



# Feedback på input givet som en del af Europa-Parlamentets beslutning om ECB's årsberetning for 2017

ECB's næstformand forelagde ECB's årsberetning for 2017 på et særligt møde i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON) 9. april 2018.<sup>1</sup> Den 15. januar 2019 deltog ECB's formand i Parlamentets plenardebat om Årsberetningen.<sup>2</sup> Dagen efter blev beslutningen om ECB's årsberetning for 2017 (herefter benævnt "beslutningen") vedtaget på plenarmødet.<sup>3</sup>

Samtidig med at ECB's årsberetning for 2018 fremsendes til Europa-Parlamentet, giver ECB feedback på det input, som Europa-Parlamentet har givet i beslutningen.<sup>4</sup> Denne feedback offentliggøres i overensstemmelse med den praksis, som blev indført på Europa-Parlamentets anmodning.

## 1 ECB's pengepolitik

### 1.1 Pengepolitikens effektivitet og mulige bivirkninger

I beslutningen drøftes effektiviteten af ECB's pengepolitiske foranstaltninger og bivirkningerne heraf, eksempelvis i punkt 6, 17, 18, 19, 20 og 21.

**Det er ECB's opfattelse, at de pengepolitiske foranstaltninger har bidraget i væsentlig grad til at forbedre de finansielle forhold for virksomheder og husholdninger og til at øge den økonomiske vækst og inflationen.**<sup>5</sup> Samtidig overvåger ECB potentielle bivirkninger af de ukonventionelle politiske foranstaltninger. Hidtil synes bivirkningerne at have været begrænsede. Kreditudviklingen er stadig forholdsvis moderat, hvilket indikerer, at der ikke har været en større u hensigtsmæssig fordeling af ressourcer. Det ville dog være op til andre politiske områder at reagere, hvis bivirkningerne af pengepolitikken gav anledning til bekymring, medmindre disse virkninger kunne påvirke opnåelsen af prisstabilitet i euroområdet. De negative fordelingsmæssige virkninger af negative renter og aktivopkøb synes også at have været begrænsede på kort sigt. Når der tages højde for de makroøkonomiske virkninger, dominerer de positive fordelingsmæssige virkninger under alle omstændigheder på mellemlangt sigt, på

<sup>1</sup> Se [ECB's websted](#).

<sup>2</sup> Se [ECB's websted](#).

<sup>3</sup> Den vedtagne beslutning findes på [Europa-Parlamentets websted](#).

<sup>4</sup> Denne feedback omfatter ikke de spørgsmål, som er stillet i Europa-Parlamentets beslutning vedrørende bankunionen. Disse spørgsmål drøftes i [Årsrapport om ECB's tilsynsvirksomhed 2018](#). Feedback på beslutningen om bankunionen bliver offentliggjort senere i år.

<sup>5</sup> Se "[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)", *Economic Bulletin*, 2. udgave, ECB, 2019.

grund af den støtte som ECB's foranstaltninger tilvejebringer til det økonomiske opsving, beskæftigelsen og prisstabiliteten. Alt dette kommer husholdningerne, og navnlig de fattigste familier, til gode.<sup>6</sup>

**For så vidt angår virkningen af ECB's pengepolitiske foranstaltninger på bankernes rentabilitet, som behandles i beslutningen, så synes denne at være begrænset.** Rentabiliteten i euroområdet banker, målt på grundlag af forrentning af egenkapitalen, er blevet gradvis forbedret siden 2014, selvom den generelt stadig er lav og halter efter rentabiliteten hos mange af bankernes ligestillede på verdensplan. Ser man bort fra cykliske faktorer, har strukturelle elementer af banksystemet i euroområdet sandsynligvis bidraget til de lavere resultater – herunder overkapaciteten på bestemte indenlandske bankmarkeder og høje driftsomkostninger.<sup>7</sup> Ifølge ECB's analyse ville opsvinget i bankernes rentabilitet have været svagere uden ECB's pengepolitiske foranstaltninger. De lave renter har bidraget til lavere nettorentemarginaler, men denne effekt er blevet modvirket af forbedrede økonomiske udsigter, der har en positiv effekt på kreditkvaliteten og derfor reducerer omkostningerne til hensættelser. Endvidere øger det forbedrede økonomiske klima bankernes udlånsvolumen.

**Selvom ECB's pengepolitiske foranstaltninger på kort sigt påvirker de finansielle forhold for forsikrings- og pensionssektoren, som det anføres i beslutningen, bidrager de positivt til sektorens stabilitet på langt sigt.** ECB's pengepolitiske foranstaltninger understøtter navnlig den økonomiske vækst og jobskabelsen, som fremmer salget af nye livsforsikrings- og pensionsprodukter, samtidig med at de reducerer risikoen for, at forsikringskontrakter opsiges i utide. På kort sigt bidrager foranstaltningerne imidlertid til de nuværende lave afkast, som presser nutidsværdien af forsikringsselskabers og pensionskassers langfristede passiver op og desuden har en indvirkning på formueindkomsten. ECB overvåger den effekt, som de lave renter har på sektoren, og som synes at variere markant mellem forskellige forsikringsselskaber og pensionskasser afhængigt af deres forretningsmodel og balancestruktur.<sup>8</sup>

## 1.2 Programmet til opkøb af virksomhedsobligationer og gennemførelsen af pengepolitikken

Punkt 24 og 40 i beslutningen omhandler specifikt programmet til opkøb af virksomhedsobligationer (CSPP). Andre spørgsmål i tilknytning til gennemførelsen af pengepolitikken drøftes i punkt 21, 23, 24, 25, 32, 33 og 34.

<sup>6</sup> Se boksen med titlen "Monetary policy, household inequality and consumption" i artiklen med titlen "Private consumption and its drivers in the current economic expansion", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2018.

<sup>7</sup> Se *Financial Stability Review*, ECB, november 2018.

<sup>8</sup> Se "Euro area insurers and the low interest rate environment", *Financial Stability Review*, ECB, november 2015, og afsnittene om forsikringssektoren i de efterfølgende udgaver af *Financial Stability Review*.

**Med hensyn til beslutningens behandling af den økonomiske virkning af CSPP, har programmet styrket gennemslaget af ECB's pengepolitiske**

**foranstaltninger på realøkonomien.** CSPP har navnlig bidraget til en yderligere lempelse af finansieringsforholdene for alle virksomheder i euroområdet, bl.a. via indsnævring i erhvervsobligationsspændene og bedre forhold på de primære markeder for udstedere af virksomhedsobligationer. CSPP har desuden været en fordel for virksomheder, der ikke gør brug af kapitalmarkederne til deres finansiering, fx små og mellemstore virksomheder. Med den generelle stigning i de monetære og finansielle institutioners nettolångivning til ikke-finansielle selskaber, og idet nogle CSPP-godkendte virksomheder går væk fra banklån som finansiering, har ikke-finansielle selskaber med begrænset eller ingen adgang til obligationsmarkederne indirekte draget fordel af CSPP, idet bankerne har øget udbuddet af banklån til dem. I sidste ende vil reducerede finansieringsomkostninger og bedre adgang til finansiering for både små og store virksomheder have en positiv effekt på investeringerne.<sup>9</sup>

**Hvad angår beslutningens bemærkning om, at de målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO) ikke vil blive anvendt til at stimulere bankernes udlån til realøkonomien, er det ECB's opfattelse, at TLTRO har bidraget til meget gunstige finansieringsvilkår.**

Ser man på de enkelte banker, er det tydeligt, at de banker, der lånte midler inden for TLTRO, har øget deres långivning til ikke-finansielle selskaber væsentlig mere end sammenlignelige banker, som ikke deltog i operationerne. Det bør bemærkes, at den rente, der blev anvendt i TLTRO-II, er knyttet til udviklingen i de deltagende bankers udlåns mønstre, og banker, der overgår deres benchmark, nyder godt af en lavere rente.<sup>10</sup> På samme måde vil TLTRO-III have indbyggede incitamenter til at fastholde gunstige kreditvilkår.

**For så vidt angår opfordringen til at fremme miljøpolitik og integrere ESG-kriterierne (miljømæssige, sociale og forvaltningsmæssige kriterier) i ECB's operationer, koncentrerer indsatsen om at støtte markedsdeltagerne, lovgiverne og standardiseringsorganerne i at identificere de risici, som opstår på grund af klimaforandringer, og i at tilvejebringe klare rammer for nedbringelsen af disse risici.**

I overensstemmelse med anbefalingen i beslutningen til ECB om at fremme disse politikker "under fuld overholdelse af sit mandat, sin uafhængighed og risikostyringsrammen", er godkendelseskriterierne for opkøbsprogrammet (APP) med vilje defineret bredt for at stille en bred vifte af værdipapirer, som er godkendt til opkøb, til rådighed og herved sikre den størst mulige effektivitet af programmet og undgå forvriddinger inden for konkrete markedssegmenter. Selvom APP ikke indeholder et udtrykkeligt miljømål, har ECB købt grønne obligationer inden for både CSPP og programmet til opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (PSPP). Disse opkøb har bidraget til, at der er oprettet en portefølje med en god spredning. Samlet set er det beløb, som

<sup>9</sup> Nærmere oplysninger om virkningen af CSPP findes i "[The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations](#)", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2018.

<sup>10</sup> Se nærmere om TLTRO-II i "[The second series of targeted longer-term refinancing operations \(TLTRO II\)](#)", *Economic Bulletin*, 3. udgave, ECB, 2016. Bilag II til afgørelse (EU) 2016/810 af 28. april 2016 om den anden serie af målrettede langfristede markedsoperationer ([ECB/2016/10](#)) indeholder nærmere oplysninger om indberetningsordningen for TLTRO-II.

grønne obligationer udgør af de obligationer, der holdes af Eurosystemet, stadig forholdsvis lille, men foreliggende data tyder på, at Eurosystemet med sine opkøb har reduceret renterne på grønne obligationer og understøttet ikke-finansielle selskabers udstedelse af dem.<sup>11</sup> ECB anvender allerede en selektiv udelukkelsesliste til pensionsfondens portefølje og delegerer stemmeafgivningen ved stedfortræder i forbindelse med egenkapitalinvesteringer til investeringsforvaltere, som har tilsluttet sig FN's principper for ansvarlige investeringer, der pålægger dem at indarbejde ESG-standarder i deres stemmeafgivningspraksis. ECB er ved at undersøge, hvordan kriterierne for socialt og miljømæssigt ansvarlige investeringer fremover kan implementeres i forbindelse med egenporteføljen.<sup>12</sup>

**Hvad angår de spørgsmål vedrørende gennemsigtighed, som tages op i beslutningen, udgiver ECB løbende et væld af information om alle sine opkøbsprogrammer og har på det seneste yderligere udvidet denne information.** En gang om måneden offentliggøres Eurosystemets beholdninger,

kumulerede opkøb og nettoopkøb, fordelingen af opkøb på det primære og det sekundære marked, og de forventede månedlige indfrielsesbeløb over en løbende 12-måneders periode. For yderligere at øge gennemsigtigheden inden for det tredje program til opkøb af særligt dækkede obligationer (CBPP3) og programmet til opkøb af asset-backed securities (ABSPP) offentliggjorde ECB aggregerede beholdningsstatistikker for disse programmer i Economic Bulletin for marts 2019.<sup>13</sup> Disse data vil fremover blive ajourført og offentliggjort sideløbende med den halvårslige offentliggørelse af aggregerede statistikker over beholdninger inden for CSPP. Med denne yderligere, relevante information vil offentligheden bedre kunne forstå, hvordan programmerne gennemføres, samtidig med at den effektive implementering af pengepolitikken sikres. Offentliggørelsen af mere detaljerede data om de værdipapirer, der holdes under ABSPP og CBPP3, ville kunne undergrave disse programmets formål. Bl.a. er den nøjagtige sammensætning af ABSPP og CBPP3 i form af individuelle værdipapirer eller ISIN-koder (*international securities identification numbers*) ikke blevet oplyst, da det muligvis af offentligheden kunne opfattes som en angivelse af en differentiering mellem økonomisk velfunderede og forholdsvis svagere udstedere og initiativtagere i tilfælde, hvor visse ISIN-koder ikke indgår i beholdningerne, selvom der kan være andre grunde til dette. Det bør bemærkes, at i modsætning til CSPP udstedes mange af værdipapirerne inden for CBPP3 og ABSPP af og/eller hidrører fra kreditinstitutter i euroområdet, som er de primære modparter for ECB's pengepolitiske operationer. Offentliggørelsen af så detaljeret information kan derfor føre til markedsfragmentering og underminere de lige vilkår mellem udstedere og initiativtagere og skade ECB's mål om at minimere effekten af implementeringen af opkøbsprogrammerne på de relevante markeders funktion. Endelig offentliggør ECB også en hel del detaljer om fremgangsmåderne

<sup>11</sup> Se "[Purchases of green bonds under the Eurosystem's asset purchase programme](#)", *Economic Bulletin*, 7. udgave, ECB, 2018.

<sup>12</sup> Se Benoît Cœuré, "[Monetary policy and climate change](#)", tale holdt på konferencen "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks", der var arrangeret af Network for Greening the Financial System, Deutsche Bundesbank og Council on Economic Policies, Berlin, 8. november 2018.

<sup>13</sup> Se boksen med titlen "Providing additional transparency on aggregate APP holdings" i artiklen med titlen "[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)", *Economic Bulletin*, 2. udgave, ECB, 2019.

ved opkøbene. For hvert af programmerne blev der offentliggjort en ECB-afgørelse vedrørende de primære opkøbsparametre, og der er offentliggjort information, spørgsmål og svar på ECB's websted, som jævnligt opdateres.<sup>14</sup> Det skal bemærkes, at opkøbene i det store og hele afspejler markedsforholdene på opkøbstidspunktet samt intentionen om at maksimere interventionernes indvirkning på pengepolitikken og de generelle kreditvilkår, samtidig med at forvriddinger af markedspriserne minimeres. Offentliggørelsen af yderligere information om operationerne kunne derfor hæmme den smidige gennemførelse af APP og således påvirke opfyldelsen af ECB's målsætning. Det kunne fx føre til uønsket volatilitet og markedsforvriddinger, som kunne have en negativ indvirkning på transmissionen af pengepolitiske impulser.

**Stigningen i Target2-balancerne siden 2014, som behandles i beslutningen, er tæt forbundet med den decentraliserede implementering af APP og den efterfølgende porteføljustering i et integreret finansielt marked.** Store Target2-balancer kan kun opstå i sammenhæng med en omfattende likviditetstilførsel fra Eurosystemet. En sådan likviditetstilførsel finder kun sted, hvis der modtages en eller anden form for aktiv, enten som sikkerhedsstillelse i markedsoperationer eller i form af direkte køb af aktiver, der holdes på centralbankerne i Eurosystemets balancer.<sup>15</sup> I risikostyringsrammerne fastsættes belånbarhedskriterier for sikkerhedsstillelse og kriterier for de aktiver, der kan anvendes til opkøb. Formålet hermed er at minimere risiciene i tilknytning til gennemførelsen af pengepolitikken.

**Hvad angår tildelingen af likviditetsstøtte i krisesituationer (emergency liquidity assistance (ELA)), som behandles i beslutningen, fremgår det allerede af artikel 9 i ELA-aftalen, at aftalen senest i løbet af 2019 skal tages op til fornyet vurdering.**<sup>16</sup> På nuværende tidspunkt er det de nationale centralbanker, som har kompetence til at tildele ELA. Den kompetente nationale centralbank dækker eventuelle omkostninger i forbindelse hermed og tager risikoen ved at yde ELA. ECB's rolle, for så vidt angår tildelingen af ELA, er baseret på artikel 14.4 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank (herefter benævnt "ESCB-statuten") og er således begrænset til at sikre, at tildeling af ELA ikke strider mod ESCB's opgaver og mål. Som påpeget af ECB's formand under de seneste høringer i Europa-Parlamentet, kan det diskuteres, om ansvaret for at tildele ELA skal flyttes fra de nationale centralbanker til ECB. Der er dog en række retlige så vel som andre hindringer, som skal overvindes i den henseende.<sup>17</sup>

---

<sup>14</sup> Se [ECB's websted](#).

<sup>15</sup> Nærmere oplysninger om mekanismerne bag Target2-balancerne findes i "[The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances](#)", *Occasional Paper Series*, No 196, ECB, september 2017.

<sup>16</sup> Se [Agreement on emergency liquidity assistance](#), ECB, 17. maj 2017.

<sup>17</sup> Se [pressekonferencen](#) efter Styrelsesrådets møde 8. marts 2018 og [ECON-høringen](#) 26. februar 2018.

## De økonomiske udsigter og udsigterne for finansiel stabilitet

Punkt 9, 13 og 14 i beslutningen omhandler strukturreformer og deres rolle med hensyn til at opnå bæredygtig vækst. Punkt 19, 20 og 21 sætter fokus på ejendomspriser og den makroprudentielle politik.

**ECB er enig i opfordringen til, at der føres en passende finanspolitik og økonomisk politik for at undgå alt for store makroøkonomiske ubalancer, også med henblik på at lette den byrde, der har været lagt på pengepolitikken, og de bivirkninger, som den kan medføre.** Mere overordnet set betyder det, at andre politiske områder skal yde et mere målrettet bidrag til at styrke vækstpotentialet på langt sigt og reducere sårbarheder. Gennemførelsen af strukturreformer i en række lande i euroområdet skal intensiveres betydeligt for at øge modstandskraften, nedbringe den strukturelle arbejdsløshed og løfte produktiviteten og vækstpotentialet. Hvad angår finanspolitikken, udgør det høje gælds niveau en sårbarhed. Dette gælder især for lande med en lav potentiel produktionsvækst, som er konfronteret med stadig større demografiske udfordringer. Lande, hvor den offentlige gæld er høj, skal fortsætte med at opbygge finanspolitiske stødpuder, og alle lande bør fortsat øge deres bestræbelser på at opnå en mere væksthæmmende sammensætning af de offentlige finanser.

**ECB deler den bekymring over hurtigt stigende ejendomspriser i visse medlemsstater, som der gives udtryk for i beslutningen.**<sup>18</sup> Prisstigningerne på erhvervsjendomme synes at afvige fra de grundlæggende forhold, hvilket kunne pege i retning af en overvurdering, især i det mest attraktive segment. Endvidere vurderes det, at der for tiden er sårbarheder i boligsektoren i flere medlemslande, som kan afhjælpes med den makroprudentielle politik. Navnlig begrænsningen af risikoen for en overdreven og stigende kreditgivning og kraftigt stigende boligpriser samt en stigende gældsætning i husholdningerne er udpeget som en politisk prioritet i flertallet af de sårbare lande. Selvom makroprudentielle politikker bør være nok i de fleste sårbare lande, kan det i nogle af dem være nødvendigt at justere den makroprudentielle politik, ligesom de nationale myndigheder bør overveje yderligere politiske tiltag.

**ECB kan tilslutte sig beslutningens henvisning til opfordringen fra Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) til beslutningstagerne om at undersøge, hvorvidt der bør indføres nye makroprudentielle instrumenter for finansielle institutioner, som ikke er banker.** ESRB har fx udpeget udviklingen af makroprudentielle redskaber, der imødegår likviditetsmismatches i investeringsforeninger, og operationaliseringen af makroprudentielle gearingslofter som de vigtigste prioriteter.<sup>19</sup> ECB deltager aktivt i initiativer til at vurdere makroprudentielle redskabers rolle i forhold til ikke-banker.

<sup>18</sup> Se [Financial Stability Review](#), ECB, november 2018.

<sup>19</sup> Se Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici henstilling af 7. december 2017 om likviditets- og gearingsrisici i investeringsforeninger ([ESRB/2017/6](#)) og "[Macroprudential liquidity tools for investment funds – A preliminary discussion](#)", *Macroprudential Bulletin*, oktober 2018.

### 3 Spørgsmål i tilknytning til bankunionen og kapitalmarkedsunionen

Da det ikke var hensigten med beslutningen udelukkende at drøfte spørgsmål knyttet til ECB's tilsynsopgaver, drøftes der i punkt 16, 38, 39 og 40 flere aspekter i relation til bankunionen og kapitalmarkedsunionen (CMU).

**Kravet i beslutningen om et velfungerende, diversificeret og integreret kapitalmarked er stort set i overensstemmelse med ECB's holdning.** ECB har været stærk tilhænger af projektet om kapitalmarkedsunionen fra begyndelsen og har opfordret til, at der gøres fremskridt med at færdiggøre dagsordenen for projektet.<sup>20</sup>

**Erkendelsen i beslutningen af, at den europæiske indskudsforsikringsordning (EDIS) vil bidrage til at fremme og sikre finansiell stabilitet, og at risikodeling og risikoreduktion skal gå hånd i hånd, er helt i overensstemmelse med ECB's holdning.** ECB er stor fortaler for, at bankunionen fuldføres. Oprettelsen af en fælles bagstopper for Den Fælles Afviklingsfond både for solvens- og likviditetsstøtte og EDIS vil gøre det lettere at styrke den finansielle integration og øge bankunionens troværdighed. Det er ECB's opfattelse, at der allerede har fundet tilstrækkelig risikoreduktion sted, til at de politiske forhandlinger om EDIS kan gå i gang. Det endelige mål bør fortsat være en fuldt udbygget EDIS.

**Opfordringen til ECB om at fortsætte sine bestræbelser på at sikre, at bankerne er godt forberedte på brexit, er i overensstemmelse med ECB's holdning.** ECB har konsekvent understreget, at bankerne forventes at forberede sig på alle mulige scenarier, herunder et scenarie, hvor der ikke foreligger en aftale, og som fører til et hårdt brexit uden overgangsperiode. Bankerne har selv ansvaret for at sikre, at alle nødvendige tilladelser til at drive deres planlagte virksomhed er indhentet rettidigt.<sup>21</sup>

**For så vidt angår opfordringen til ECB om at træffe alle nødvendige forberedelser med henblik på at sikre stabiliteten på EU's finansielle markeder, herunder i tilfælde af et brexit uden en aftale, har ECB løbende overvåget den relevante udvikling og truffet forberedelser til alle mulige udfald.** Gennem hele brexit-processen har ECB vurderet risici for euroområdet økonomi og finansielle system, herunder et scenarie, hvor der ikke foreligger en aftale. ECB har også samarbejdet med Bank of England om at vurdere risiciene på området for finansielle tjenesteydelser i perioden omkring 30. marts 2019. Samarbejdet fandt sted i regi af en teknisk arbejdsgruppe under ledelse af ECB's formand og Bank of Englands direktør.<sup>22</sup> ECB kan tilslutte sig, at Europa-Kommissionen og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed har vedtaget midlertidig og betinget

<sup>20</sup> Se "[ECB contribution to the European Commission's consultation on Capital Markets Union mid-term review 2017](#)", ECB, maj 2017, og "[Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper](#)", Eurosystem, maj 2015.

<sup>21</sup> Se fx taler af formanden og næstformanden for ECB's tilsynsråd og artikler i forskellige numre af [Supervision Newsletter](#) i løbet af de seneste år.

<sup>22</sup> Se "[Statement: ECB and BoE convene joint technical working group on Brexit-related risks](#)", pressemeddelelse, ECB, 27. april 2018, og ECB's formand Mario Draghis bemærkninger på [pressekonferencen](#) 24. januar 2019.

ækvivalens for og anerkendelse af centrale modparter (CCP'er), som sikrer, at risici i forbindelse med et hårdt brexit, når det drejer sig om grænseoverskridende clearingtjenesteydelser. Disse foranstaltninger er i overensstemmelse med ECB's analyse af mulige sårbare områder i tilfælde af et brexit uden en aftale. På andre områder, som fx ikke-clearede transaktioner af derivater, der handles over-the-counter, grænseoverskridende forsikringskontrakter og videregivelse af personoplysninger, var resultaterne af ECB's analyse, at den private sektor har midler til rådighed til at begrænse risici i tilknytning til den finansielle stabilitet. Derfor har ECB fastholdt, at det primære ansvar for forberedelserne til brexit bør forblive hos markedsdeltagerne og konsekvent opfordret de finansielle institutioner til at forberede sig på alle mulige scenarier, herunder et brexit, hvor der ikke foreligger en aftale.<sup>23</sup>

**Anerkendelsen i beslutningen af behovet hos landene i euroområdet for at forfølge en fælles reguleringsstrategi for den finansielle sektor i kølvandet på brexit er i overensstemmelse med ECB's holdning.** Uanset hvilken form det nye forhold til Storbritannien tager, er det af afgørende betydning, at Den Europæiske Union ikke opgiver de fremskridt, der er gjort i løbet af krisen, når det drejer sig om at styrke den regulerings- og tilsynsmæssige ramme, samt at de lige konkurrencevilkår og det indre markeds integritet bevares. Brexit må ikke føre til et kapløb mod bunden, for så vidt angår reguleringsmæssige og tilsynsmæssige standarder. Faktisk er det af afgørende at styrke den reguleringsmæssige og tilsynsmæssige ramme for at sikre, at reglerne er ensartede, og at de håndhæves ens, samt at der udvikles et indre marked for finansielle tjenesteydelser.<sup>24</sup>

#### 4 Spørgsmål i tilknytning til markedsinfrastruktur og betalinger

Punkt 36, 44 og 45 i beslutningen berører flere forskellige aspekter af betalinger og digitale valutaer. Punkt 49 henleder opmærksomheden på euroens internationale rolle.

**For så vidt angår opfordringerne i beslutningen til ECB om at øge sin overvågning med hensyn til udviklingen af distributed ledger-teknologi (DLT) og de øgede cybersikkerhedsrisici inden for finansiell teknologi, overvåger ECB aktivt den teknologiske udvikling og dens potentielle indvirkning på centralbankfunktioner og markedsdeltagere.** På den ene side omfatter igangværende analyser konsekvenserne af finansielle formidlers og markedsinfrastrukturers senere indførelse af nye teknologier. ECB overvejer også, hvilken praksis, det er bedst at følge for teams, der tester cyberrobustheden i IT-systemer, der benytter nye finansielle teknikker. Der gennemføres desuden forsøg med DLT sammen med centralbanker i EU og med Bank of Japan i "Project Stella". Resultaterne af dette projekt blev offentliggjort i september 2017 og marts 2018, og

<sup>23</sup> For en vurdering af risiciene for den finansielle sektor i euroområdet ved et ødelæggende hårdt brexit, se [Financial Stability Review](#), ECB, november 2018.

<sup>24</sup> Se ECB's formand Mario Draghis [indledende bemærkninger](#) på ECON-høringen 28. november 2016. Se også Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 22. august 2018 om revision af den tilsynsmæssige behandling af investeringsselskaber ([CON/2018/36](#)).



der gennemføres i øjeblikket yderligere undersøgelser.<sup>25</sup> På den anden side undersøger ECB det særskilte, men relaterede spørgsmål om en ny type aktiver, kryptoaktiver, som kan anvende DLT som et middel til at undgå de forpligtelser, som ansvarlige udstedere og bogholdere typisk har, når de tilbyder og overfører digitale udtryk for værdi.

**ECB er enig i, at det er vigtigt at undersøge digitale centralbankvalutaer og potentielle grunde for centralbankerne til at udstede dem, sådan som der anmodes om i beslutningen.** Eurosystemet analyserer, hvilke konsekvenser det kunne få for den pengepolitiske transmission, betalingssystemet, kontantkredsløbet, den finansielle stabilitet og økonomien generelt, hvis der blev stillet en digital form for centralbankpenge, tænkt som et supplement til kontanter, til rådighed for borgerne i euroområdet. ECB følger andre centralbankers aktiviteter tæt og arbejder, som medlem af standardiseringsorganer som fx Udvalget om Betalings- og Markedsinfrastrukturer, sammen med andre centralbanker om at skabe en fælles forståelse af de konsekvenser og risici, som det indebærer.

**ECB ser med tilfredshed på den støtte, der gives udtryk for i beslutningen med hensyn til de fysiske penges betydning, og vil, inden for sit kompetenceområde, fortsat beskytte eurosedlernes status som lovlige betalingsmidler, som sikret ved artikel 128 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF).** Den kraftige vækst i seddelomløbet, som er steget støt – med stigningstakter, der ligger over BNP-væksten – siden de blev indført, understreger, at fysiske penge fortsat er vigtige i euroområdet.

**For så vidt angår spørgsmålet om euroens internationale rolle, som tages op i beslutningen, er ECB enig i, at færdiggørelsen af opbygningen af Den Økonomiske og Monetære Union vil gøre euroområdet mere modstandsdygtigt og vil dermed skabe et miljø, som er gunstigt for brugen af euroen.** Fuldførelsen af bankunionen og dybere og bedre forbundne europæiske kapitalmarkeder som følge af bevægelsen i retning af en europæisk kapitalmarkedsunion, vil indirekte støtte den internationale anvendelse af euroen som international valuta til investering, finansiering og betalinger.

**Den 20. marts 2019<sup>26</sup> besluttede ECB's styrelsesråd at trække sin henstilling om ændring af artikel 22 i statuten for ESCB og ECB<sup>27</sup> tilbage.** Det er ECB's opfattelse, at det udkast til ændring af artikel 22, der er resultatet af drøftelserne mellem Rådet, Europa-Parlamentet og Europa-Kommissionen, ikke længere opfylder de målsætninger, som lå til grund for ECB's henstilling. ECB er parat til at tage spørgsmålet op på et senere tidspunkt i fuldt samarbejde med de andre institutioner,

<sup>25</sup> Se "[Securities settlement systems: delivery-versus-payment in a distributed ledger environment](#)", rapport om Project Stella, ECB/Bank of Japan, marts 2018, og "[Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment](#)", rapport om Project Stella, ECB/Bank of Japan, september 2017.

<sup>26</sup> Se [brev fra formand Mario Draghi til formanden for Europa-Parlamentet](#) om tilbagetrækning af ECB's henstilling med henblik på ændring af artikel 22 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank.

<sup>27</sup> Se henstillingen vedrørende Europa-Parlamentets og Rådets afgørelse om ændring af artikel 22 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank ([ECB/2017/18](#)).

hvis der kan findes en måde at gøre det på, som ikke giver anledning til sådanne bekymringer. ECB forventer ikke, at tilbagetrækningen af henstillingen vil forhindre vedtagelsen af ændringen af forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR), som har til formål at forbedre lovgivningsrammen for CCP'er, navnlig CCP'er uden for EU. ECB kan tilslutte sig forordningens målsætning om at forbedre processen for anerkendelse af og tilsyn med af CCP'er fra tredjelande og gøre det strengere for de CCP'er, der er af afgørende systemiske betydning for EU.<sup>28</sup> ECB er parat til, inden for rammerne af sit mandat, at bidrage til dens gennemførelse.

## 5 ECB's institutionelle spørgsmål

Punkt 7, 35 og 51-54 i beslutningen omhandler flere aspekter af ECB's institutionelle opbygning og funktion.

**ECB ser med tilfredshed på beslutningens anerkendelse af forbedringerne af ECB's ansvarlighed og gennemsigtighed.** Mens traktatens bestemmelser om ansvarlighed er uændrede, er der oprettet nye rammer for ansvarlighed for at tage højde for de nye tilsynsopgaver, som er overdraget til ECB. I løbet af de seneste år har ECB og Europa-Parlamentet desuden, inden for de eksisterende rammer, øget hyppigheden af deres indbyrdes kontakt, fornyet formatet og øget fokus for deres udvekslinger som reaktion på kravet om mere kontrol med ECB's handlinger. På den ene side har dette resulteret i, at Europa-Parlamentet har gjort udvidet brug af de instrumenter for ansvarlighed, som det har til rådighed. På den anden side har ECB også en interesse i at forbedre sin praksis vedrørende ansvarlighed over for Europa-Parlamentet som led i bestræbelserne på at forklare sin politik i et mere komplekst miljø.<sup>29</sup>

**For så vidt angår opfordringen til ECB om at forbedre balancen mellem kønnene blandt ECB's personale, har ECB indført en række særlige foranstaltninger til at fremme et forskelligartet og inklusivt arbejdsmiljø.** Pr.

1. januar 2019 udgjorde kvinder 22 pct. af ECB's øverste ledelse og 29 pct. af ECB's samlede ledelse. I de seneste år har ECB indført en række yderligere foranstaltninger til at fremme et mere inklusivt arbejdsmiljø. I 2018 godkendte Direktionen yderligere foranstaltninger til at sikre, at mindst ét medlem af den øverste ledelse og mindst en tredjedel af ledelsen i bredere forstand inden for de enkelte forretningsområder skulle være kvinder, samt retningslinjer til forbedring af rekrutteringsprocessen.<sup>30</sup>

**Som svar på opfordringen til ECB om at offentliggøre hele fortjenesten genereret af Eurosystemet gennem programmet vedrørende værdipapirmarkeder (SMP) oplyses dataene hermed.** Eurosystemets samlede

<sup>28</sup> Se Den Europæiske Centralbanks udtalelse om et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 og forordning (EU) nr. 648/2012 (CON/2017/39).

<sup>29</sup> Se "The evolution of the ECB's accountability practices during the crisis", *Economic Bulletin*, 5. udgave, ECB, 2018.

<sup>30</sup> Se "ECB releases progress on gender targets", pressemeddelelse, ECB, 8. marts 2018.

SMP-beholdninger fordelt efter udstederland og de dertil knyttede indtægter og forventede indtægter er angivet i tabellen nedenfor. Som der anmodes om i beslutningen, viser tabellen hele den fortjeneste, der er genereret af Eurosystemet via SMP fra 2010 og indtil programmets endelige udløb med en specifik opdeling pr. land, der har været genstand for opkøb under SMP (Irland, Grækenland, Spanien, Italien og Portugal). Det er vigtigt at minde om, at SMP blev udarbejdet med det formål at sikre dybde og likviditet i dysfunktionelle segmenter af markederne for gældsinstrumenter og at genskabe en pengepolitisk transmissionsmekanisme, som fungerer hensigtsmæssigt. Opkøbene blev således foretaget i de markedssegmenter, der blev anset for at være dysfunktionelle. APP-programmet har derimod til formål at give yderligere pengepolitisk stimulus til økonomien på et tidspunkt, hvor renterne er tæt på deres nedre grænse. Forskellen mellem disse formål afspejles også deri, at SMP blev udarbejdet til at være neutralt, for så vidt angår tilførsel af centralbanklikviditet, og finde sted via likviditetsopsugende operationer.<sup>31</sup> Endelig mindes der om, at SMP ophørte efter Styrelsesrådets beslutning af 6. september 2012 om direkte monetære transaktioner (OMT), og at Eurosystemets OMT'er på de sekundære obligationsmarkeder havde til formål at bevare en hensigtsmæssig pengepolitisk transmission og bevare ensartetheden i pengepolitikken.<sup>32</sup> For så vidt angår anmodningen om at offentliggøre nettorenteindtægterne fra obligationsbeholdningerne i porteføljer under aftalen om finansielle nettoaktiver, har ECB allerede bemærket, at dette er et nationalt anliggende, som falder uden for ECB's kompetenceområde, og at det er de nationale centralbanker, der bør kontaktes, hvis man ønsker yderligere oplysninger om dette emne.<sup>33</sup>

#### Eurosystemets samlede SMP-beholdninger fordelt efter udstederland og dertil knyttede indtægter og forventede indtægter

(mia. euro)

Udstederland	Nominelt beløb pr. 31. december 2018	Bøgført værdi pr. 31. december 2018	Indtægter fra 2010 til 2017	Forventede indtægter fra 2018 og indtil programmets udløb
Irland	5,8	5,7	4,6	1,0
Grækenland	8,3	7,8	15,7	2,1
Spanien	14,2	14,2	9,4	2,1
Italien	40,7	40,2	24,4	5,5
Portugal	5,3	5,3	7,1	0,8
I alt	74,3	73,1	61,1	11,5

**For så vidt angår Transparency Internationals anbefalinger, som tages op i beslutningen, ser ECB med tilfredshed på dialogen med interessenter som fx Transparency International, som bidrager til at beskytte og styrke uafhængighed, gennemsigtighed, ansvarlighed og integritet.** Adskillige af de

<sup>31</sup> For at likviditetsforholdene ikke skulle blive berørt af programmet, absorberede Eurosystemet den likviditet igen, der blev stillet til rådighed via SMP ved brug af ugentlige likviditetsopsugende operationer frem til juni 2014. Den 5. juni 2014 indstillede ECB de ugentlige finjusterende operationer, som steriliserede den likviditet, der blevet tilført under programmet, og den sidste operation fandt sted 10. juni 2014.

<sup>32</sup> Se "Technical features of Outright Monetary Transactions", ECB, 6. september 2012.

<sup>33</sup> Se Mario Draghis svar af 27. november 2018 på et spørgsmål fra MEP Nikolaos Chountis.

anbefalinger, som Transparency International fremsatte i sin rapport "Two Sides of the Same Coin?" er blevet fulgt. Mandatet for ECB's revisionsudvalg er blevet revideret for at give mulighed for en yderligere diversificering af dets medlemmer, mens den fælles adfærdskodeks for højtstående embedsmænd i ECB, der har været i kraft siden januar 2019, har styrket reglerne for aktiviteter efter fratrædelse, herunder afkølingsperioder, og har indført forpligtelsen til at offentliggøre erklæringer om finansielle interesser.<sup>34</sup> For visse anbefalinger, fx om indførelse af en offentlig whistleblowerordning, er arbejdet i gang i øjeblikket. For så vidt angår ECB's rolle i finansielle støtteprogrammer for lande i euroområdet, har ECB deltaget i dem i overensstemmelse med den retlige ramme. Særlig har Europa-Kommissionen i samarbejde med ECB fået tildelt opgaverne at vurdere ansøgninger om stabilitetsstøtte, forhandle et aftalememorandum med de nærmere betingelser knyttet til den ydede finansielle støtte, og overvåge opfyldelsen af de betingelser, der er knyttet til den finansielle støtte. I tidens løb har ECB besluttet at ændre fokus for sin rolle til arbejdet med finansielle og makrokritiske spørgsmål, herunder spørgsmål med forbindelse til reformer af den finansielle sektor, makroøkonomiske fremskrivninger, overordnede finanspolitiske mål og holdbarhed samt finansieringsbehov.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Se [ECB's websted](#).

<sup>35</sup> Se Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 11. april 2018 om et forslag til en forordning om oprettelse af Den Europæiske Monetære Fond (CON/2018/20). Se også [ECON-høringen](#), der fandt sted 24. september 2018.