arbejdede 155 praktikanter i ECB (en stigning på 7 pct. i forhold til 2013). 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.



Medarbejdernes udvikling er stadig vigtig i ECB. I 2014 blev der lagt særlig vægt på at udvikle og iværksætte et uddannelsesprogram for SSM. Der var desuden en stor stigning i uddannelsesprogrammer om videndeling for nyansatte. Den toårige ordning, som gav medarbejderne støtte til at fortsætte deres karriere uden for ECB, blev afsluttet med et godt resultat, idet 45 medarbejdere med lang anciennitet deltog i ordningen. Desuden blev der iværksat et lederprogram for kvinder i 2014.



Andelen af kvinder i ledelsen er steget, siden Direktionen i juni 2013 besluttede at indføre mål for kønsfordelingen i denne gruppe, herunder også i den øverste ledelse. I slutningen af 2014 var 24 pct. af stillingerne på ledelsesniveau og 19 pct. af stillingerne i den øverste ledelse besat af kvinder (mod henholdsvis 18 pct. og 15 pct. ved udgangen af 2013). Parallelt med beslutningen om at sætte mål for kønsfordelingen godkendte Direktionen også en handlingsplan for kønsdiversitet, som består af en række operationelle tiltag og instrumenter (fx udnævnelse af diversitetsambassadører, en mentorordning og en udvidelse af mulighederne for at arbejde hjemmefra), som efterfølgende alle er blevet gennemført.

ECB støtter fortsat medarbejdernes behov for at opnå en bedre arbejdslivsbalance. Ved udgangen af 2014 arbejdede 259 medarbejdere på deltid (228 ved udgangen

<sup>1</sup> Ud over kontrakter, som er baserede på fuldtidsstillinger, omfatter dette tal bl.a. kortvarige kontrakter, som er blevet tilbudt medarbejdere på udstationering fra nationale centralbanker og internationale organisationer, samt kontrakter til deltagere i ECB's Graduate Programme.

<sup>2</sup> Der blev primært i ECB's fælles tjenester udstedt et antal kontrakter, som ikke kan konverteres til en længerevarende ansættelse, for at dække midlertidige opgaver i forbindelse med etableringen af SSM.

af 2013), og 29 medarbejdere var på forældreorlov uden løn (26 ved udgangen af 2013). I 2014 arbejdede ca. 781 medarbejdere hjemmefra i gennemsnit én gang hver måned.

Samtidig med at organisationen voksede, gik 53 medarbejdere med en tidsbegrænset eller en permanent kontrakt på pension, eller de opsagde deres kontrakt i 2014 (42 i 2013), og 396 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

## ECB's nye hovedsæde

I 2014 flyttede ECB til sit nye hovedsæde. Flytningen markerede den vellykkede afslutning på en 16 år lang proces.

ECB begyndte at se sig om efter en passende grund til sit nye hovedsæde helt tilbage i 1998 efter Den Europæiske Revisionsrets henstilling til alle EU-institutioner om, at det på langt sigt er meget mere rentabelt at eje en bygning frem for at leje kontorer. Efter at have set på 35 mulige lokaliteter i hele Frankfurt besluttede ECB i 2001 at købe Grossmarkthalle-grunden med byens tidligere torvehal, og at bibeholde den eksisterende bygning. En forundersøgelse havde vist, at denne grund var den økonomisk mest holdbare løsning, at den havde gode infrastrukturforbindelser, at den levede op til kravene til størrelse, og at det var det sted, man på den mest optimale måde kunne iværksætte de sikkerhedsforanstaltninger, der er nødvendige for en centralbank. Desuden var grunden tilstrækkelig stor til at kunne rumme en eventuel udbygning eller udvidelse.

Det nye hovedsæde er tegnet af arkitektfirmaet COOP HIMMELB(L)AU fra Wien. Bygningen skaber et arbejdsmiljø, som tilskynder til åben kommunikation, og fremmer derved samarbejde og interaktion på alle niveauer. Samtidig betyder det fleksible design, at det med en beskedent indsats er muligt at tilpasse hovedsædet, så det lever op til nye krav.

Det markante kontortårn i glas, som er forbundet med torvehalsbygningen via en indgangsbygning, er et synligt vartegn i Frankfurts Ostend-kvarter, og det nye hovedsæde er en markant tilføjelse til den europæiske arkitektoniske arv.

Grossmarkthalle blev bygget i årene 1926-1928 som centralt engrosmarked for køb og salg af frugt og grønt i Frankfurt og omegn. Der var tale om en industribygning, og som sådan indvarslede den Frankfurts udvikling til storby i løbet af 1920'erne. Martin Elsaesser, den daværende byplanlægningsdirektør i Frankfurt am Main, tegnede Grossmarkthalle, og den armerede betonbygning fik verdens største frie spænd.

Nybyggeriet indbefattede ombygningen af denne industribygning til at rumme en offentlig bygning med mange forskellige funktioner, hvilket krævede stor omhyggelighed. Lige fra begyndelsen er alle beslutninger om udformningen af bygningen og videreudviklingen af den blevet drøftet grundigt og truffet i samarbejde med både byen Frankfurt am Main og fredningsmyndighederne. Ombygningen af byens tidligere torvehal, så den indgår som en del af projektet, har gjort historien til en del af ECB og gør dette vartegn endnu mere unikt.

ECB har fra starten sigtet mod at skabe en bæredygtig bygning med et meget effektivt energi- og vandforbrug. Der er truffet forskellige arkitektoniske foranstaltninger, således at den nye bygning bliver 30 pct. mere effektiv, end det kræves i Energieeinsparverordnung (det tyske energisparedirektiv) fra 2007.

I 2014 blev byggeriet af det nye hovedsæde færdiggjort. Installeringen af den tekniske infrastruktur og indretningen inde i bygningerne blev afsluttet, samtidig med at byggeriet af de to elementer, som forbinder Grosmarkthalle til højhuset, fandt sted i løbet af foråret. De enkelte etager blev opdelt i kontorer af forskellig størrelse ved hjælp af letvægtsvægge, og fra april begyndte møblerne at blive sat op. Der blev også gjort fremskridt med hensyn til virkeliggørelsen af landskabsdesignet på de områder af grunden, der allerede var blevet ryddet. Grupper af træer, skråninger og grøfter begyndte at tage form. Parkområdet ventes at være færdiganlagt i 2015.

Proceduren med henblik på at opnå en endelig godkendelse af byggeriet fra bystyret i Frankfurt begyndte i foråret 2014. Alle tekniske systemer blev grundigt testet i løbet af sommeren, og en fuldstændig ny it-infrastruktur installeret parallelt hermed. I efteråret fik ECB formelt tilladelse fra bystyret til at tage bygningen i brug.

Endelig blev 2.421 arbejdspladser flyttet i perioden 31. oktober til 23. november. Dette markerede den vellykkede afslutning på den proces, det var at bygge et funktionelt, bæredygtigt og moderne hovedsæde for ECB. Størstedelen af de medarbejdere, der beskæftiger sig med pengepolitik, arbejder nu samlet under ét tag. Det nye hovedsæde blev dog planlagt på et tidspunkt, hvor det endnu ikke var på tale, at ECB skulle overtage ansvaret for banktilsynet i euroområdet, og derfor besluttede ECB i november 2013 at fortsætte lejemålet af det tidligere hovedsæde, som vil huse banktilsynsmedarbejderne. Medarbejderne i de fælles tjenester får til huse i begge bygninger.