



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

JAARVERSLAG 2007

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

EUROPESE CENTRALE BANK

JAARVERSLAG
2007

10





EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM



JAARVERSLAG 2007

In 2008 verschijnt
in alle publicaties
van de ECB
een motief van
het bankbiljet
van €10.

© Europese Centrale Bank, 2008

Adres

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

*Alle rechten voorbehouden.
Reproductie voor educatieve en niet-
commerciële doeleinden is toegestaan,
mits de bron wordt vermeld.*

Foto's

*Martin Joppen
Walter Vorjohann*

*De afsluitingsdatum voor de in dit
Verslag voorkomende gegevens was
29 februari 2007.*

ISSN 1561-459X (papier)
ISSN 1725-2911 (internet)

INHOUD

VOORWOORD	9	3.3 Uitgifte en productie van bankbiljetten	126
HOOFDSTUK I ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID	4	4 STATISTIEKEN	130
1 MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN	18	4.1 Nieuwe of verbeterde statistieken voor het eurogebied	130
2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN	26	4.2 Overige ontwikkelingen met betrekking tot statistieken	131
2.1 Het mondiale macro-economische klimaat	26	4.3 Voorbereidingen voor de uitbreiding van het eurogebied	133
2.2 Monetaire en financiële ontwikkelingen	31	5 ECONOMISCH ONDERZOEK	134
2.3 Prijzen- en kostenontwikkelingen	59	5.1 Onderzoeksprioriteiten	134
2.4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	70	5.2 Publicaties en conferenties	135
2.5 Begrotingsontwikkelingen	77	6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN	137
2.6 Ontwikkelingen inzake wisselkoersen en betalingsbalansen	84	6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	137
3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED	90	6.2 Adviesfuncties	137
		6.3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	141
		6.4 Diensten van het Eurosysteem inzake reservebeheer	141
HOOFDSTUK 2 CENTRALE-BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN		HOOFDSTUK 3 TOETREDING VAN CYPRUS EN MALTA TOT HET EUROGEBIED	143
1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN	104	1 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN CYPRUS EN MALTA	144
1.1 Monetaire-beleidstransacties	104	2 JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE CENTRAL BANK OF CYPRUS EN DE CENTRAL BANK OF MALTA IN HET EUROSISTEEM	149
1.2 Valutatransacties	113	3 OPERATIONELE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE CENTRAL BANK OF CYPRUS EN DE CENTRAL BANK OF MALTA IN HET EUROSISTEEM	151
1.3 Investeringsactiviteiten	113	3.1 Monetaire-beleidstransacties	151
2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN	116	3.2 Bijdrage aan kapitaal, reserves en externe reserves van de ECB	152
2.1 TARGET	116	4 DE OVERGANG OP DE CHARTALE EURO IN CYPRUS EN MALTA	153
2.2 TARGET2	118		
2.3 TARGET2-Securities	120		
2.4 Afwikkelingsprocedures voor onderpand	121		
3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN	124		
3.1 De omloop van bankbiljetten en munten en de geldverwerking	124		
3.2 Vervalsing van bankbiljetten en bestrijding van valsemunterij	125		

HOOFDSTUK 4		2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES	
FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE		PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN	191
I FINANCIËLE STABILITEIT	158	HOOFDSTUK 7	
1.1 Toezicht op de financiële stabiliteit	158	EXTERNE COMMUNICATIE	
1.2 Regelingen voor financiële stabiliteit	160	I COMMUNICATIEBELEID	196
2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT	162	2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN	197
2.1 Algemeen	162	HOOFDSTUK 8	
2.2 Bankwezen	163	INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN	
2.3 Effectenwezen	164	JAARREKENING	
3 FINANCIËLE INTEGRATIE	165	I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN	
4 TOEZICHT OP DE		CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB	203
MARKTINFRASTRUCTUREN	170	1.1 Het Eurosysteem en het Europees	
4.1 Het toezicht op hoogwaardige betalingssystemen in euro en op infrastructuren	170	Stelsel van Centrale Banken	203
4.2 Retailbetalingsverkeer	174	1.2 De Raad van Bestuur	204
4.3 Systemen voor kaartbetalingen	174	1.3 De Directie	206
4.4 Effectenclearing en -afwikkeling	174	1.4 De Algemene Raad	208
HOOFDSTUK 5		1.5 Comités van het Eurosysteem/ ESCB, het Begrotingscomité, de Human Resources Conferentie en het IT-Stuurcomité van het Eurosysteem	209
EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN		1.6 Corporate governance	210
I EUROPESE AANGELEGENHEDEN	178	2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN	213
1.1 Beleidsaangelegenheden	178	2.1 Human resources	213
1.2 Institutionele aangelegenheden	179	2.2 Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB	215
1.3 Ontwikkelingen in en betrekkingen met kandidaatlanden van de EU	181	2.3 Het coördinatiebureau voor aanschaffingen door het Eurosysteem	216
2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN	182	3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB	217
2.1 De belangrijkste ontwikkelingen binnen het internationale monetaire en financiële stelsel	182	4 JAARREKENING VAN DE ECB	219
2.2 Samenwerking met landen buiten de EU	185	Managementverslag voor het jaar 2007	220
HOOFDSTUK 6		Balans per 31 december 2007	224
VERANTWOORDING		Winst- en verliesrekening over het jaar 2007	226
I VERANTWOORDING TEN OPZICHT		Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	227
VAN HET ALGEMENE PUBLIEK EN HET		Toelichting op de balans	233
EUROPEES PARLEMENT	190	Toelichting op de winst- en verliesrekening	245
		Verklaring van de onafhankelijke accountant	251

Toelichting op de verdeling van winst/ toedeling van verliezen		3	Overeenkomsten en verschillen tussen de periodes van financiële beroering in 2007 en 1998	49
5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2007	252			
BIJLAGEN	254			
DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN	258			
DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN	261	4	De invloed van basiseffecten bij de energieprijzen op de HICP-inflatie in 2007	61
OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMAATREGELEN VAN HET EUROSYSTEEM	265			
PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2007	268			
LIJST VAN TERMEN	274			
LIJST VAN KADERS				
1 Netto externe activa van de MFI's en hun invloed op de monetaire ontwikkelingen	36	5	De inflatie van de prijzen van voedingsmiddelen in het eurogebied	64
Grafiek A Netto externe activa van de MFI's en M3	37		Grafiek A Bijdragen van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen tot de HICP-inflatie op jaarbasis	64
Grafiek B Samenstelling van de kapitaalstromen van de gelddaanhoudende sector en netto externe activa van de MFI's	38		Grafiek B Prijsverloop van voedingsmiddelen en tropische dranken	64
Grafiek C Samenstelling van het effectenverkeer	38		Tabel HICP-component bewerkte voedingsmiddelen, m.u.v. tabak, in de landen van het eurogebied	65
Grafiek D Ontwikkelingen van de bruto externe activa en passiva	39	6	De daling van de werkloosheid in het eurogebied tijdens de voorbije jaren	73
2 De volatiliteit van de geldmarktrente in 2007	42		Grafiek A Werkloosheid en bbp-groei in het eurogebied	73
Grafiek A Dagelijks gerealiseerde volatiliteit van de daggeldrente	43		Tabel Werkloosheidsgraden in het eurogebied naar geslacht, leeftijdscategorie en scholing	74
Grafiek B Dagelijks gerealiseerde volatiliteit van de langerlopende depositorente	43			
Grafiek C Gerealiseerde en impliciete volatiliteit voor de driemaands geldmarktrente	45			

Grafiek B Intensiteit van de hervormingen in het eurogebied en uitsplitsing naar hervormingstype, 2000-06	75	6 Reële bbp-groei in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied	90
7 Ontwikkelingen inzake de uitgifte van overheidsschuldbewijzen en ecarts qua obligatierendementen in het eurogebied	78	7 HICP-inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied	92
Tabel A Schuldbewijzen uitgegeven door de overheden in het eurogebied	78	8 Begrotingsposities in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied	93
Tabel B Structuur van de uitstaande bedragen aan schuldbewijzen uitgegeven door de overheden in het eurogebied	79	9 Betalingsbalans van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en van het eurogebied	94
Grafiek A Uitsplitsing van de verandering in de rentebetalingen	80	10 Ontwikkelingen in ERM II	96
Grafiek B Rendementsecarts van overheidsobligaties t.o.v. Duitsland	80	11 Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten	99
Grafiek C Credit default swaps op overheidsschuld	80	12 Betalingsverkeer in TARGET	116
8 Lessen uit de begrotingservaringen van 2000-01	82	13 In 2007 toegewezen bankbiljettenproductiequota	128
Grafiek A Begrotingsontwikkelingen 1998 - 2007	83	14 Belangrijkste economische indicatoren voor Cyprus	144
Grafiek B Begrotingssaldo en de conjuncturele component	83	15 Belangrijkste economische indicatoren voor Malta	145
9 Monetaire-beleidstransacties tijdens de periode van volatiliteit op de financiële markten	106		
Grafiek Dagelijkse overreserve in de loop van een aanhoudingsperiode	107		
10 Statistische implicaties van de uitbreiding van het eurogebied met Cyprus en Malta	147		
LIJST VAN TABELLEN		LIJST VAN GRAFIEKEN	
1 Prijsontwikkelingen	58	1 ECB-rentevoeten en geldmarktrente	18
2 Arbeidskostenindicatoren	67	2 Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden	26
3 Samenstelling van de reële bbp-groei	70	3 Geografische bijdragen tot de mondiale bbp-groei	29
4 Arbeidsmarktontwikkelingen	72	4 Belangrijkste ontwikkelingen op de grondstoffenmarkten	30
5 Begrotingsposities in het eurogebied	76	5 M3 en leningen aan de particuliere sector	31
		6 Belangrijkste componenten van M3	32
		7 MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en een geldmarktrente	32
		8 Sectorale uitsplitsing van M3-deposito's	33
		9 Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied	34
		10 Geldmarktrente	41
		11 Driemaands EUREPO, EURIBOR en overnight renteswaps	41
		12 Rendementen op langlopende overheidsobligaties	45

13	Huidige en toekomstige "break even"-inflatie in het eurogebied	46	35	Uitvoervolume van het eurogebied naar specifieke handelspartners	86
14	Belangrijkste aandelenkoersindices	48	36	Directe investeringen en effectenverkeer in het eurogebied	87
15	Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten	48	37	Netto internationale investeringspositie	88
16	MFI-leningen aan huishoudens	53	38	Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van de niet tot het ERM II behorende EU-valuta's	97
17	Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen	53	39	Kredietverlening aan de particuliere sector in 2007	98
18	Schuld en rentelasten van de huishoudens	54	40	EONIA-ecart	104
19	Reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	55	41	Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2007	105
20	Winratio's van genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	56	42	Beleenbaar onderpand naar de verschillende types van activa	110
21	Uitsplitsing van de reële jaarlijkse groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen	56	43	Voor krediettransacties van het Eurosysteem ingezet onderpand versus uitstaand krediet in monetaire-beleidstransacties	111
22	Financieringskloof van niet-financiële ondernemingen en voornaamste componenten daarvan	57	44	Uitsplitsing van als onderpand gebruikte activa (met inbegrip van kredietvorderingen) naar type van activum	111
23	Schuldratio's van niet-financiële ondernemingen	58	45	Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2007	124
24	Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten	59	46	Totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2007	124
25	Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie	60	47	Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2007	125
26	Uitsplitsing industriële producentenprijzen	66	48	Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten in de periode 2002-2007	125
27	Sectorale loonsom per werknemer	67	49	Uitsplitsing vervalsingen naar coupure	126
28	Beloop van de huizenprijzen in het eurogebied	68			
29	Kwalitatieve gevoelsinflatie en inflatieverwachtingen van de consumenten in het eurogebied	68			
30	Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis	69			
31	Vertrouwensindicatoren	71			
32	Werkloosheid	72			
33	Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro	85			
34	Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan	86			

AFKORTINGEN

LANDEN

BE	België
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
GR	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LV	Letland
LT	Litouwen
LU	Luxemburg
HU	Hongarije
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PL	Polen
PT	Portugal
RO	Roemenië
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
JP	Japan
US	Verenigde Staten

OVERIGE

bbp	bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (5e editie)
c.i.f.	c.i.f. aan de grens van het importerende land
CPI	consumptieprijsindex
ECB	Europese Centrale Bank
EER	Europese Economische Ruimte
EMI	Europees Monetair Instituut
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR95	Europees systeem van rekeningen 1995
EU	Europese Unie
EUR	euro
EWK	effectieve wisselkoers
f.o.b.	free on board aan de grens van het exporterende land
HICP	geharmoniseerde consumptieprijsindex
IAO	Internationale Arbeidsorganisatie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
MFI	monetaire financiële instelling
NCB	nationale centrale bank
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PPI	Producentenprijsindex
ULCM	arbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie

Conform het binnen de Gemeenschap bestaande gebruik worden de EU-lidstaten in dit verslag gerangschikt in alfabetische volgorde van de namen in de nationale talen.

VOORWOORD



Een andere belangrijke gebeurtenis in 2007 was de ondertekening door de staatshoofden en regeringsleiders van het nieuwe Verdrag van Lissabon op 13 december. Dit Verdrag bevindt zich nu in de fase van bekrachtiging door alle 27 lidstaten met het oog op inwerkingtreding per 1 januari 2009. De ECB is verheugd dat het nieuwe Verdrag bepaalt dat prijsstabiliteit een doelstelling van de EU is en dat het de Economische en Monetaire Unie (EMU), met de euro als munt, tot doelstelling van de EU maakt. De ECB wordt een instelling van de Unie en het nieuwe Verdrag bevestigt de onafhankelijkheid van de ECB, het ESCB en de nationale centrale banken, evenals de rechtspersoonlijkheid, de regelgevende bevoegdheden en de financiële onafhankelijkheid van de ECB. De ECB is van oordeel dat het nieuwe Verdrag de huidige structuur van de EMU bevestigt en ziet uit naar de succesvolle afronding van het bekrachtigingsproces.

Terugkijkend op de gebeurtenissen van het afgelopen jaar springt de derde uitbreiding van het eurogebied sinds zijn totstandbrenging in 1999 eruit als een belangrijke gebeurtenis. Op 1 januari 2008 zijn Cyprus en Malta als 14^e en 15^e EU-lidstaat op de euro overgegaan en zijn hun nationale centrale banken (NCB's) toegetreden tot het Eurosysteem, waarmee een in 2007 genomen besluit ten uitvoer is gelegd. Griekenland (in 2001) en Slovenië (in 2007) waren hun voorgaand. Ik heet de burgers van Cyprus en Malta van harte welkom. De goede economische prestaties van Cyprus en Malta, dankzij de op stabiliteit georiënteerde macro-economische beleidsmaatregelen die in de afgelopen jaren ten uitvoer zijn gelegd, hebben deze twee landen in staat gesteld de euro als hun munt in te voeren. De overgang op de euro is in beide landen soepel en efficiënt verlopen. Nu zij de euro hebben ingevoerd, is de belangrijkste taak waarvoor beide landen staan te zorgen voor passend nationaal economisch beleid dat een hoge mate van duurzame convergentie garandeert.

In 2007 bedroeg de HICP-inflatie op jaarbasis in het eurogebied 2,1%, tegen 2,2% in 2006. Hoewel dit hoger is dan de definitie van prijsstabiliteit van de ECB, namelijk “onder, maar dicht bij 2%”, bleef het monetaire beleid van de ECB niettemin de inflatieverwachtingen voor de middellange en lange termijn stevig verankeren op niveaus die globaal in overeenstemming waren met prijsstabiliteit, ondanks een economisch klimaat dat werd gekenmerkt door aanzienlijke opwaartse druk op de prijzen. Deze vloeide voornamelijk voort uit gestegen prijzen van grondstoffen, met name energie en – vooral in het vierde kwartaal – voedingsmiddelen, alsmede, binnen het eurogebied, uit de impact van gestegen indirecte belastingen, capaciteitsbeperkingen in de context van een groeiende economie en verkrappende arbeidsmarkten. De aanhoudende verankering van inflatieverwachtingen voor de middellange en langere termijn in 2007 straalt derhalve gunstig af op de geloofwaardigheid van de ECB bij het bewerkstelligen van prijsstabiliteit op de middellange termijn, zoals haar mandaat voorschrijft. Een dergelijke verankering is een onmisbare voorwaarde voor goed werkende markten, duurzame groei en het scheppen van

arbeidsplaatsen in het eurogebied, en heeft voor de Raad van Bestuur de hoogste prioriteit.

Gedurende 2007 waren de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn duidelijk van opwaartse aard. De risico's behelsden mogelijke aanvullende stijgingen van de olie- en de landbouwprijzen en potentieel onvoorziene verhogingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen. Op fundamenteel vlak speelden substantiële risico's van een toenemend prijszettingsvermogen van bedrijven, met name in marktsegmenten met geringe concurrentie, en van een sterkere dan verwachte loondynamiek, wat dreigende tweede-ronde-effecten, voortkomend uit tijdelijk verhoogde inflatiecijfers, op de loon- en prijsvorming impliceerde. Om te waarborgen dat prijsstabiliteit op de middellange termijn werd gehandhaafd, heeft de Raad van Bestuur de loononderhandelingen en prijsvorming in het eurogebied bijzonder aandachtig gevolgd.

De economische bedrijvigheid in het eurogebied bleef in 2007 in een solide tempo groeien, met een reële bbp-groei op jaarbasis van 2,6%, ondanks volatiele energieprijzen en een klimaat van verhoogde onzekerheid als gevolg van de onrust in de financiële markten in de tweede helft van het jaar. Terwijl de uitvoer uit het eurogebied nog steeds profiteerde van sterke, maar matigende mondiale economische groei, bleef de binnenlandse vraag – met name de investeringen in vaste activa – de belangrijkste motor van de expansie van de economische bedrijvigheid. Tijdens de eerste helft van 2007 werd de krachtige investeringsgroei ondersteund door gunstige financieringscondities, hoge bedrijfswinsten en verder toenemende efficiëntie bij bedrijven. In de tweede helft van 2007 werd de situatie in de reële economie deels vertroebeld door de verhoogde financiële onzekerheid en sloeg het risico voor het basisscenario van de groei in het eurogebied om naar neerwaarts.

Een toetsing aan de monetaire analyse bevestigde de beoordeling van de Raad van Bestuur dat de risico's voor de prijsstabiliteit op

de middellange tot langere termijn nog steeds duidelijk van opwaartse aard waren. Een breed gefundeerde beoordeling van de beschikbare gegevens bevestigde dat het onderliggende groeitempo van de geld- en kredietverlening zeer krachtig was. In de tweede helft van 2007 bleef de invloed van de financiële onrust op de onderliggende dynamiek van de ruime monetaire en kredietexpansie beperkt. Dat werd met name onderstreept door de aanhoudende groei van de kredietverlening door banken aan de binnenlandse particuliere sector, vooral aan niet-financiële ondernemingen, wat erop wijst dat de kredietverlening niet aanzienlijk had geleden. De Raad van Bestuur besteedde gedurende deze periode bijzondere aandacht aan de monetaire ontwikkelingen.

Om de overheersende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn in te perken, verhoogde de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB zowel in maart als in juni 2007 met 25 basispunten. Als gevolg daarvan steeg de minimale inschrijvingsrente voor de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem van 3,50% aan het einde van 2006 tot 4,00% in juni 2007. In de tweede helft van het jaar besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB onveranderd te laten. Mede in verband met de ongewoon grote onzekerheid over de impact van de financiële onrust op de reële economie achtte de Raad van Bestuur het noodzakelijk aanvullende gegevens te vergaren en te evalueren, en de ontwikkelingen in de financiële markten bijzonder nauwlettend te volgen alvorens nadere conclusies te trekken voor het monetair beleid. Tegelijkertijd bevestigde de Raad van Bestuur dat hij permanent gereed staat al het nodige te doen om te waarborgen dat opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zich niet zouden concretiseren en de inflatieverwachtingen voor de lange termijn stevig verankerd zouden blijven.

In 2007 werd verdere vooruitgang geboekt bij de begrotingsconsolidatie overeenkomstig de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's: het gemiddelde begrotingstekort voor het eurogebied

nam af tot 0,8% van het bbp, vergeleken met 1,5% in 2006. Voor 2008 wordt echter al een hernieuwde stijging van dit tekort geprojecteerd, in een stadium waarin veel landen nog steeds geen solide begrotingspositie hebben bereikt. Dit impliceert een risico dat sommige landen niet zullen voldoen aan de bepalingen van het preventieve gedeelte van het Pact voor Stabiliteit en Groei. Om de geloofwaardigheid van het Pact niet te ondermijnen, dienen deze landen te streven naar veel ambitieuzere beleidsmaatregelen en hun structurele positie in een tempo van 0,5% bbp per jaar te verbeteren, zoals vereist door het Pact. Het is van cruciaal belang dat alle landen hun toezeggingen gestand doen en ernaar streven hun middellangetermijndoelstelling van een solide begrotingspositie uiterlijk in 2010 te behalen, zoals tijdens de bijeenkomst van de Eurogroep van april 2007 in Berlijn werd overeengekomen en aangekondigd. Discretionaire versoepelingen van het begrotingsbeleid zouden beslist niet op hun plaats zijn. Integendeel, de automatische stabilisatoren vrij hun werk laten doen in landen met een solide begrotingspositie en de houdbaarheid van overheidsfinanciën op de lange termijn waarborgen zijn de beste bijdragen die begrotingsbeleid kan leveren aan macro-economische stabiliteit.

Wat structurele hervormingen betreft, zijn de recente verworvenheden in het kader van de Lissabon-strategie bemoedigend. Structurele hervormingen en loonmatiging in de afgelopen jaren hebben geleid tot een aanzienlijke stijging van de werkgelegenheid in het eurogebied van rond 15,8 miljoen personen in de negen jaar sinds het begin van de derde fase van de EMU, vergeleken met een toename van rond 4,5 miljoen in dezelfde groep landen in de negen jaar voor 1999. De werkloosheid in het eurogebied bleef daarnaast dalen, van 8,3% in 2006 tot 7,4% in 2007, een niveau dat in 25 jaar niet meer is voorgekomen. Zelfgenoegzaamheid is echter niet op zijn plaats. In veel landen is de werkloosheid nog steeds hoog en de arbeidsparticipatie naar internationale maatstaven laag. Bovendien is de productiviteitsgroei in het eurogebied nog steeds zwak, waardoor de mogelijkheden voor loonstijgingen beperkt zijn. Het is derhalve

van belang dat regeringen de dynamiek behouden en hun hervormingsinspanningen intensiveren om de resterende belemmeringen voor de schepping van werkgelegenheid en voor productiviteitsgroei weg te nemen. Bovenal zijn beter onderwijs en levenslang leren noodzakelijk. Daardoor neemt immers de inzetbaarheid van werkenden toe, verbeteren de vooruitzichten voor werkgelegenheid en neemt de innovatie toe. Ook om concurrentie en flexibiliteit te versterken en de werking van arbeids-, producten- en dienstenmarkten te verbeteren zijn aanhoudende inspanningen vereist. Met name versterking van de concurrentie in de dienstensector en onder nutsbedrijven, alsook adequate maatregelen in de landbouwmarkt van de EU zouden productiviteitsgroei en prijsstabiliteit in het eurogebied ondersteunen.

De financiële markten maakten in 2007 een uiterst moeilijke periode door. Vanaf augustus werden de euromarkten opgeschud door een zeer aanzienlijke correctie in de mondiale markt, met perioden van acute turbulentie en een hoge volatiliteit. Het opdrogen van de liquiditeit in de euromarkt op 9 augustus bracht de ECB ertoe €95 miljard extra te verschaffen tegen haar basistarief van 4,00% en met een looptijd tot de volgende morgen. In de daaropvolgende dagen voerde de ECB verdere vergelijkbare transacties uit tegen afnemende bedragen. In de weken en maanden daarna voerde de ECB ook aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties en “fine-tuning”-transacties uit. Zij verschaftte ook dollarliquiditeit parallel met de Term Auction Facility van de Federal Reserve Bank van New York. Aan het einde van het jaar nam de ECB speciale liquiditeitsmaatregelen om aan de specifieke behoeften van het bankwezen tegemoet te komen.

Als gevolg van de transacties van de ECB keerde de daggeldrente terug naar de stabiele niveaus rond de basisrente die de Raad van Bestuur had vastgesteld en voor aanvang van de onrust gangbaar was. Bij langere looptijden houden de spanningen in de geldmarkt echter aan.

De correctie in de financiële markten vormde de aanzet tot een substantiële herwaardering van risico's door marktdeelnemers. De ECB en de andere banken van het Eurosysteem hadden bij verschillende gelegenheden, met name in het Financial Stability Review, gewaarschuwd dat de situatie gekenmerkt werd door een te lage risicowaardering. Hoewel de huidige, significante marktcorrectie nog niet voorbij is, kunnen al enkele voorlopige lessen worden getrokken, waaronder: i) banken moeten hun risicobeheersystemen verbeteren; ii) de voor- en nadelen van het zogenoemde originate-to-distribute-model (OTD-model), dat is ontwikkeld voor aanvang van de correctie, moeten worden geëvalueerd; iii) de transparantie van alle marktdeelnemers moet worden vergroot; iv) de algehele rol van kredietratingbureaus moet worden geëvalueerd; en v) toezichthouders moeten het nieuwe Bazel II-solvabiliteitskader zo snel en doelmatig mogelijk invoeren en mogelijke verbeteringen van de beoordeling van liquiditeitsrisico's in overweging nemen.

Het financiële stelsel van het eurogebied is in 2007 veerkrachtig gebleven, maar in de tweede helft van het jaar werd zijn schokabsorberend vermogen zwaar op de proef gesteld. Afgezien van de mogelijke consequenties van de turbulentie in de kredietmarkt houden toekomstige risico's voor het bankwezen in het eurogebied voornamelijk verband met de mogelijkheid van ongunstige ontwikkelingen in de kredietcyclus, met negatieve implicaties voor de kwaliteit van de bankactiva en de kosten van waardevermindering van leningen. Daarnaast vormt de mogelijkheid van een wanordelijke correctie van mondiale onevenwichtigheden nog steeds een bron van risico's voor de mondiale financiële stabiliteit op de middellange termijn.

Gedurende 2007 heeft de ECB, net als voorheen, actief bijgedragen tot het proces van financiële integratie in Europa. De ECB heeft de vorderingen op dit terrein gevolgd en advies verstrekt over relevante wet- en regelgeving,

maar ook haar rol als katalysator van activiteiten in de particuliere sector bevestigd, met name door haar blijvende krachtige ondersteuning van het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied. Het Eurosysteem onderhield een constante dialoog met banken en andere belanghebbenden en intensiveerde de coördinatie van werkzaamheden met de Europese Commissie. Het steunde de totstandkoming van de Richtlijn betreffende betalingsdiensten, die door de Raad van de Europese Unie op 15 oktober 2007 werd vastgesteld.

Daarnaast is op 19 november 2007 TARGET2 van start gegaan. Op die dag zijn de transacties van een eerste groep van acht landen naar het gemeenschappelijke platform gemigreerd. Een tweede groep van zeven landen migreerde op 18 februari van dit jaar en de derde groep zal op 19 mei overstappen. Met het oog op het ten volle benutten van de mogelijkheden van TARGET2 zette het Eurosysteem het onderzoek voort naar de mogelijkheden van een nieuwe dienst, TARGET2-Effecten (T2S) genoemd, die een gemeenschappelijke technische infrastructuur voor de afwikkeling in euro van effectentransacties in centralebankgeld door centrale effectenbewaarinstellingen zou bieden en zowel effecten- als contantverrekeningen op één technisch platform zou verwerken. Met T2S zou er geen verschil zijn tussen de afwikkeling van binnenlandse en grensoverschrijdende transacties binnen het eurogebied. T2S zou derhalve moeten bijdragen tot de integratie en harmonisatie van Europese financiële diensten post-transactie en zou concurrentie moeten bevorderen door gelijke, goedkopere en geharmoniseerde toegang tot afwikkelingsdiensten binnen de Europese financiële markt te verlenen.

Het totale aantal begrote formatieplaatsen voor 2007 bedroeg 1.348 fte's, vergeleken met 1.343 fte's voor 2006. Na de introductie van algemene beginselen voor mobiliteit in 2006, waarin medewerkers worden aangemoedigd om de vijf jaar van functie te wisselen, heeft de idee van

interne mobiliteit voet aan de grond gekregen. In totaal zijn in 2007 152 medewerkers, onder wie 31 leidinggevenden en adviseurs, intern van functie gewisseld, hetzij op tijdelijke basis hetzij op lange termijn.

Behalve op het bevorderen van mobiliteit richtte de HR-strategie zich op het ontwikkelen van de leiderschapskwaliteiten binnen de ECB en met name op het versterken van leidinggevende vaardigheden door training en individuele coaching. Het voortdurend eigen maken en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid door alle medewerkers blijft een hoeksteen van de HR-strategie van de ECB. Medewerkers hebben niet alleen gebruik gemaakt van talloze interne trainingsmogelijkheden, maar ook van externe trainingsmogelijkheden om in individuele trainingsbehoeften van technisch aard te voorzien.

De activiteiten van de Human Resources Conferentie, die in 2005 is opgericht met het doel de samenwerking en teamgeest tussen de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van HR-management te bevorderen, omvatten in 2007 verschillende aspecten van training en ontwikkeling van medewerkers, waaronder mogelijkheden voor ESCB-trainingsactiviteiten en de ontwikkeling van maatregelen om de mobiliteit binnen het ESCB te verhogen.

In 2007 werd de gedetailleerde planning voor het nieuwe kantoorgebouw van de ECB afgerond. Medio juli is in het Publicatieblad van de Europese Unie een aankondiging van een aanbesteding gepubliceerd voor de selectie van een aannemer belast met de constructie van het gebouw dat de ECB in de toekomst zal betrekken. Nadat begin oktober de blikken van belangstelling waren ontvangen, heeft de ECB enkele bedrijven geselecteerd en deze uitgenodigd een offerte in te dienen. Uiterlijk oktober 2008 zal de ECB een bedrijf selecteren. De vorderingen van het project zijn in

overeenstemming met de kalender en het budget die door de Raad van Bestuur zijn goedgekeurd.

In 2007 boekte de ECB een overschot van €286 miljoen, vergeleken met een overschot van €1.379 miljoen in 2006. Net als in 2006 werd een bedrag gelijk aan het overschot gereserveerd in een voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's, waardoor de nettowinst nul was. De voorziening zal worden gebruikt ter dekking van verliezen die voortvloeien uit deze risico's, met name waarderingsverliezen die niet worden gedekt door de herwaarderingsrekeningen. De omvang van de voorziening zal jaarlijks worden herzien.

Frankfurt am Main, maart 2008



Jean-Claude Trichet



HOOFDSTUK I

**ECONOMISCHE
ONTWIKKELINGEN
EN MONETAIR BELEID**

I MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN¹

In 2007 legde de ECB haar monetaire beleid ten uitvoer tegen de achtergrond van een gezonde economische groei en een krachtige expansie van de geldhoeveelheid en de kredietverlening in het eurogebied. Het hele jaar lang bleven de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn duidelijk opwaarts gericht, zoals bleek uit de reguliere economische en monetaire analyses van de Raad van Bestuur. Teneinde die risico's onder controle te houden, bleef de Raad van Bestuur zijn monetaire-beleidsoriëntatie aanpassen en trok hij in maart en in juni de voornaamste rentetarieven van de ECB met in totaal 50 basispunten op. Dientengevolge steeg de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem in juni 2007 tot 4,00%.

Nadat begin augustus 2007 op de financiële markten beroering was ontstaan en de volatiliteit er was toegenomen, een en ander als gevolg van een verslechtering op de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt en de herinschatting van de risico's, werden de vooruitzichten voor de economische activiteit in het eurogebied overschaduwed door een ongevoel grote

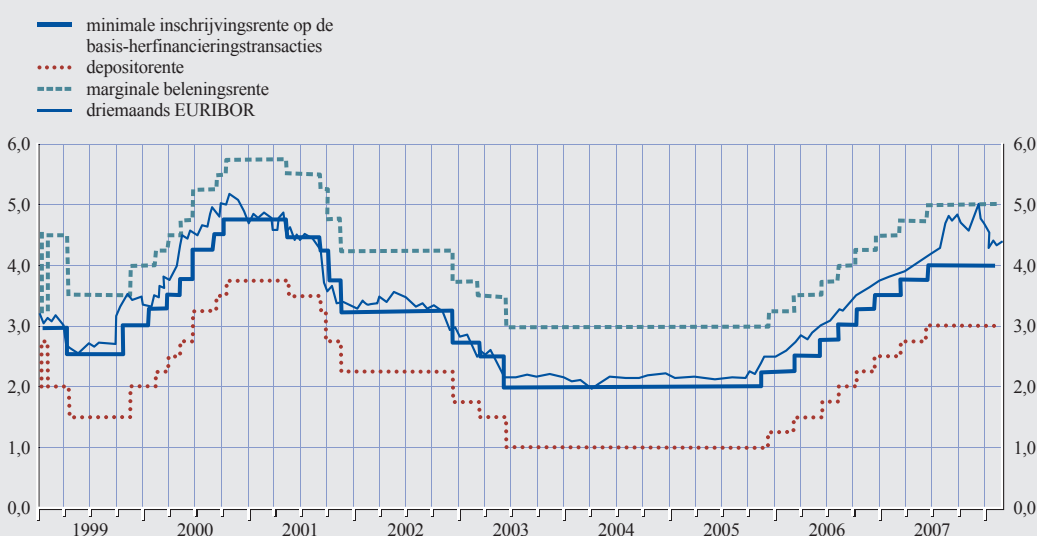
onzekerheid. Ondanks de bevestiging van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn, diende tegen deze achtergrond van toegenomen onzekerheid extra informatie te worden ingewonnen en geanalyseerd vooraleer conclusies te trekken aangaande het monetaire beleid. Derhalve liet de Raad van Bestuur de voornaamste rentetarieven van de ECB in de tweede helft van het jaar ongewijzigd (zie Grafiek 1).

De gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie beliep in 2007 2,1%, tegen 2,2% in 2006. In de loop van het jaar liet de totale inflatie aanzienlijke schommelingen optekenen, voornamelijk als gevolg van het verloop van de energieprijzen. Tot het derde kwartaal van 2007 spoorde de jaarlijkse HICP-inflatie met de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit (d.i. onder, maar

¹ Alle gegevens betreffende de reële bbb-groei en de HICP-inflatie zijn herziene cijfers zoals die beschikbaar waren op de afsluitingsdatum van dit verslag (29 februari 2008). Het gebruik van bijgewerkte, herziene gegevens liever dan "real time"-gegevens die beschikbaar waren op het ogenblik dat de monetaire-beleidsbeslissingen werden genomen, verandert niets aan de redenering die werd gevolgd bij de in dit deel voorgestelde monetaire-beleidsoverwegingen en -beslissingen.

Grafiek 1 ECB-rentevoeten en geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: De rente op basisherfinancieringstransacties betreft de rente op vaste-rentetenders voor transacties afgewikkeld vóór 28 juni 2000. Nadien stemt ze overeen met de voor variabele-rentetenders geldende minimale inschrijvingsrente.

dicht bij 2% op de middellange termijn), deels als gevolg van de positieve basiseffecten van het beloop van de energieprijzen een jaar eerder. Naar het einde van het jaar toe, daarentegen, ging de jaarlijkse inflatie scherp stijgen, tot ruim boven de 2%. Die toename was voornamelijk toe te schrijven aan de forse verhogingen van de internationale olie- en voedselprijzen tijdens de tweede helft van 2007, waaraan nog kracht werd bijgezet door de ongunstige basiseffecten van de daling van de energieprijzen tijdens het laatste kwartaal van 2006. Terzelfder tijd bleven de loonontwikkelingen gedurende heel 2007 vrij gematigd, ondanks de robuuste economische groei, de opduikende capaciteitsbeperkingen en de krapper wordende arbeidsmarkt. Terwijl de inflatieverwachtingen voor de langere termijn, zoals die naar voren kwamen uit enquêtes, verankerd bleven op niveaus die strookten met prijsstabiliteit, gaf de “break-even”-inflatie die wordt afgeleid uit de obligatierendementen, die een premie voor het inflatierisico bevatten, een lichte stijging te zien. Doorgaans bleven de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn duidelijk opwaarts gericht. Die risico's omvatten: potentiële supplementaire prijsstijgingen voor olie en landbouwproducten; onvoorziene verhogingen van de door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen; en de mogelijkheid van een toegenomen prijszettingsvermogen van de ondernemingen, vooral in de voor concurrentie afgeschermdde sectoren. Meer fundamenteel hield het mogelijke ontstaan van een sterker dan verwachte loondynamiek en, in het bijzonder, van tweede-ronde-effecten bij de loon- en prijsvorming als gevolg van de hogere grondstoffenprijzen en de hoge totale inflatie, aanzienlijke opwaartse risico's in voor de prijsstabiliteit.

De economische groei in het eurogebied bleef in 2007 stevig aantrekken. Terwijl de uitvoer van het eurogebied profijt bleef trekken van de krachtige, hoewel matigende, mondiale groei, bleek de binnenlandse vraag de belangrijkste stuwende kracht achter de aanhoudende expansie. De investeringen bleven het hele jaar lang dynamisch dankzij de gunstige

financieringsvoorwaarden (vooral tijdens de eerste helft van het jaar), de hoge bedrijfswinsten en de gestaag verbeterende bedrijfsefficiëntie als gevolg van de over een lange periode gespreide herstructureringen in de bedrijfssector. Ook de consumptie bleef bijdragen tot de economische expansie in het eurogebied. Zij werd geschraagd door het verloop van het reële beschikbare inkomen aangezien de situatie op de arbeidsmarkt verder verbeterde. Tegen de achtergrond van de financiële beroering die begin augustus 2007 ontstond, werden de vooruitzichten voor de economische activiteit onzekerder en namen de neerwaartse risico's voor de groei toe. Niettemin bleven de economische fundamentals van het eurogebied gezond: een aanhoudend sterke winstgevendheid van de bedrijven, een stevige financiële positie van de huishoudens, een krachtige groei van de werkgelegenheid en een werkloosheidsgraad die terugliep van 8,2% in 2006 tot 7,4% in 2007, wat het laagste peil was van de afgelopen vijftientig jaar. Ondanks de uitdagingen waarmee men zich geconfronteerd wist als gevolg van de volatiele energieprijzen en de financiële onrust, groeide het reële bbp in het eurogebied in 2007, over het geheel genomen, met 2,6% op jaarbasis. Terwijl de risico's voor de economische groei op de korte termijn gedurende het grootste deel van het jaar vrijwel in evenwicht waren, bleven de risico's voor de langere termijn neerwaarts gericht. Die risico's hadden vooral te maken met externe ontwikkelingen, met name mogelijke verdere stijgingen van de olie- en andere grondstoffenprijzen, mondiale evenwichtsverstoringen en potentiële protectionistische druk. Na het ontstaan van de financiële beroering namen de neerwaartse risico's voor de groei toe, gelet op het potentiële effect dat de herwaardering van de risico's op de financiële markten sorteerde op de financieringsvoorwaarden, het economische sentiment en de mondiale context.

Een onderlinge toetsing van de resultaten van de economische analyse aan die van de monetaire analyse bevestigde dat, op de middellange tot langere termijn, de risico's voor de prijsstabiliteit opwaarts gericht bleven. De geldhoeveelheid

en de kredietverlening bleven in 2007 fors groeien. Hoewel enkele tijdelijke factoren (zoals de afvlakking van de rendementscurve en, later in het jaar, de financiële beroering en specifieke transacties die het gevolg waren van de herstructurering van bepaalde bankconcerns), het verloop van het ruime monetaire aggregaat M3 beïnvloedden, bevestigde een breed gebaseerde beoordeling van de gegevens de robuustheid van het onderliggende groeitempo van de geldhoeveelheid en de kredietverlening, zoals werd onderstreept door met name de aanhoudende groei van de kredietverlening aan de particuliere sector. Derhalve besteedde de Raad van Bestuur bijzondere aandacht aan de monetaire ontwikkelingen, ook teneinde een beter inzicht te verwerven in de wijze waarop de financiële instellingen, de huishoudens en de bedrijven op de kortere termijn reageerden op de financiële marktberoering tijdens de tweede helft van 2007.

In het licht van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, zoals die bleken uit zowel de economische als de monetaire analyse van de Raad van Bestuur, besloot deze laatste in maart en in juni 2007 de basisrentetarieven van de ECB met telkens 25 basispunten op te trekken. Na het ontstaan van de financiële beroering begin augustus 2007, waren de vooruitzichten voor de economische activiteit in het eurogebied met meer onzekerheid omgeven dan gewoonlijk het geval is, een en ander in het licht van de toegenomen volatiliteit en de herinschatting van de risico's op de financiële markten. Tegen die achtergrond, en ondanks de overtuiging dat de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn duidelijk opwaarts gericht bleven, oordeelde de Raad van Bestuur dat het nuttig was extra informatie in te winnen en de binnenkomende gegevens nauwgezet te onderzoeken vooraleer verdere monetaire-beleidsbeslissingen te nemen. Derhalve liet de Raad van Bestuur, terdege rekening houdend met de toegenomen onzekerheid, de basisrentetarieven van de ECB tijdens de tweede helft van het jaar ongewijzigd.

In zijn communicatie met de financiële-marktdeelnemers en het grote publiek,

beklemtoonde de Raad van Bestuur dat hij alle ontwikkelingen van zeer nabij zou volgen, vooral die op de financiële markten. Bovendien verklaarde de Raad van Bestuur zich bereid de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit tegen te gaan door krachtig en tijdig op te treden teneinde te voorkomen dat op de middellange termijn tweede-ronde-effecten zouden ontstaan in de loon- en prijsvorming. Dit zou ervoor zorgen dat de inflatieverwachtingen voor de middellange tot lange termijn stevig verankerd blijven op een niveau in overeenstemming met prijsstabiliteit. Conform het mandaat van de Raad van Bestuur is een dergelijke verankering een essentiële voorwaarde voor goed functionerende markten, een gestage economische groei en jobcreatie.

VERDERE AANPASSING VAN DE MONETAIRE-BELEIDSKOERS IN DE EERSTE HELFT VAN 2007

Aan het begin van het jaar schraagde de binnenkomende informatie nog steeds de beweegredenen die ten grondslag lagen aan de in 2006 ten uitvoer gelegde renteverhogingen. De nieuwe cijfers waren meer bepaald een duidelijk bewijs dat de risico's voor de prijsstabiliteit opwaarts gericht bleven, terwijl de economische activiteit in het eurogebied krachtig bleef groeien.

Met een kwartaal-op-kwartaal stijging van 0,8% in het vierde kwartaal van 2006 overtrof de reële bbp-groei van het eurogebied de verwachtingen. De binnenlandse vraag en de uitvoer bleken de stuwende krachten achter de groei te zijn, die erop wezen dat de economische expansie zich steeds meer op eigen kracht voortzette. Daarnaast ondersteunden de beschikbare vertrouwensindicatoren nog steeds de opvatting van de Raad van Bestuur volgens welke de krachtige economische groeidynamek tot begin 2007 had standgehouden. Bovendien bleven de vooruitzichten voor de economische activiteit op de middellange termijn gunstig. Alle voorwaarden waren aanwezig opdat de economie van het eurogebied in een gestaag tempo zou groeien, gelet op de robuuste internationale groei en de dynamische investeringstoename in het eurogebied tegen de achtergrond van de verbeterende situatie

op de arbeidsmarkt. In de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2007 werden de verwachte marges voor de economische groei opwaarts herzien ten opzichte van de marges in de van december 2006 daterende projecties die waren samengesteld door medewerkers van het Eurosysteem, wat in hoge mate de aanhoudende dynamiek weerspiegelde van de reële bbp-groei in de tweede helft van 2006 alsook de lagere energieprijzen, waarvan werd beweerd – indien deze ontwikkelingen aanhielden – dat ze een positieve impact hadden op het reële beschikbare inkomen. Voorspeld werd dat de gemiddelde jaarlijkse reële bbp-groei in 2007 tussen 2,1% en 2,9% zou schommelen, en in 2008 tussen 1,9% en 2,9%.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, bleef de jaarlijkse HICP-inflatie aan het begin van het jaar op 1,9%, wat in overeenstemming was met de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit. De daling van de totale inflatie sedert de zomer van 2006 was voornamelijk toe te schrijven aan de lagere energieprijzen. Bij de evaluatie van de vooruitzichten voor het prijsverloop, beklemtoonde de Raad van Bestuur dat het belangrijk was een standpunt op de middellange termijn in te nemen en verder vooruit te blikken dan de mogelijke volatiliteit van de inflatiecijfers in de loop van 2007. In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2007, lag de bovengrens van de voor 2007 voor de inflatie in het vooruitzicht gestelde marge ietwat lager dan in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van december 2006, voornamelijk vanwege de aanzienlijke daling van de olieprijsen. De voorspelde marge voor de inflatie in 2008, daarentegen, lag iets hoger dan in de projecties van december, in de eerste plaats als gevolg van het vooruitzicht op een in het eurogebied steviger groeidynamiek die wellicht een zwaardere druk zou uitoefenen op het gebruik en op de kosten van de productiefactoren. De gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie zou volgens de voorspellingen tussen 1,5% en 2,1% uitkomen in 2007, en tussen 1,4% en 2,6% in 2008.

Gezien vanuit het beleidsrelevante middellange-termijnperspectief bleven die vooruitzichten onderhevig aan opwaartse risico's.

Het resultaat van de monetaire analyse bevestigde de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zoals die ook uit de economische analyse naar voren waren gekomen. De aanhoudende forse groei van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening tegen de achtergrond van ruime liquiditeit wees op inflatoire risico's voor de middellange tot langere termijn. Begin 2007 bereikte de jaarlijkse M3-groei een sedert de invoering van de euro ongekend peil. Bovendien bleef de kredietverlening aan de particuliere sector op jaarbasis snel groeien, grotendeels als gevolg van de voortzetting van de sedert medio 2004 genoteerde opwaartse tendens in de groei van de kredietopnemingen door niet-financiële vennootschappen. Terzelfder tijd vertoonde de groei van de kredietopnemingen door de huishoudens, tegen de achtergrond van de over het hele eurogebied stijgende hypotheekrentes en de in sommige regio's vertragende dynamiek op de huizenmarkten, tekenen van matiging, hoewel hij krachtig bleef. Zo bevestigden de monetaire gegevens de aanhoudende opwaartse tendens van het sedert medio 2004 opgetekende onderliggende groeitempo van de geldhoeveelheid en de kredietverlening. Daarom oordeelde de Raad van Bestuur dat de monetaire ontwikkelingen nog steeds zeer nauwlettend dienden te worden gevolgd, vooral tegen de achtergrond van de dynamische economische groei en de blijvend sterke ontwikkelingen op de vastgoedmarkt van het eurogebied.

In het licht van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zoals die waren gebleken uit zowel de economische als de monetaire analyse, besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB op 8 maart 2007 met 25 basispunten te verhogen. Voorts oordeelde de Raad van Bestuur dat, zelfs na de beslissing om de belangrijkste tarieven van de ECB verder op te trekken, en gelet op de gunstige economische context, het monetaire beleid van de ECB vrij accommoderend bleef.

Aangaande de economische activiteit, werd door de beschikbare gegevens duidelijk bevestigd dat de economie van het eurogebied aanzienlijk sneller bleef groeien dan waar een jaar eerder werd van uitgegaan. Met een kwartaal-op-kwartaalgroei van 0,8%, kwam het reële bbp in het eerste kwartaal van 2007 opnieuw ietwat boven de verwachtingen uit. Bovendien bleven de vooruitzichten voor de economische activiteit op de middellange termijn gunstig. Een en ander bleek uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2007 die gewag maakten van een gemiddelde jaarlijkse reële bbp-groei die zich in het bovenste gedeelte bevond van de marge die in maart werd voorspeld door medewerkers van de ECB. Terzelfder tijd werden de voor 2008 in het vooruitzicht gestelde marges na de stijging van de olieprijsen licht neerwaarts bijgesteld, terwijl er werd van uitgegaan dat de risico's voor de prognoses op de middellange tot langere termijn neerwaarts gericht waren.

Bovendien beliep, als gevolg van de stijging van de olieprijsen, de jaarlijkse HICP-inflatie in mei 1,9%, dat is iets hoger dan wat eerder in 2007 werd voorspeld. Rekening houdend met de in de futures-contracten geïmpliceerde opwaartse tendens van de olieprijsen en met het verloop van de energieprijzen in het verleden, werd verwacht dat de jaarlijkse inflatiecijfers in de daaropvolgende maanden slechts licht zouden dalen vooraleer naar het einde van het jaar toe fors te stijgen. Volgens de Raad van Bestuur bleven de risico's voor het prijsverloop op de middellange termijn opwaarts gericht. Die risico's hadden vooral te maken met de steviger dan verwachte loondynamiek tegen de achtergrond van een toenemende bezetting van het productievermogen en een geleidelijk aan verbeterende situatie op de arbeidsmarkten.

Volgens de monetaire analyse bestonden er nog steeds opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. Daarbij bleef het onderliggende groeitempo van de geldhoeveelheid krachtig tegen de achtergrond

van reeds ruime liquiditeit. Een en ander werd weerspiegeld in de aanhoudend snelle groei van zowel de M3-geldhoeveelheid als de kredietverlening. Na een analyse van de factoren die een impact hebben op de monetaire en kredietontwikkelingen op de korte termijn, leken terzelfder tijd steeds meer tekenen erop te wijzen dat de hogere korte-termijnrentes geleidelijk aan de monetaire dynamiek beïnvloedden, ofschoon ze nog steeds geen rem zetten op het onderliggende groeitempo van de geldhoeveelheid en de kredietverlening.

Een onderlinge toetsing van het resultaat van de economische analyse aan dat van de monetaire analyse ondersteunde al met al het oordeel van de Raad van Bestuur dat er op de middellange termijn opwaartse risico's bestonden voor de prijsstabiliteit. Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB op 6 juni met nogmaals 25 basispunten op te trekken. Bij die gelegenheid deelde de Raad van Bestuur mee dat, zelfs na die beslissing, het monetaire beleid van de ECB accommoderend bleef. Daarom was het raadzaam krachtig en tijdig op te treden om op de middellange termijn prijsstabiliteit te waarborgen. De Raad van Bestuur maakte ook duidelijk dat hij alle ontwikkelingen van nabij zou volgen om te voorkomen dat de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn zouden worden bewaarheid.

BASISRENTETARIEVEN VAN DE ECB BLIJVEN IN TWEDE HELFT VAN 2007 ONGEWIJZIGD

Tijdens het derde kwartaal bleven de binnenkomende gegevens met betrekking tot de economische activiteit positief, een bewijs dat de economie van het eurogebied nog steeds stevig groeide conform het basisscenario van de Raad van Bestuur. Terwijl de reële bbp-groei op kwartaalbasis in het tweede kwartaal vertraagde tot 0,3%, tegen 0,8% in het eerste kwartaal, spoorde de economische groei in de eerste helft van het jaar, algemeen beschouwd, met zijn potentiële niveau. Na het uitbreken van de crisis op de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt en de daarmee gepaard gaande financiële beroering

in augustus 2007, werden de vooruitzichten voor de economische activiteit in het eurogebied evenwel met een ongewoon grote onzekerheid omgeven, wat het noodzakelijk maakte alle ontwikkelingen nauwgezet te volgen, vooral die op de financiële markten.

In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2007, beliep de voor 2007 in het vooruitzicht gestelde marge voor de reële bbp-groei 2,2% tot 2,8%, wat een lichte neerwaartse herziening impliceerde tegenover de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2007. Dit was voornamelijk toe te schrijven aan de veronderstelling van ietwat hogere oliepijzen en iets krappere financieringsvoorwaarden, deze laatste als gevolg van de hogere risicopremies in het licht van de financiële onrust. Voor 2008 bleef de in het vooruitzicht gestelde marge voor de economische groei tussen 1,8% en 2,8%, ongewijzigd ten opzichte van die in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2007. Er werd van uitgegaan dat de aan deze projecties verbonden risico's neerwaarts gericht waren, voornamelijk vanwege een mogelijkere zwaardere impact, op de financieringsvoorwaarden en op het economische sentiment, van de toegenomen volatiliteit en de aanhoudende herinschatting van de risico's op de financiële markten.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, beliep de jaarlijkse HICP-inflatie in augustus 1,7%, maar voor de rest van het jaar werd geraamd dat de inflatie boven de 2% zou stijgen, grotendeels als gevolg van het patroon van de basiseffecten in de energieprijzen. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties van september 2007, zou de jaarlijkse HICP-inflatie in 2007 tussen 1,9% en 2,1% uitkomen, en in 2008 tussen 1,5% en 2,5% aangezien de afnemende druk van de indirecte belastingen en van de energieprijzen naar verwachting zou worden gecompenseerd door druk afkomstig van hogere arbeidskosten per eenheid product. Volgens de Raad van Bestuur bleven de aan deze vooruitzichten voor de

prijsontwikkelingen verbonden risico's opwaarts gericht.

De monetaire analyse bleef deze beoordeling bevestigen, aangezien de aanhoudende dynamiek van het onderliggende groeitempo van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening op het bestaan wees van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. Tegen de achtergrond van de aanhoudende financiële beroering, herinnerde de Raad van Bestuur eraan dat de volatiliteit op de financiële markten de monetaire dynamiek tijdelijk kon beïnvloeden, vermits – zoals in vroegere periodes reeds was gebleken – wijzigingen in de houding van de particuliere sector tegenover risico's gepaard zouden kunnen gaan met ingrijpende portefeuilleherstellingen naar veilige en liquide monetaire activa. Zo oordeelde de Raad van Bestuur dat het noodzakelijk was de gegevens inzake de geldhoeveelheid en de kredietverlening grondig en uitvoerig te analyseren teneinde beter te begrijpen wat de impact was van de financiële ontwikkelingen op de monetaire ontwikkelingen en uit de monetaire groei de beleidsrelevante signalen te extraheren met betrekking tot het inflatieverloop op de langere termijn.

Ondanks het bestaan van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, zoals die naar voren kwamen uit zowel de economische als de monetaire analyse van de Raad van Bestuur, oordeelde deze laatste dat er, gelet op de grote onzekerheid als gevolg van de financiële beroering, extra informatie nodig was vooraleer verdere monetaire-beleidsbeslissingen konden worden genomen. De Raad van Bestuur besloot derhalve de basisrentetarieven van de ECB in het derde kwartaal ongewijzigd te laten, terwijl hij nogmaals bevestigde dat hij alle ontwikkelingen nauwgezet zou volgen, vooral die op de financiële markten, teneinde ervoor te zorgen dat de risico's voor de prijsstabiliteit niet zouden worden bewaarheid en dat de inflatievooruitzichten voor de langere termijn stevig verankerd bleven in overeenstemming met prijsstabiliteit.

In het vierde kwartaal bevestigden de binnenkomende gegevens het aanhoudende karakter van de economische expansie in het eurogebied. Het reële bbp groeide in het derde kwartaal van 2007, kwartaal op kwartaal, met 0,8%. De binnenlandse vraag bleek daarbij de belangrijkste stuwende kracht te zijn. Hoewel de beschikbare vertrouwensindicatoren lichtjes daalden tegen de achtergrond van de hoge volatiliteit en de herinschatting van de risico's op de financiële markten sedert begin augustus 2007, handhaafden zij zich doorgaans op een niveau dat erop wees dat de economische groei in het vierde kwartaal aanhield, zij het wellicht in een gematigder tempo dan tijdens het derde kwartaal. In het algemeen oordeelde de Raad van Bestuur dat de economische fundamentals van het eurogebied gezond bleven, met een stevige winstgevendheid en een robuuste groei van de werkgelegenheid. In december 2007 voorspelden medewerkers van het Eurosysteem dat de reële bbp-groei in 2007 tussen 2,4% en 2,8% zou schommelen, in 2008 tussen 1,5% en 2,5%, en in 2009 tussen 1,6% en 2,6%. Terwijl de marges voor 2008 enigszins neerwaarts werden herzien, bleef de nieuwe marge voor 2007 in het bovenste gedeelte van de vorige.

Tegen die achtergrond bleef het hoofdsce­nario van de Raad van Bestuur, volgens hetwelk het reële bbp zou groeien in een tempo dat schommelde rond de trendmatige potentiële groei, in 2008 en 2009 overeind. Op binnenlands vlak werd ervan uitgegaan dat zowel de consumptie als de investeringen zouden bijdragen tot de economische expansie. Terzelfder tijd werd verwacht dat de buitenlandse vraag de uitvoer van het eurogebied zou blijven schragen, op voorwaarde dat de mondiale economie veerkrachtig bleef, waarbij de economische vertraging in de Verenigde Staten deels zou worden gecompenseerd door de aanhoudende dynamiek van de opkomende markteconomieën. De economische groeivoorzichten voor het eurogebied bleven zodoende veerkrachtig, hoewel de aan die prognoses verbonden risico's neerwaarts gericht bleven. Die risico's hadden vooral te maken met de potentiële impact, op de financieringsvoorwaarden en op het

economische sentiment, van de aanhoudende financiële beroering, met mogelijk­erwijs negatieve effecten op de groei in het eurogebied en wereldwijd.

In het vlak van de prijzen, beliep de jaarlijkse HICP-inflatie omstreeks de jaarwisseling meer dan 3%. De stuwende krachten achter deze ontwikkeling waren de forse stijgingen van de internationale olie- en voedselprijzen, in combinatie met de ongunstige basiseffecten van de energieprijzen. De Raad van Bestuur oordeelde dat de jaarlijkse inflatiecijfers tijdens de eerste maanden van 2008 flink boven de 2% zouden blijven, vooraleer in de loop van het jaar opnieuw terug te lopen. De periode van tijdelijk hoge inflatiecijfers zou dus iets langer duren dan aanvankelijk werd verwacht.

In december 2007 voorspelden medewerkers van het Eurosysteem dat de inflatie in 2008 zou toenemen met een cijfer tussen 2,0% en 3,0%; in 2009 zou dat cijfer tussen 1,2% en 2,4% schommelen. Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties van september 2007, werd de marge voor 2008 opwaarts verschoven, grotendeels als gevolg van het verwachte verloop van de olie- en voedselprijzen.

Inzake de geldhoeveelheid, waren er weinig tekenen die erop wezen dat de financiële beroering sedert augustus 2007 de dynamische groei van de ruime geldhoeveelheid en van de kredietverlening sterk had beïnvloed. In feite bleven de bankleningen aan de binnenlandse particuliere sector tijdens de tweede helft van 2007 stevig groeien, wat liet veronderstellen dat de kredietverstrekking geen schade had ondervonden. Al met al ondersteunde een ruim gebaseerde beoordeling van de monetaire gegevens het standpunt dat het onderliggende groeitempo van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening robuust bleef.

In het licht van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, vooral tegen de achtergrond van de bestaande capaciteitsbeperkingen en de positieve ontwikkelingen op de arbeidsmarkten,

was het van cruciaal belang te voorkomen dat de tijdelijk hoge inflatiecijfers tweedevonde-effecten zouden sorteren op de loon- en prijsvorming, dit teneinde op de middellange termijn prijsstabiliteit te waarborgen. Derhalve beklemtoonde de Raad van Bestuur nogmaals dat hij de loononderhandelingen in het eurogebied met bijzondere aandacht volgde. Bovendien moest ieder indexeringsmechanisme van de nominale lonen aan de consumptieprijsindex worden vermeden. De andere opwaartse risico's hadden te maken met de verdere verhogingen van de olie- en landbouwprijzen, vooral indien deze laatste hun opwaartse tendens van de laatste maanden van 2007 zouden voortzetten, alsook met niet voorziene stijgingen van de door de overheid gereguleerde prijzen en de indirecte belastingen.

Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB in het vierde kwartaal van 2007 ongewijzigd te laten. Terzelfder tijd deelde hij duidelijk mee dat het monetaire beleid van de ECB klaar was om krachtig en tijdig op te treden teneinde de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit tegen te gaan, conform het in het Verdrag opgenomen mandaat. Vastberadenheid om op te treden werd als noodzakelijk beschouwd teneinde te voorkomen dat de hoge inflatiecijfers tweedevonde-effecten zouden sorteren en dat de prijsstabiliteit door andere risico's zou worden bedreigd, en ook teneinde ervoor te zorgen dat de inflatieverwachtingen op de middellange tot lange termijn stevig verankerd blijven in overeenstemming met prijsstabiliteit.

2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

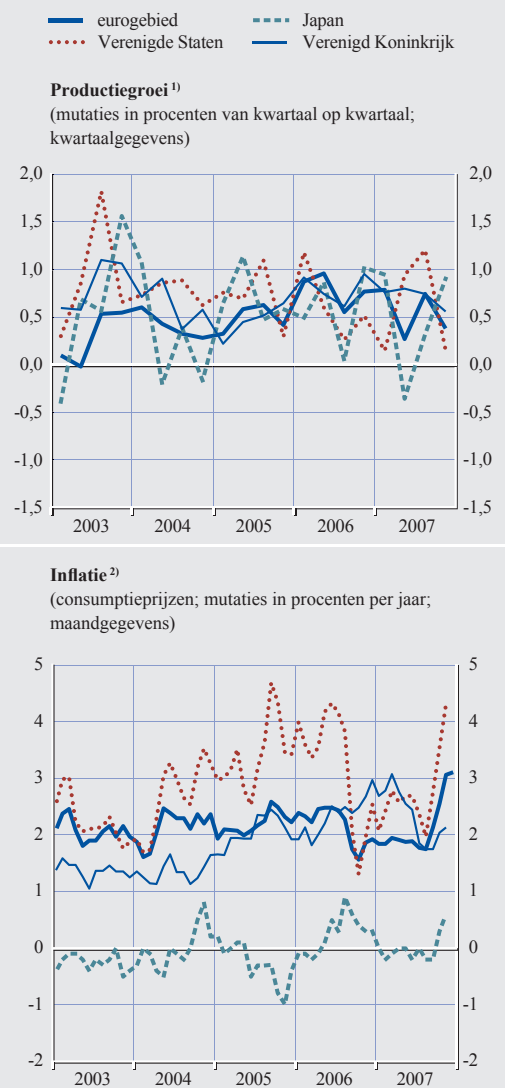
2.1 HET MONDIALE MACRO-ECONOMISCHE KLIMAAT

MONDIALE GROEI BLIJKT VEERKRACHTIG MAAR VERTRAAGT

In 2007 liet de mondiale economische groei (buiten het eurogebied) een lichte vertraging optekenen ten opzichte van de zeer krachtige expansie tijdens de drie voorgaande jaren. Dit had voor een deel te maken met de internationale financiële spanningen die omstreeks medio 2007 opdoken en de economische ontwikkelingen wereldwijd overschaduwden, alsook met het feit dat de cyclus van de mondiale verwerkende industrie een zekere maturiteit bereikte. Terwijl de zwakte op de Amerikaanse woningmarkt slechts beperkte onmiddellijke overloopeffecten sorteerde op andere componenten van de Amerikaanse binnenlandse vraag, die in het tweede en derde kwartaal van 2007 stevig aantrok, liet de economische groei in de Verenigde Staten in het vierde kwartaal een duidelijke vertraging optekenen. De wereldwijde gevolgen van de zwakkere economische vooruitzichten in de Verenigde Staten zijn in 2007 evenwel vrij beperkt gebleven. In belangrijke opkomende economieën leidde de beroering tijdelijk tot een toename van de volatiliteit op de financiële markten, maar de meeste opkomende markten bleken beter dan in het verleden weerstand te kunnen bieden aan die onrust. Over het hele jaar beschouwd, zette de economische expansie zich in de opkomende economieën in een snel tempo voort, vooral in opkomend Azië. Terzelfder tijd nam de onzekerheid omtrent de mondiale economische vooruitzichten toe, een en ander in verband met de ruim gebaseerde herwaardering van de risico's, krappere financieringsvoorwaarden, de stijging van de grondstoffenprijzen en een daling van de vertrouwensindicatoren.

Na een periode van over het algemeen beperkte mondiale inflatoire druk tijdens het jaar tot september 2007, nam de totale inflatie in de meeste economieën aan het einde van 2007 fors toe (zie Grafiek 2). In de OESO-landen steeg de totale consumptieprijzinflatie in december

Grafiek 2 Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden



Bronnen: Nationale gegevens, BIB, Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Eurostat-gegevens voor het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk; nationale gegevens voor de Verenigde Staten en Japan. De bbp-cijfers zijn seizoengezuiverd.

2) HICP voor het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk; CPI voor de Verenigde Staten en Japan.

2007 tot 3,3%. Dat was voornamelijk toe te schrijven aan de hogere grondstoffenprijzen en aan ongunstige basiseffecten. Als gevolg van de krappe marktomstandigheden bleven de olieprijsen in de loop van 2007 sterk oplopen. Bovendien bleven de prijzen van de grondstoffen met uitzondering van olie tijdens

de eerste helft van 2007 fors in de hoogte gaan; vervolgens bleven zij vrij volatiel op een hoog niveau. Deze laatste ontwikkelingen weerspiegelden een forse verhoging van de landbouwprijzen, vooral van de voedselprijzen, die slechts gedeeltelijk werd geneutraliseerd door een daling van de prijzen voor metalen. De landbouwprijzen bleven de invloed ondervinden van de levendige vraag van de opkomende economieën, van de ontwikkelingen in de productie van biobrandstoffen en van de tegenvallende oogsten in enkele landen. Als gevolg van het grotere gewicht van voedsel in hun prijsindex, was de inflatoire druk in de opkomende economieën zelfs zwaarder dan in de industrielanden. Ongerekend voeding en energie, bleef de consumptieprijsinflatie echter beperkt; in december kwam zij in de OESO-landen op 2,1% uit.

In de Verenigde Staten beliep het jaarlijkse groeicijfer van het reële bbp voor 2007 als geheel 2,2%, wat 0,7 procentpunt minder was dan in 2006. De correctie op de woningmarkt, die reeds in 2006 was begonnen, bleef de groei in belangrijke mate afremmen en deed de bbp-groei met bijna een volledig procentpunt vertragen door de verminderde investeringen in woningen. Bovendien nam de met de subprime-hypotheek verband houdende beroering op de financiële markten vanaf de zomer van 2007 toe; naar het einde van het jaar toe was zij een van de factoren die de groei afremden. In de loop van 2007 gedroeg de economische activiteit zich volatiel; in het eerste kwartaal vertraagde de bbp-groei tot onder zijn potentieel tempo, in het tweede en derde kwartaal steeg hij erboven uit om in het vierde kwartaal opnieuw te vertragen. Tegen de achtergrond van die volatilititeit bleef de particuliere consumptie verrassend sterk aantrekken, in weerwil van de hoge energieprijzen en de beroering op de woning- en financiële markten, voornamelijk als gevolg van de aanhoudende werkgelegenheids- en inkomensgroei die naar het einde van het jaar toe evenwel fors verslechterde. Daarnaast namen de bedrijfsinvesteringen in niet-woongebouwen snel toe dankzij de hoge winstgevendheid van de bedrijven en, tijdens de eerste helft van het

jaar, de gunstige financieringsvoorwaarden. Voor het eerst sedert 1995 werd de bijdrage van het uitvoersaldo in 2007 opnieuw positief als gevolg van zowel de dynamische mondiale groei als de depreciatie van de reële effectieve wisselkoers van de Amerikaanse dollar. Deze factoren verklaren tevens de verkleining van het lopende tekort van 6,2% bbp in 2006 tot 5,5% in de eerste drie kwartalen van 2007. Die verbetering was grotendeels terug te voeren op de verkleining van het goederentekort.

De beroering op de financiële markten, die was ontstaan uit het gestegen nalatigheids- en executiepercentage in verband met de Amerikaanse subprime-hypotheek, nam tijdens de zomer toe. De impact daarvan op de Amerikaanse reële economie bleef echter gedurende het grootste gedeelte van 2007 vrij beperkt en had vooral te maken met de beschikbaarheid en de kosten van leningen, in het bijzonder non-conforme hypotheek. Overigens was de beroering vooral duidelijk op de geldmarkten en in de financiële sector, waar banken tot aanzienlijke afschrijvingen dienden te besluiten.

In de Verenigde Staten kwam het jaarlijkse mutatiетempo van de consumptieprijsindex (CPI) in 2007 op 2,8% uit, tegen 3,2% het jaar voordien. Tijdens de eerste helft van het jaar ging de consumptieprijsinflatie in de hoogte als gevolg van de aanzienlijke stijgingen van de energieprijzen en een versnelling van de component van de huurwaarde van de door de eigenaars bewoonde huizen in de CPI. Nadat de inflatoire druk tijdens de zomermaanden enigszins was afgenomen, nam hij vervolgens opnieuw toe. In november bereikte het twaalfmaands mutatiетempo van de CPI een record van 4,3%. Dat was voornamelijk toe te schrijven aan sterke basiseffecten en aan stijgingen van de energie- en voedselprijzen naar het einde van het jaar toe. Ook het jaarlijkse inflatiетempo met uitzondering van energie en voedingsmiddelen toonde tijdens de laatste maanden van het jaar tekenen van een nieuwe versnelling. Over 2007 als geheel beliep het 2,3%, dat is 0,2 procentpunt trager dan in 2006.

In de eerste helft van 2007 liet het Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System het streeftarief voor de federal funds rate ongewijzigd op 5,25%. Toen de beroering op de financiële markten aan het einde van de zomer begon toe te nemen, legde de Federal Reserve in september en oktober een reeks renteverlagingen ten uitvoer met in totaal 75 basispunten. Na een extra verlaging met 25 basispunten in december bedroeg de streeffrente aan het einde van het jaar 4,25%, een volledig procentpunt onder haar niveau van januari. De Federal Reserve maakte ook gebruik van andere monetaire-beleidsinstrumenten. In augustus vernauwde zij het ecart tussen de federal funds rate en het disconto van 100 basispunten tot 50 basispunten. Op 12 december kondigde zij nieuwe wijzigingen in haar monetair-beleidsinstrumentarium aan. De Federal Reserve introduceerde een tijdelijke Term Auction Facility om via een aanbesteding aan depositobanken liquiditeiten te verschaffen met langere looptijden en soepeler vereisten inzake onderpand dan het geval is bij open-markttransacties. Terzelfder tijd bereikte zij met de ECB en de Zwitserse centrale bank overeenstemming over tijdelijke liquiditeitsverstrekking operaties om Amerikaanse dollars ter beschikking te stellen voor gebruik binnen hun jurisdicties.

Wat het begrotingsbeleid betreft: het federale begrotingstekort liet in het begrotingsjaar 2007 een daling optekenen ten opzichte van 2006. Dat was voornamelijk het resultaat van de gestegen ontvangsten uit de inkomstenbelasting en van verminderde uitgaven. Volgens ramingen van het Congressional Budget Office beliep het federale begrotingstekort in het begrotingsjaar 2007 1,2% bbp.

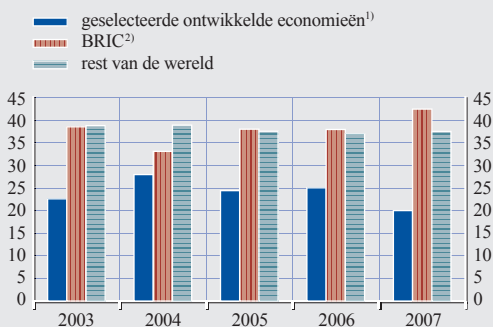
In Japan zette het economische herstel zich in 2007 voort, hoewel de binnenlandse vraag en vooral dan de particuliere consumptie verzwakten. In 2007 vertraagde de groei van de reële activiteit; de reële bbp-groei beliep 2,1%, tegen 2,4% in 2006, waardoor hij voor het vierde jaar op rij rond zijn potentieel schommelde. Terwijl de economische activiteit

nog steeds geschraagd werd door de aanhoudend krachtige uitvoer, slonk de bijdrage van de binnenlandse vraag aan de groei van het bbp. De exportactiviteit trok profijt van het verloop van de effectieve wisselkoers van de Japanse yen en van de stevige buitenlandse vraag, vooral vanuit Azië. De groei van de particuliere consumptie vertraagde tot 1,4%, tegen 2,0% in 2006, ofschoon de werkgelegenheidsvoorwaarden algemeen beschouwd gunstig bleven. Ondanks de krachtige uitvoer liet de groei van de particuliere investeringen bovendien een vertraging optekenen. Dit weerspiegelde een achteruitgang van de investeringen in woongebouwen als gevolg van een inkrimping van de activiteit in de bouwnijverheid na de herziening van de Building Standards Law, en een vertraging van de investeringen in niet-woongebouwen als gevolg van een zekere daling van het producentenvertrouwen, vooral in de kleine en middelgrote ondernemingen. Ondanks de matiging van de economische situatie, bleef de bancaire kredietverlening in 2007 toenemen, zij het trager dan in 2006, naar aanleiding van de toegenomen onzekerheid in de mondiale financiële omgeving.

In 2007 bleef de consumptieprijsinflatie in Japan gematigd, in het bijzonder als gevolg van de gematigde loonstijging. De jaarlijkse consumptieprijsinflatie, die in 2006 positief was geweest als gevolg van de gestegen grondstoffenprijzen, werd begin 2007 opnieuw negatief, vooraleer in oktober weer positief te worden als gevolg van de nieuwe stijging van de prijzen van ingevoerde grondstoffen. Voor het jaar als geheel kwam het twaalfmaands mutatietempo van de consumptieprijs op 0,0% uit, na 0,3% in 2006, terwijl, ongerekend verse voedingsmiddelen, het jaarlijkse inflatiecijfer 0,0% bedroeg, tegen 0,1% in 2006. In 2007 zette de Bank of Japan haar beleid van zeer geleidelijke verkrapping van de monetaire voorwaarden voort, in overeenstemming met de gematigde inflatoire druk. Voor de tweede maal sedert de beëindiging van het beleid van kwantitatieve verruiming in maart 2006, besloot de Bank of Japan in februari 2007 haar streeftarief voor de niet door onderpand

Grafiek 3 Geografische bijdragen tot de mondiale bbp-groei

(procenten)



Bron: Berekeningen door ECB-medewerkers.

Toelichting: Ramingen gebaseerd op de gegevensbank van de World Economic Outlook van het IMF en op vooruitzichten van oktober 2007, aan de hand van herziene wisselkoersen die de koopkrachtpariteit weergeven.

1) De Verenigde Staten, Japan en het eurogebied.

2) Brazilië, Rusland, India en China.

gedekte daggeldrente op te trekken van 0,25% tot 0,50%.

In de opkomende economieën bleef de groei robuust. In 2007 verklaarde hij voor een groot deel de mondiale bbp-groei, aangezien de expansie in de ontwikkelde landen vertraagde (zie Grafiek 3). In een aantal landen ontstond er enige inflatoire druk.

In opkomend Azië bleef de economische activiteit robuust. Ondanks een minder gunstige externe omgeving tijdens de tweede helft van het jaar, hielp de dynamische binnenlandse vraag het groeitempo ondersteunen, meer bepaald in de grootste economieën uit de regio. De inflatoire druk bleef in de meeste economieën beperkt dankzij, voor een deel, de in tal van economieën ten uitvoer gelegde verkrapping van het monetaire beleid. Een uitzondering daarop was China, waar de inflatie in de loop van het jaar toenam. Als gevolg van de solide macro-economische resultaten van de regio, bleven de noteringen op de lokale aandelenmarkten stijgen in een klimaat van grote schommelingen. Op de valutamarkten leken de ontwikkelingen een meer gemengd beeld te geven. Sommige opkomende Aziatische valuta's – zoals de

Thaise baht of de Indische rupee – stegen in effectieve termen fors in waarde naar aanleiding van de sterke kapitaalimport, terwijl andere valuta's in effectieve termen doorgaans stabiel bleven of deprecieerden.

China, meer bepaald, zag de voortzetting van zijn stevige economische groei bevestigd. Het reële bbp steeg in 2007 met 11,4%, tegen 11,1% in 2006, als gevolg van zowel de aanhoudend dynamische binnenlandse vraag als de stevige netto-uitvoer. De inflatoire druk nam toe: de CPI-inflatie liep op van 2,2% in januari tot 6,5% in december, grotendeels als gevolg van de hogere prijzen van voedingsmiddelen. De Chinese renminbi bleef het hele jaar lang geleidelijk in waarde stijgen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, hoewel de bewegingen in effectieve termen meer gematigd waren. In mei kondigde de Chinese centrale bank een verruiming aan van de dagelijkse bandbreedte waarbinnen de wisselkoers van de renminbi mag schommelen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, van +/-0,3% van de referentiewaarde tot +/-0,5%. Het handelsoverschot bleef groeien, waardoor het gecumuleerde surplus in 2007 op USD 262 miljard uitkwam – of ongeveer 8% bbp – dat is bijna 50% méér dan dat van 2006. Tegen die achtergrond bleven de valutas reserves stijgen tot in totaal USD 1.500 miljard aan het einde van 2007, dat is bijna 50% bbp.

Ook in Latijns-Amerika bleef de economie stevig groeien, hoewel de inflatie- en groeiresultaten enige heterogeniteit vertoonden tussen de economieën onderling. Verbeterde macro-economische fundamentals, een verdere afname van de financiële kwetsbaarheden, hoge grondstoffenprijzen en een stevige binnenlandse vraag bleven de economische vooruitzichten schragen. De externe financiële voorwaarden verslechterden als gevolg van de recente periode van beroering op de internationale financiële markten, zij het minder dan in eerdere periodes van marktvolatiliteit. In het bijzonder de ecarts op de credit default swaps op de Latijns-Amerikaanse overheidsschuld werden groter, maar naar historische maatstaven bleven ze klein. Wat de belangrijkste economieën uit de

regio betreft, viel het economische groeitempo gematigder uit in Mexico, een gevolg van de minder gunstige externe omgeving, maar robuust in Brazilië, terwijl de inflatie in beide landen onder controle bleef. In Argentinië bleef het reële bbp stevig groeien, en de inflatie bleef er hoog.

VERLOOP VAN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN IN 2007

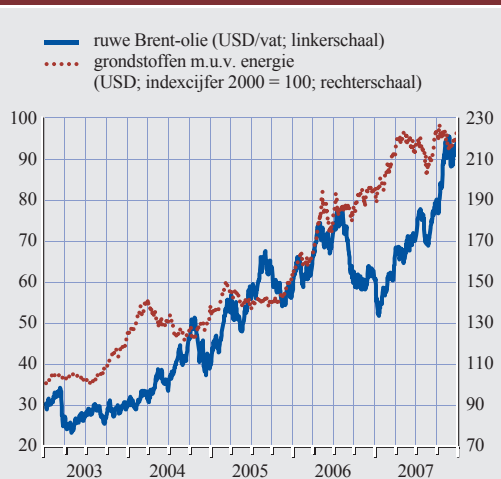
De olieprijs lieten in 2007 voor het vierde jaar op rij een snelle stijging optekenen. De prijs van ruwe Brent-olie liep eind november op tot om en nabij USD 95,6 per vat. Vervolgens was de olieprijs volatiel en aan het einde van het jaar kwam hij op USD 94,9 per vat uit, dat was ongeveer USD 17 hoger dan het recordpeil van augustus 2006. Uitgedrukt in euro, lag de prijs slechts ongeveer EUR 4 boven de piek van augustus 2006 en circa 40% boven het niveau van eind 2006. Voor het jaar als geheel bedroeg de gemiddelde prijs voor een vat ruwe Brent-olie USD 71, dat is 9% boven het gemiddelde van het jaar voordien.

Gedurende het hele jaar bleven de oliemarkten krap. Aan de aanbodzijde had de Organisatie van olie-exporterende landen (OPEC) haar productiequota en haar eigenlijke productie naar het einde van 2006 toe verlaagd, terwijl de

toename van de aanvoer uit niet-OPEC-landen onder de verwachtingen bleef en, derhalve, de geringere OPEC-productie niet compenseerde. Bovendien werd de productie tijdelijk afgeremd door enkele productieverstoringen die toe te schrijven waren aan het orkaanseizoen. De mondiale vraag bleef relatief krachtig aantrekken. Een zekere zwakte in de vraag vanuit de OESO-landen aan het einde van het jaar werd gecompenseerd door een stevige toename van de vraag uit niet-OESO-landen. De vraag in de meeste niet-OESO-landen, voornamelijk China, bleef dynamisch als gevolg van de stevige economische prestaties. Bovendien werd de vraag naar olie geschraagd door subsidies voor olieproducten in veel van die landen. Zowel in de Verenigde Staten als in de OESO-landen konden geen voorraden worden aangelegd vóór het verwarmingsseizoen in het noordelijk halfrond, een periode waarin de voorraden normaliter toenemen. De geringe olievoorraden deden ongerustheid ontstaan over het gebrek aan een buffer tegen eventuele toekomstige aanbodverstoringen (als gevolg van geopolitieke spanningen en extreme weersomstandigheden) op een ogenblik dat de oliemarkten reeds krap waren. Naar het einde van het jaar toe werden de prijzen steeds volatieler als gevolg van de veranderende marktperceptie ten aanzien van een vertraging in de Amerikaanse en mondiale economie en het afwikkelen van enige speculatieve activiteit. De prijzen bleven evenwel hoog aangezien het Internationaal Energie Agentschap de positieve vooruitzichten bevestigde voor de mondiale vraag naar olie in 2008 als gevolg van de forse toename van de vraag vanuit niet-OESO-landen en gewag maakte van een mogelijke daling van de olieontdekking tijdens het komende decennium.

In 2007 werden niet alleen olie, maar ook andere grondstoffen flink duurder. De prijzen van de grondstoffen, met uitzondering van energie, zoals die worden gemeten door het Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, bleven gedurende het grootste deel van 2007 aantrekken en bereikten omstreeks medio oktober een piek, terwijl ze terzelfder tijd enige volatiliteit vertoonden. In de

Grafiek 4 Belangrijkste ontwikkelingen op de grondstoffenmarkten



Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut.

eerste helft van het jaar werden de prijzen van de grondstoffen, met uitzondering van energie, geschraagd door zowel forse prijsstijgingen voor industriële grondstoffen als verhogingen van de landbouwprijzen ten gevolge van de krachtige economische groei, tegenvallende oogsten en het toegenomen gebruik van landbouwgrondstoffen in de productie van biobrandstoffen. In de tweede helft van het jaar bleven de landbouw- en voedselprijzen stijgen, voornamelijk onder invloed van de dynamische vraag vanuit China, terwijl de prijzen van de industriële grondstoffen (en in het bijzonder van de non-ferrometalen) terugliepen als gevolg van de vertraging in de industriële productie in de OESO-landen. In totaal stegen de (in Amerikaanse dollar luidende) prijzen van de grondstoffen, met uitzondering van energie, in 2007 met gemiddeld ongeveer 19% ten opzichte van het voorgaande jaar.

2.2 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

TEMPO VAN MONETAIRE EXPANSIE BLEEF KRACHTIG

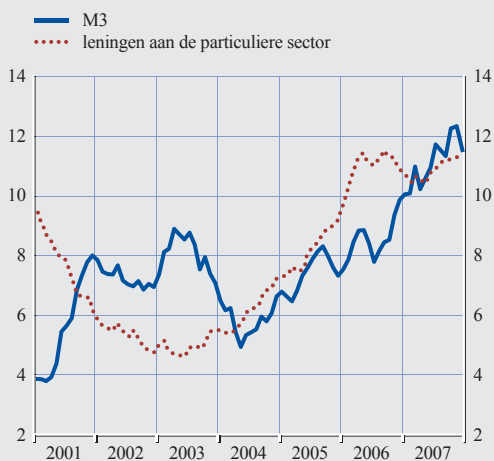
Het jaar 2007 werd opnieuw gekenmerkt door een krachtige groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening, in aansluiting op de sinds medio 2004 waargenomen stijging. Die sterke toename komt tot uiting in de aanhoudend hoge groei van zowel het ruime monetaire aggregaat M3 als de kredietverlening aan de particuliere sector (zie Grafiek 5), die in het vierde kwartaal van 2007 respectievelijk 12,0% en 11,1% bedroeg.

Uit een breed gefundeerde analyse van de monetaire ontwikkelingen blijkt dat de M3-groei in 2007 een enigszins overdreven beeld zou kunnen geven van de onderliggende monetaire expansie, als gevolg van het stimulerende effect van de relatief vlakke rendementscurve, die kortlopende MFI-deposito's aantrekkelijker maakte ten opzichte van langerlopende deposito's en effecten. Bijgevolg zou de sterke M3-groei, tot op zekere hoogte, het gevolg kunnen zijn van een speculatieve vraag naar monetaire activa. Tegelijkertijd hebben de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB sinds december 2005 duidelijk het verloop van de geldhoeveelheid en de kredietverlening verder beïnvloed. De weerslag van die stijgingen van de korte rente op de monetaire dynamiek bleef bijvoorbeeld nog altijd zichtbaar in de matiging van de groei op jaarbasis van zowel M1 als de leningen aan huishoudens.

Tot dusver lijkt de financiële onrust die vanaf de tweede helft van 2007 zichtbaar werd, slechts een beperkte invloed te hebben gehad op de dynamiek van het ruime monetaire aggregaat. De onrust beïnvloedde echter specifieke componenten en tegenposten van M3, vooral die welke nauw samenhangen met de spanningen die opdoken op de geldmarkt, zoals de uitgifte van aandelen/participaties in geldmarktfondsen en de door MFI's uitgegeven schuldbewijzen. Een meer algemene verschuiving naar monetaire activa, die had kunnen voortvloeien uit een ruimere

Grafiek 5 M3 en leningen aan de particuliere sector

(mutaties in procenten per jaar; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

toename van de risicoaversie in de niet-financiële particuliere sector tegen de achtergrond van die financiële beroering, lijkt zich echter - tot nu toe althans - niet te hebben voorgedaan. Deze beoordeling wordt ondersteund door de hieronder beschreven grondige analyse van de componenten en tegenposten van M3.

COMPONENTEN VAN M3 WERDEN BEÏNVLOED DOOR DE VLAKKE RENDEMENTSCURVE

Wat de componenten betreft, nam het jaarlijkse groeitempo van M1 verder af tot 4,1% aan het einde van 2007, ruim onder de groei met dubbele cijfers die het vertoonde tussen 2003 en eind 2005, vóór de basisrentetarieven van de ECB werden verhoogd. Die matiging is zichtbaar in beide componenten van M1, namelijk de girale deposito's en de chartale geldomloop. De M1-groei werd in 2007 hoofdzakelijk beïnvloed door twee elkaar compenserende krachten. Enerzijds ging er een temperend effect uit van de stijgende opportuiniteitskosten voor het aanhouden van M1 die gepaard gingen met de renteverhogingen sinds december 2005. Anderzijds was er een grotere transactievraag naar M1 wegens de voortdurend sterke economische activiteit, maar

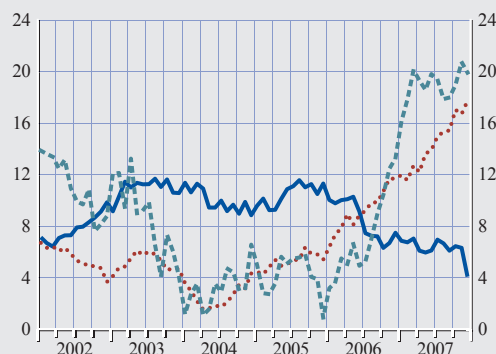
mogelijk ook door een verlangen om M1 aan te houden als buffer tegen de achtergrond van de recente financiële onrust.

De kortlopende deposito's met uitzondering van girale deposito's (M2-M1) geven sinds medio 2004 een groei op jaarbasis te zien. Deze groei zette zich voort in 2007 en bereikte 17,8% in december (zie Grafiek 6). De bijdrage van die overige kortlopende deposito's tot de jaarlijkse M3-groei steeg in december 2007 tot 6,6 procentpunten, zodat die deposito's het grootste deel van de monetaire expansie en van de recente dynamiek hiervan voor hun rekening namen. Die forse groei verhult echter uiteenlopende ontwikkelingen binnen de verschillende subcomponenten. De aanhoudend sterke instroom van kortlopende deposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), die op jaarbasis toenamen van 27,2% in december 2006 tot 41,4% in december, ging gepaard met een gestage daling van de aangehouden deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden, die gedurende het verslagjaar tot december terugliepen met 3,6%, na een lage groei aan het einde van 2006.

Grafiek 6 Belangrijkste componenten van M3

(mutaties in procenten per jaar; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)

- M1
- andere kortlopende deposito's (M2-M1)
- verhandelbare instrumenten (M3-M2)

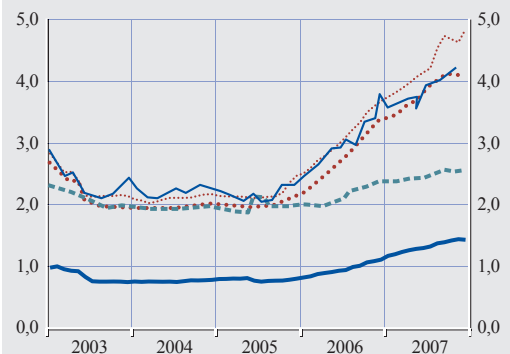


Bron: ECB.

Grafiek 7 MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en een geldmarktrente

(procenten per jaar)

- girale deposito's
- deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar
- deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden
- deposito's met een vaste looptijd van één tot twee jaar
- driemaands EURIBOR



Bron: ECB.

De rentevergoeding op kortlopende termijndeposito's volgde in grote lijnen de stijging van de korte geldmarktrente (zie Grafiek 7). Het verschil ten opzichte van de vergoeding op kortlopende spaardeposito's en girale deposito's is dus vergroot, aangezien de vergoeding op deze deposito's trager en matiger toenam, in overeenstemming met het historische patroon. Dit leidde tot verschuivingen van M1 en spaardeposito's naar termijndeposito's. Door de relatief vlakke rendementscurve waren kortlopende termijndeposito's bovendien aantrekkelijk in vergelijking met riskantere, niet in M3 begrepen langerlopende activa, aangezien ze een ruimere liquiditeit en minder risico bieden tegen lage kosten in termen van rendement, waardoor ze ook verschuivingen vanuit langerlopende activa in de hand werkten.

Na een reeds aanzienlijke toename in 2006 liep het jaarlijkse groeitempo van de verhandelbare instrumenten (M3-M2) in de loop van 2007 verder op, tot 19,9% in december, tegen 13,3% in december 2006. Deze stijging weerspiegelde grotendeels de invloed van de relatief vlakke rendementscurve in het eurogebied, die een verschuiving naar korterlopende monetaire activa aanmoedigde. Als gevolg daarvan was de bijdrage van die instrumenten tot het jaarlijkse groeitempo van M3 relatief sterk, met 2,7 procentpunten in december 2007.

Achter die sterke bijdrage gaan uiteenlopende ontwikkelingen vóór en na het begin van de financiële onrust schuil, die merkbaar worden in het verloop van de subcomponenten. De groei op jaarbasis van de aandelen/participaties in geldmarktfondsen nam tot juli 2007 bijvoorbeeld voortdurend toe. Sommige geldmarktfondsen namen risico's op de gestructureerde kredietmarkten teneinde de rendementen te verhogen en daardoor uit te stijgen boven de als referentie geldende geldmarktrente. Door de financiële beroering leden de aandelen/participaties in geldmarktfondsen onder een bijzonder omvangrijke netto-uitvoer in augustus en september en opnieuw in december, waardoor hun jaarlijkse groei afnam. Die uitstroom was wellicht te wijten aan de algemene risicoaversie

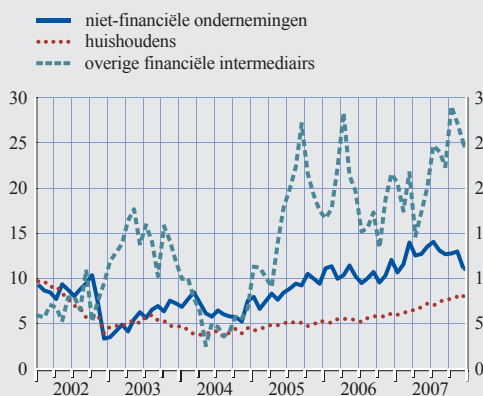
ten aanzien van dergelijke fondsen, aangezien de beleggers zich klaarblijkelijk niet in staat achtten te beoordelen in hoeverre afzonderlijke fondsen onderhevig waren aan risico's van effecten met activa als onderpand, in een periode waarin de prijs van zulke instrumenten volatiel en moeilijk in te schatten was. De afstotingen van aandelen/participaties in geldmarktfondsen vormden een tegenpost van de sterke instroom naar door MFI's uitgegeven kortlopende schuldbewijzen. Tussen augustus en november nam het bezit van dergelijke effecten door de geldaanhoudende sector het sterkst toe sinds de aanvang van de derde fase van de EMU, wat de MFI-sector een extra financiering verschafte.

DOOR HUISHOUDENS AANGEHOUDEN GELD STERK TOEGENOMEN

De ruimste aggregatie van M3-componenten waarvoor betrouwbare informatie per aanhoudende sector beschikbaar is, omvat de kortlopende deposito's en de repo's (hierna M3-deposito's genoemd). De totale M3-deposito's van de huishoudens, de sector die het meest bijdraagt tot de totale groei van de M3-deposito's, namen in december 2007 met 8,1% op jaarbasis toe (zie Grafiek 8). De sinds medio 2004 waargenomen opwaartse trend

Grafiek 8 Sectorale uitsplitsing van M3-deposito's

(mutaties in procenten per jaar; niet gecorrigeerd voor seizoen- of kalendereffecten)



Bron: ECB.
Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem en de centrale overheid. M3-deposito's omvatten kortlopende deposito's en repo's.

van dat groeitempo hield dus aan, geschraagd door de inkomens- en vermogensgroei en de toenemende rentevergoeding op M3-deposito's. De forse stijging van de door huishoudens aangehouden M3-deposito's wijst derhalve op de kracht van de onderliggende geldgroei.

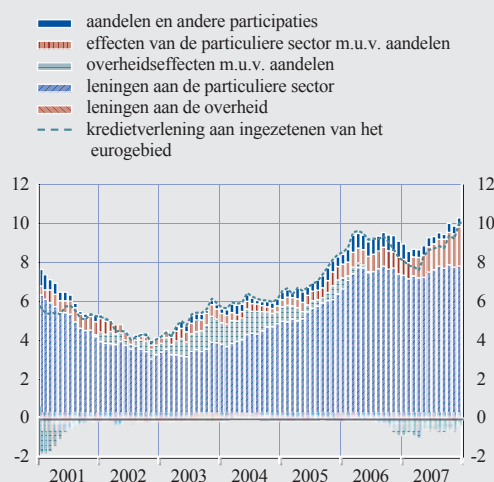
De jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen aangehouden M3-deposito's zette de sinds eind 2004 opgetekende toename in de eerste helft van 2007 voort, alvorens af te vlakken tot 11,1% in december 2007. De sterke vraag van de ondernemingen naar liquide activa in 2007 strookte met de forse winstgevendheid en de robuuste (huidige en verwachte) bedrijfsinvesteringen. De M3-deposito's in het bezit van de overige financiële intermediairs (OFI's), waarin de verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen niet begrepen zijn, groeiden in december 2007 met 25,0% op jaarbasis. Tot op zekere hoogte weerspiegelt deze aangroei een stijging van de gewaarborgde interbancaire leningen die worden afgewikkeld via elektronische handelsplatforms; door een verlies aan vertrouwen in tegenpartijen ten gevolge van de onrust op de financiële markten verkozen de marktdeelnemers immers gewaarborgde interbancaire leningen boven interbancaire leningen zonder onderpand. Bovendien heeft die toename voor een deel ook te maken met de behoefte van sommige beleggingsfondsen om grotere liquiditeitsbuffers aan te houden en, in het vierde kwartaal van 2007, met de additionele deposito's die tot stand kwamen bij de overname, via een niet-monetaire financiële vennootschap, van een MFI in het eurogebied door verschillende andere MFI's.

KREDIETVERLENING AAN DE PARTICULIERE SECTOR GROEIDE KRACHTIG

Na een toename in zowel 2004 als 2005, stabiliseerde de jaarlijkse groei van de kredietverlening door MFI's aan ingezetenen uit het eurogebied zich in 2006. Dat groeitempo bleef krachtig in 2007 en bedroeg 9,3% in het vierde kwartaal (zie Grafiek 9). Die sterke kredietverlening door de MFI's was toe te schrijven aan de snelle expansie van de leningen aan de particuliere sector, terwijl

Grafiek 9 Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bron: ECB.

Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem.

de kredietverlening aan de overheid werd ingekrompen.

Meer bepaald hebben de MFI's hun aan de overheid verstrekte leningen ietwat teruggeschroefd, terwijl ze, op nettobasis, vrij aanzienlijke bedragen aan door de overheid uitgegeven schuldbewijzen uit hun portefeuilles verwijderden. De aangehouden overheidseffecten liepen op jaarbasis sneller terug, tot 5,0% in het vierde kwartaal van 2007. Deze ontwikkeling doet zich – op enkele kleine uitzonderingen na – voor sinds medio 2006 en is typisch voor periodes met toenemende korte rentetarieven en financieringskosten.

De groei op jaarbasis van de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector steeg geleidelijk tijdens de periode 2004-05 en stabiliseerde zich dan op een hoog peil in 2006. Die groei bleef robuust in 2007 en schommelde rond 11,5%. De leningen aan de particuliere sector bleven in 2007 de dominante vorm van door MFI's verstrekte kredieten, terwijl de omvang van de door MFI's aangekochte effecten met uitzondering van aandelen toenam.

Het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector bedroeg 11,1% in het vierde kwartaal van 2007; die groei schommelt reeds sinds medio 2006 rond dat hoge peil doordat de krachtige economische activiteit en de gunstige kredietverleningscriteria het groeitempo van de leningen ondersteunden. Tegelijkertijd werd de kredietvraag van de particuliere sector getemperd door de stijgende bancaire rentetarieven, die de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB sinds december 2005 weerspiegelden.

De sterke kredietverlening aan de particuliere sector verhult uiteenlopende ontwikkelingen in de afzonderlijke sectoren. Terwijl de groei op jaarbasis van de leningen aan huishoudens vertraagde in 2007 en aldus een sinds begin 2006 waargenomen trend voortzette, nam het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan financiële en niet-financiële ondernemingen toe.

De matiging van het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan huishoudens was hoofdzakelijk toe te schrijven aan de dalende groei van de woning hypotheek ten opzichte van het voorgaande jaar; deze ontwikkeling hield verband met de tragere stijging van de huizenprijzen en de vertraging van de bedrijvigheid op de huizenmarkt in een aantal economieën van het eurogebied, alsook met de geleidelijke stijging van de hypotheekrente in het gehele eurogebied tijdens de afgelopen kwartalen.

De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen steeg in 2007 tot een zeer hoog niveau volgens de maatstaven van de voorbije drie decennia. In de eerste helft van het jaar werd de vraag naar leningen ondersteund door een krachtige economische groei en omvangrijke fusie- en overnameactiviteiten, alsook door gunstige kredietvoorwaarden. In de tweede helft van 2007 riep het grote aantal MFI-leningen aan de particuliere niet-financiële sector de vraag op of de gerapporteerde stroom van leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen werd vertekend door het balansbeheer van de banken in het licht van de financiële onrust. Uit de beschikbare informatie

over het volume van leningen dat van MFI-balansen werd afgevoerd, bleek dat de banken in de tweede helft van 2007 verder leningen uit hun balans konden verwijderen, zij het in een iets lager tempo, wat aangaf dat de stroom van MFI-leningen aan de voornoemde sector nog steeds door de opgetekende gegevens werd onderschat.

Het grote aantal leningen in 2007 leek dus veeleer de financieringsstroom van de banken naar de niet-financiële ondernemingen en de huishoudens te weerspiegelen dan een herintermediatie ten gevolge van de financiële onrust, die wellicht slechts voor een klein gedeelte van de expansie van de MFI-leningen zorgde. De gegevens ondersteunden dus niet de opvatting dat de bancaire kredietverlening in 2007 ernstig werd getroffen door de turbulentie. Niettemin stemmen ze overeen met de strakkere leenvoorwaarden die blijken uit de twee enquêtes naar kredietverlening door banken van het derde en het vierde kwartaal, die wijzen op een aanzienlijke verstrakking van de kredietverleningscriteria voor de bedrijfswereeld, met name voor leningen aan grotere bedrijven en leningen met langere looptijden. Terzelfder tijd konden de niet-financiële ondernemingen wellicht blijven lenen via goedgekeurde kredietlijnen op voorwaarden die vóór de turbulenties waren overeengekomen.

Het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan OFI's trok sterk aan in de loop van 2007. In de eerste helft van het jaar leek de kredietverlening van de MFI's aan die instellingen vooral te zijn aangewakkerd door de vraag die uitging van de beleggingsfondsen en door de behoefte aan brugfinanciering voor true-sale securitisatietransacties. In de tweede helft van het jaar hing de vraag naar leningen bijvoorbeeld samen met de overname van het portefeuillebeheer van een MFI en beleggingsfondsen, alsook met de vraag die verbonden is aan de onrust wegens de inkringing van kredietlijnen aan conduits en structured investment vehicles (SIVs) en met de toegenomen voorkeur van de MFI's voor gewaarborgde interbancaire leningen die worden afgewikkeld via elektronische handelsplatforms.

In 2007 verstrekten de MFI's aan de particuliere sector krediet via een verhoging van hun portefeuille met door de bedrijven uitgegeven effecten; dit deden ze veeleer via aankopen van schuldbewijzen dan door aandelen en andere participaties te verwerven. De meeste van de in 2007 aangekochte effecten hadden lange looptijden. De forse groei van die aangehouden effecten, met name vóór de aanvang van de turbulenties, weerspiegelde de securitisatie van leningen in sommige landen van het eurogebied en de toenemende financiële integratie van het eurogebied, waarbij MFI's in het ene land van het eurogebied instrumenten kopen die hypothecaire leningen in andere landen van het eurogebied securitiseren, als substituut voor directe investeringen in die hypotheekmarkten. Daarnaast kochten MFI's eind 2007 aanzienlijke hoeveelheden schuldbewijzen in het kader van een overname van een MFI die werd uitgevoerd door een tot de OFI-sector behorende financieringsinstelling. Gelet op de financiële onrust zouden MFI's echter instrumenten kunnen hebben gekocht die gekoppeld zijn aan eerder gesecuritiseerde leningen, wat neerkomt op een herintermediatie van sommige van hun kredietportefeuilles.

Bij de overige tegenposten van M3 vertraagde de groei op jaarbasis van de beleggingen van de geldaanhoudende sector in door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva (uitgezonderd kapitaal en reserves) van 9,7% eind 2006 tot 7,8% in december 2007. Die cijfers verhullen echter dat die groei tot medio 2007 was toegenomen en nadien geleidelijk matigde,

een patroon dat algemeen zichtbaar is voor zowel de langerlopende deposito's als de door de MFI-sector uitgegeven schuldbewijzen. Dit is in overeenstemming met een verschuiving in de preferenties van de geldaanhoudende sector (namelijk een toegenomen voorkeur voor kortere looptijden) en zou, tot op zekere hoogte, kunnen wijzen op een vertraging van het securitisatietempo die vaak gepaard gaat met de creatie van langerlopende deposito's.

De netto externe vermogenspositie van de MFI-sector vertoonde in 2007 een volatiel verloop. Een aanzienlijke kapitaal invoer in het eerste kwartaal van 2007 liet de instroom op jaarbasis in de netto externe vermogenspositie van de MFI-sector oplopen tot een record van € 340 miljard in maart. De financiële-marktpartijen vonden de beleggingsmogelijkheden in het eurogebied immers gunstig, gelet op de lage volatiliteit en de ruime liquiditeit op de financiële markt. De netto jaarlijkse instroom vertraagde daarna gedurende de rest van het jaar, tot € 17 miljard in december, aangezien de investeringsposities niet langer winstgevend waren en daarom deels werden afgewikkeld (voor een uitvoerige analyse van de ontwikkelingen van de netto externe vermogenspositie van de MFI-sector wordt verwezen naar Kader 1). De monetaire opstelling van de betalingsbalans geeft aan dat de jaarlijkse instroom in de netto externe vermogenspositie van de MFI's voornamelijk beleggingen van niet-ingezetenen in schuldbewijzen uit het eurogebied weerspiegelt.

Kader 1

NETTO EXTERNE ACTIVA VAN DE MFI'S EN HUN INVLOED OP DE MONETAIRE ONTWIKKELINGEN

De netto externe vermogenspositie van de MFI-sector meet de via ingezeten MFI's afgewikkelde nettotransactie tussen de geldaanhoudende sector in het eurogebied en de tegenpartijen ervan buiten het eurogebied. De netto externe vermogenspositie is een van de tegenposten van het ruime monetaire aggregaat M3 en verklaart soms een belangrijk deel van de monetaire ontwikkelingen in het eurogebied. In tegenstelling tot het grootste deel van 2006 vertoonde het twaalfmaands mutatietempo van de netto externe vermogenspositie in 2007 uitgesproken bewegingen, met een sterke toename rond eind 2006 en begin 2007 en een daaropvolgende afzwakking in de tweede helft van het jaar. Hoewel dat verloop werd weerspiegeld in het patroon van de groei

op jaarbasis van M3 tussen oktober 2006 en april 2007, was dit niet langer het geval tussen mei en oktober 2007 (zie Grafiek A). In dit kader worden de ontwikkelingen van de netto externe activa van de MFI's besproken en worden mogelijke verklaringen gezocht.

Enkele begrippen

Het antwoord op de vraag of bewegingen in de netto externe vermogenspositie van de MFI's al dan niet een invloed hebben op M3, hangt af van de wijze waarop geldaanhoudende sectoren in het eurogebied, zoals huishoudens of niet-financiële ondernemingen, hun transacties met de rest van de wereld financieren¹.

Beschouwen we bijvoorbeeld een situatie waarin een huishouden in het eurogebied een obligatie koopt van een buitenlandse entiteit in de Verenigde Staten. Als voor deze transactie rekeningen bij een MFI worden gebruikt, zorgt dit voor een daling van de netto externe activa van de MFI-sector, aangezien de kredietinstelling in het eurogebied die de transactie uitvoert, ofwel de vorderingen op haar correspondentbank in de Verenigde Staten vermindert ofwel een deposito verleent aan die bank. Het effect op M3 is echter dubieus. Indien de aankoop, enerzijds, wordt gefinancierd uit de girale deposito's die het huishouden bij zijn kredietinstelling aanhoudt, zal dat een remmende invloed hebben op M3, aangezien de M1-component verkleint. Als de transactie, anderzijds, wordt gefinancierd door middel van een lening die de bank aan het huishouden verstrekt, zal dit geen weerslag hebben op M3, maar wel leiden tot een verandering in de samenstelling van de tegenposten van M3².

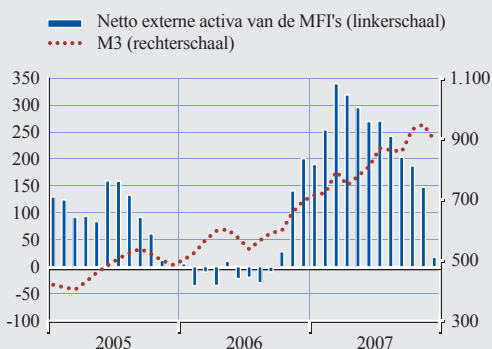
Omgekeerd, indien een buitenlandse entiteit een effect koopt van een entiteit in de geldaanhoudende sector in het eurogebied en die aankoop vereffent door geld over te maken van haar bankrekening bij een MFI uit het eurogebied naar de bankrekening van de entiteit in het eurogebied, dan zal M3 toenemen in samenhang met een stijging van de netto externe activa van de MFI-sector van het eurogebied.

Een belangrijk instrument om de factoren te onderzoeken die ten grondslag liggen aan de ontwikkelingen van de netto externe positie van de MFI's is de "monetaire opstelling van de betalingsbalans". Dit Kader legt een verband tussen de betalingsbalansstatistieken en de balansstatistieken voor de MFI-sector, en maakt het mogelijk om na te gaan of de kapitaalstromen die gepaard gaan met de veranderingen in de netto externe positie afkomstig zijn van de geldaanhoudende sectoren in het eurogebied of van niet-ingezetenen, en of ze goederen- en dienstenverkeer dan wel directe investeringen en effectenverkeer weerspiegelen.

- 1 Bij het analyseren van de monetaire ontwikkelingen moet voor ogen worden gehouden dat enkel transacties tussen geldbezitters uit het eurogebied enerzijds en banken en niet-ingezetenen van het eurogebied anderzijds een directe invloed hebben op de geldhoeveelheid. Een transactie tussen niet-MFI's in het eurogebied vertegenwoordigt enkel de geldomloop binnen de geldaanhoudende sector, zonder invloed op de totale geldhoeveelheid in het eurogebied. Dit is het geval wanneer particuliere transacties worden gefinancierd via een aandelenuitwisseling.
- 2 Er dient te worden benadrukt dat sommige transacties die de netto externe activa van de MFI's beïnvloeden, geen enkele weerslag hebben op het geld, noch op het krediet. Een kredietinstelling die bijvoorbeeld een overheidsobligatie van het eurogebied verkoopt aan een niet-ingezetene, zal de netto externe activa van de MFI's (opwaarts) en de kredietverlening aan de overheid (neerwaarts) beïnvloeden, zonder enige gevolgen voor M3.

Grafiek A Netto externe activa van de MFI's en M3

(twaalfmaands stromen in miljarden euro's)



Bron: ECB.

Verklaringen voor de ontwikkelingen van de netto externe activa van de MFI's sinds eind 2006

De “monetaire opstelling” van de betalingsbalans geeft aan dat de beleggingen in activa uit het eurogebied, met name in schuldbewijzen maar ook in aandelen (zie Grafiek B)³, de belangrijkste oorzaak waren van de opwaartse beweging van de netto externe positie van de MFI's tussen eind 2006 en de lente van 2007.

Schuldbewijzen

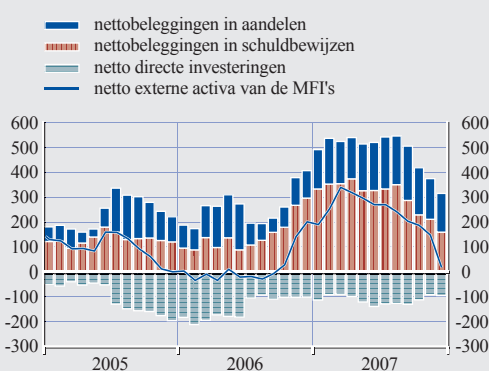
Wat de oorsprong van de kapitaalstromen betreft, blijkt de stijging van het twaalfmaands mutatiem tempo van de netto externe activa van de MFI's hoofdzakelijk voort te vloeien uit de hogere beleggingen van buitenlanders in het eurogebied, veeleer dan uit repatriëringen van geld uit het buitenland door ingezetenen van het eurogebied. De buitenlandse beleggingen in schuldbewijzen uit het eurogebied waren vanaf medio 2006 aanzienlijk, waarbij de twaalfmaands instroom een nieuwe piek bereikte in april 2007 en hoog bleef tot het derde kwartaal van 2007 (zie Grafiek C). Dit zou kunnen wijzen op een gunstig beleggingsklimaat in het eurogebied voor buitenlandse financiële-marktpartijen, dankzij een lage volatiliteit en een ruime liquiditeit op de financiële markten. De sterke vraag van niet-ingezetenen naar schuldbewijzen uit het eurogebied, tegen de achtergrond van de verminderde netto-uitgifte door de overheid in het eurogebied, werd in belangrijke mate gecompenseerd door de verkoop van overheids effecten door de MFI's.

In de tweede helft van het jaar hebben sommige investeringsposities hun aantrekkingskracht verloren tegen de achtergrond van de financiële beroering en de herinschatting van de risico's. Het is ook mogelijk dat beleggers van buiten het eurogebied liquiditeiten nodig hadden voor andere transacties en om die reden hun beleggingen in het eurogebied niet verhoogden. Tegelijkertijd trokken gunstige beleggingsmogelijkheden in de rest van de wereld ingezetenen van het eurogebied aan. Dit was merkbaar in de geleidelijke stijging van de twaalfmaands stroom aan beleggingen in buitenlandse schuldbewijzen door beleggers uit het eurogebied. Dergelijke beleggingen werden

3 Voor nadere informatie over de monetaire opstelling van de betalingsbalans van het eurogebied wordt verwezen naar het Kader getiteld “Monetaire opstelling van de betalingsbalans van het eurogebied” in het Maandbericht van juni 2003.

Grafiek B Samenstelling van de kapitaalstromen van de geldaanhoudende sector en netto externe activa van de MFI's

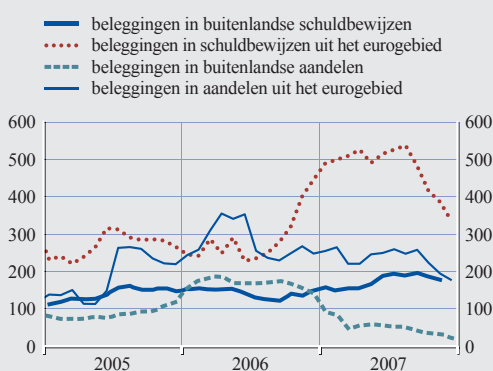
(twaalfmaands stromen in miljarden euro's)



Bron: ECB.

Grafiek C Samenstelling van het effectenverkeer

(twaalfmaands stromen in miljarden euro's)



Bron: ECB.

wellicht steeds aantrekkelijker door een versterking van de wisselkoers van de euro. Aangezien de buitenlandse beleggingen in schuldbewijzen van het eurogebied grotendeels onveranderd bleven tot augustus 2007 en vervolgens sterk terugliepen, en de beleggingen door ingezetenen van het eurogebied in het buitenland vrij stabiel bleven, nam de twaalfmaands stroom van de netto externe vermogenspositie van de MFI's in de tweede helft van het jaar af.

Aandelen en buitenlandse directe investeringen

Wat het beleggingsverkeer in aandelen betreft, werd een onafgebroken daling opgetekend van de beleggingen in het buitenland door in het eurogebied gevestigde niet-MFI's, terwijl de beleggingen door buitenlanders in het eurogebied tamelijk stabiel bleven, zij het op een veel geringer peil dan die in schuldbewijzen, ondanks een lichte daling tegen het einde van het jaar. Uit kwalitatieve informatie aan het einde van 2006 en het begin van 2007 bleek dat internationale beleggers de aandelenmarkten in het eurogebied gunstig beoordeelden en dat de verwachtingen van de beleggers voor de bedrijfswinsten in het eurogebied positief waren. Tot medio 2007 wezen de nettobeleggingen in aandelen op een krachtiger instroom op jaarbasis in de netto externe vermogenspositie van MFI's, die werd gecompenseerd door de matigende invloed van de netto directe investeringen. Dit patroon werd in het vierde kwartaal van 2007 echter ietwat omgebogen, toen de jaarlijkse netto-instroom in aandelen enigszins terugliep maar deze daling werd gecompenseerd door een lagere netto uitstroom voor de directe investeringen.

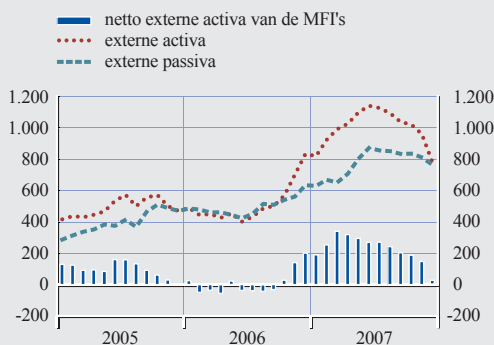
Naast de uitgesproken bewegingen van de netto externe activa van de MFI's sinds eind 2006, waren er even geprononceerde ontwikkelingen in de bruto externe activa (en passiva) van de MFI-sector in het eurogebied. Dit wijst op een verandering in vergelijking met de relatief geleidelijke stijging die voorheen merkbaar was (zie Grafiek D). De gelijktijdige expansie van die brutoposities in 2007 vloeide hoofdzakelijk voort uit een snelle toename van de kredietverlening door MFI's aan de rest van de wereld, die leidde tot een schuldverwerving in deposito's door MFI's in het eurogebied ten opzichte van niet-ingezetenen van het eurogebied.

Zo'n gelijktijdige expansie van de bruto externe activa en passiva kan wijzen op een sterkere financiële integratie. Een gevolg hiervan zou kunnen zijn dat transacties binnen de MFI-

sector, zoals MFI's in het ene land van het eurogebied die de kredietverlening van MFI's in een ander euroland financieren, in toenemende mate verlopen via een buiten het eurogebied gevestigd financieel centrum. Een andere mogelijkheid is dat ingezeten kredietinstellingen, bijvoorbeeld geldmarktfondsen, uitsluitend handelen namens hun niet in het eurogebied gevestigde moederbedrijven. Als die instellingen hun middelen enkel ontvangen van de rest van de wereld en ze ook alleen beleggen op de thuismarkt van het moederbedrijf, dan zullen al hun activiteiten enkel voorkomen in de externe activa en passiva van de geconsolideerde balans van de MFI-sector in het eurogebied.

Grafiek D Ontwikkelingen van de bruto externe activa en passiva

(twaalfmaands stromen in miljarden euro's)



Bron: ECB.

De sterke expansie van de bruto externe posities heeft geen onmiddellijke gevolgen voor de netto externe positie. Die situatie zou echter wel kunnen leiden tot aanzienlijke overboekingen van liquiditeiten, die resulteren in sterke kortetermijnmutaties in de omvang en de richting van de stromen in de netto externe vermogenspositie van de MFI's. Dit veroorzaakt dan weer een grotere blootstelling van de binnenlandse monetaire ontwikkelingen aan externe krachten.

Conclusies

De netto externe vermogenspositie van de MFI-sector in het eurogebied schommelt sterk sinds eind 2006, zodat de netto twaalfmaands instroom in maart 2007 uitkwam boven die tijdens de periode van portefeuilleherstructureringen van 2001 tot 2003. Het verloop van de netto externe vermogenspositie tot de lente van 2007 had een merkbare invloed op het patroon van de M3-groei, ten minste in de boekingen ervan. De transacties tussen de geldaanhoudende sector in het eurogebied en de rest van de wereld zullen vermoedelijk toenemen in overeenstemming met de wereldwijde integratie van de financiële markten. Gelet op de vele motieven voor en opdrachtgevers van zulke transacties, zal een gedetailleerde beoordeling van de ontwikkelingen van de netto externe activa in het licht van de monetaire analyse van de ECB een belangrijke uitdaging vormen.

SPANNINGEN OP DE GELDMARKT ALS GEVOLG VAN DE ONRUST OP DE FINANCIËLE MARKTEN

De geldmarktrente steeg in 2007 over het gehele looptijdenspectrum. In de eerste helft van het jaar was dit in overeenstemming met de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB. De niet-gewaarborgde geldmarktrente nam nog aanzienlijk toe in de tweede helft van het jaar, na de turbulenties op de geldmarkt en de financiële markt. Het renteverskil tussen de gewaarborgde en niet-gewaarborgde geldmarktrente werd groter voor alle looptijden, met uitzondering van de zeer korte. Hoewel die renteverskillen begin 2008 waren gedaald, bleven ze op een hoog peil.

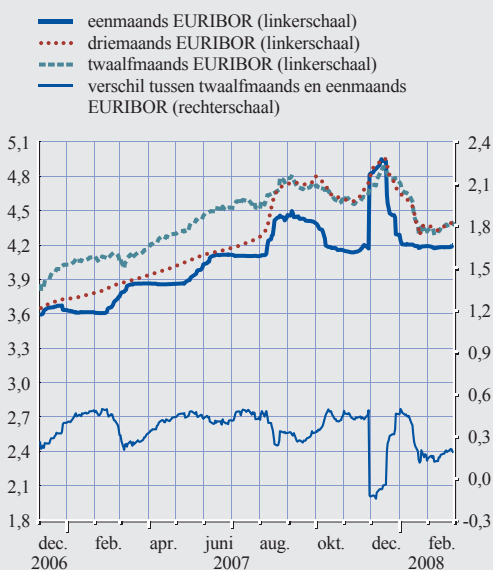
De Raad van Bestuur verhoogde de basisrentetarieven van de ECB in maart en juni 2007 met telkens 25 basispunten, zodat de marginale beleningsrente, de minimale inschrijvingsrente en de depositorente opliepen tot respectievelijk 5%, 4% en 3% (zie Grafiek 1). Gedurende de rest van 2007 en begin 2008 bleven de basisrentetarieven van de ECB onveranderd. Na een gestage toename in de eerste helft van het jaar, in overeenstemming met de verwachtingen dat de basisrentetarieven van de ECB verder zullen worden verhoogd, stegen

de niet-gewaarborgde geldmarktrentetarieven sterk vanaf 9 augustus, wegens de spanningen op de geldmarkt en de financiële markten na de bezorgdheid over de blootstelling van de banken aan verliezen op subprime-hypotheken in de Verenigde Staten en complexe afgeleide instrumenten (zie Grafiek 10). Die rentetarieven bereikten medio december recordniveaus, toen de onderliggende spanningen op de interbancaire markt werden aangewakkerd door de onzekerheid in verband met het einde van het jaar. Op 29 februari 2008 bedroegen de eenmaands, de driemaands en de twaalfmaands EURIBOR respectievelijk 4,20%, 4,38% en 4,38%, dat is 57, 66 en 35 basispunten meer dan op 2 januari 2007. Daarentegen liepen de gewaarborgde interbancaire rentetarieven vanaf augustus geleidelijk terug, als gevolg van de neerwaartse bijstelling van de marktverwachtingen omtrent het toekomstige beloop van de basisrentetarieven van de ECB.

Gelet op de aanzienlijke stijgingen van de niet-gewaarborgde geldmarktrente nam het overeenstemmende ecart tussen de gewaarborgde en niet-gewaarborgde geldmarktrente sterk toe, in het bijzonder voor de looptijden van één maand en langer (zie Grafiek 11). Die renteverskillen

Grafiek 10 Geldmarktrente

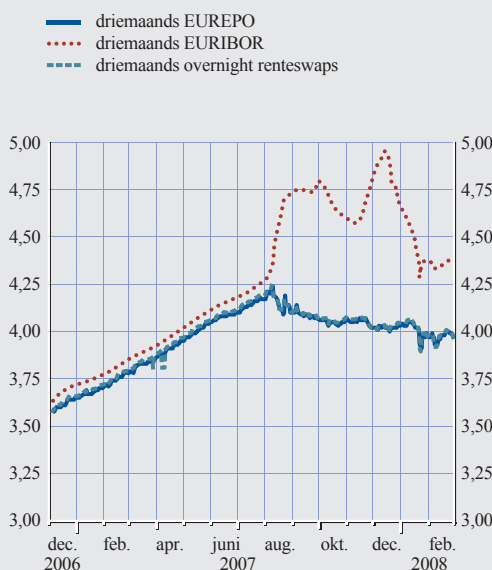
(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB en Reuters.

Grafiek 11 Driemaands EUREPO, EURIBOR en overnight renteswaps

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB en Reuters.

bleven hoog in de laatste maanden van het jaar; het ecart tussen de driemaands EURIBOR en de driemaands EUREPO (een index voor repo's ten behoeve van de particuliere sector) bereikte op 17 december een piek van 93 basispunten als gevolg van de ernstige spanningen tegen het einde van het jaar. Hoewel dat renteverskil nadien is gedaald tot 43 basispunten op 29 februari 2008, bleef het hoog in vergelijking met zijn gemiddelde peil van rond 7 basispunten in de eerste helft van 2007.

De helling van de geldmarktrendementscurve - zoals afgemeten aan het verschil tussen de twaalfmaands en de eenmaands EURIBOR - was enigszins volatiel in de loop van 2007, waarbij dat verschil schommelde tussen -15 en 50 basispunten. Op 29 februari 2008 bedroeg dat verschil 18 basispunten, tegen 40 basispunten op 2 januari 2007 (zie Grafiek 10). De helling van de geldmarktrendementscurve dient evenwel met enige behoedzaamheid te worden geïnterpreteerd, aangezien - naar historische maatstaven - de renteverskillen tussen de niet-gewaarborgde EURIBOR-tarieven en de gewaarborgde

rentetarieven (zoals EUREPO) gedurende de tweede helft van het jaar uitzonderlijk groot waren voor alle looptijden, behalve op de zeer korte termijn, als gevolg van de turbulentie op de geldmarkt sinds augustus 2007.

De impliciete driemaands EURIBOR-futuresrente voor 2008 nam toe in de loop van 2007. Niettemin moet ook deze toename voorzichtig worden geïnterpreteerd, gelet op de scherpe stijgingen van de EURIBOR-rentetarieven tegen de achtergrond van de spanningen op de geldmarkt, die de gebruikelijke informatiewaarde van die tarieven ten aanzien van de renteverwachtingen waarschijnlijk vertroebelen. Op 29 februari 2008 bedroeg de rente die voortvloeit uit de driemaands futurescontracten met vervaldata in maart, juni en september 2008 respectievelijk 4,36%, 4,05% en 3,71%, dat is 33 en 6 basispunten meer en 27 basispunten minder dan op 2 januari 2007.

Gedurende de eerste helft van 2007 is de impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futures gedaald. Daarna nam de impliciete volatiliteit echter aanzienlijk toe vanaf

DE VOLATILITEIT VAN DE GELDMARKTRENTEN IN 2007

Bij het beoordelen van de ontwikkelingen op de geldmarkt in de loop van 2007 is het belangrijk dat niet alleen de renteniveaus worden geanalyseerd (zoals in de hoofdtekst wordt beschreven), maar ook hun volatiliteit. Twee aspecten zijn in dit verband bijzonder relevant: i) het beoordelen van de invloed van de monetaire-beleidsbeslissingen op de geldmarkten; en ii) het analyseren van hoe goed de markt functioneert, in het bijzonder met betrekking tot de transmissie van de monetaire-beleidsignalen van het korte segment naar het lange segment van het looptijdenspectrum van de rente.

Wat het eerste aspect betreft, trachten de centrale banken ervoor te zorgen dat hun beleidshandelingen en -communicatie zelf geen onnodige onzekerheid in de hand werken (bijvoorbeeld door “ruis” aan de economie toe te voegen), die meestal tot uiting zou komen in een hogere volatiliteit op de financiële markten.

Wat het tweede aspect betreft, verschaft een analyse van de volatiliteit inzicht in de microstructuur van de geldmarkten en in de efficiëntie van hun werking¹. Zo zou een vergelijking van de rentevolatiliteit bij specifieke looptijden met het gemiddelde volatiliteitsniveau over het gehele looptijdenspectrum de centrale bank in staat kunnen stellen atypische bewegingen in bepaalde segmenten van de geldmarkt te ontdekken die, op hun beurt, zouden kunnen gerelateerd zijn aan onvolkomenheden in de structuur van de markt, en die een belemmering zouden kunnen vormen voor de efficiënte transmissie van de monetaire-beleidsimpuls.

Tegen die achtergrond zou een analyse van de volatiliteit van de geldmarktrentetarieven in de loop van 2007 een licht kunnen werpen op de weerslag van de financiële beroering die vanaf augustus 2007 merkbaar werd. Dit Kader onderzoekt de ontwikkelingen op het niet-gewaarborgde segment van de interbancaire markt (namelijk transacties uitgevoerd zonder onderpand), het segment dat het zwaarst werd getroffen door de onrust. In dit Kader wordt dieper ingegaan op de volatiliteitsmaatstaven afgeleid van de daggeldrente, de interbancaire depositorente met looptijden van één, drie, zes en twaalf maanden, en de driemaands EURIBOR (waarvoor een waaier van derivatencontracten bestaat)².

Verloop van de volatiliteit van de geldmarktrente in 2007

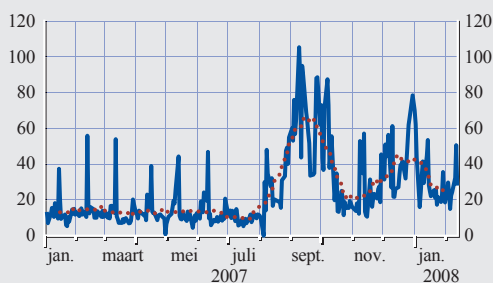
Grafiek A toont het verloop van de historisch gerealiseerde volatiliteit van de daggeldrente in 2007. Tussen januari en medio juli bleef de gerealiseerde volatiliteit vrij laag, op niveaus die vergelijkbaar waren met die van de afgelopen jaren. De volatiliteit vertoonde het gebruikelijke patroon van periodieke stijgingen beperkt tot specifieke periodes, namelijk de dagen tussen de laatste basis-herfinancieringstransactie en de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode.

- 1 Eén probleem is aldus de vraag hoe de volatiliteit van de rente en de financiële rendementen kan worden gemeten. Dit wordt besproken in het artikel getiteld “The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective” in het ECB Maandbericht van februari 2008.
- 2 De twee volatiliteitsmaatstaven die in dit Kader worden onderzocht, namelijk de gerealiseerde historische volatiliteit en de impliciete volatiliteit, worden uitvoerig beschreven in het Kader getiteld “Measuring volatility in the money market” in het in voetnoot 1 vermelde artikel.

Grafiek A Dagelijks gerealiseerde volatiliteit van de daggeldrente

(basispunten)

- dagelijks gerealiseerde volatiliteit van de daggeldrente
- gecentreerd voortschrijdend gemiddelde over 21 dagen

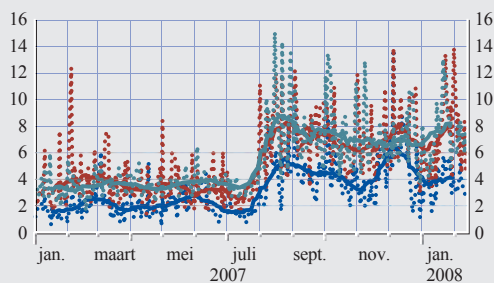


Bronnen: Reuters en ramingen van de ECB.

Grafiek B Dagelijks gerealiseerde volatiliteit van de langerlopende depositorente

(basispunten)

- eenmaands depositorente
- driemaands depositorente
- twaalfmaands depositorente
- gecentreerd voortschrijdend gemiddelde over 21 dagen (eenmaands)
- gecentreerd voortschrijdend gemiddelde over 21 dagen (driemaands)
- gecentreerd voortschrijdend gemiddelde over 21 dagen (twaalfmaands)



Bronnen: Reuters en ramingen van de ECB.

Nadat een toegenomen volatiliteit op de meeste financiële markten was waargenomen tegen het einde van juli, groeiden de spanningen op de geldmarkt begin augustus als gevolg van de stijgende onzekerheid omtrent de potentieel grote verliezen van de banken op hun investeringen op de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkten en op aanverwante instrumenten. Dit resulteerde in een grotere vraag naar daggeld en in een scherpe stijging van het volatiliteitsniveau. De volatiliteit handhaafde zich op een zeer hoog niveau tot oktober, toen de situatie zich enigszins stabiliseerde, deels dankzij de efficiëntie van het liquiditeitsbeleid dat de ECB voerde om het hoofd te bieden aan de spanningen op de geldmarkt. Na medio november staken de spanningen echter opnieuw de kop op. De daggeldrente was opnieuw ongewoon volatiel, in het bijzonder tegen het einde van het jaar, als gevolg van de wijdverbreide bezorgdheid van de marktdeelnemers ten aanzien van een mogelijk liquiditeitstekort rond de jaarwisseling.

Wanneer wordt gekeken naar de langerlopende rente – namelijk de depositorente met een looptijd van één, drie of twaalf maanden – is het profiel dat zich aftekent grotendeels identiek (zie Grafiek B). Er blijken echter een aantal aanmerkelijke verschillen te zijn opgetreden, waarbij de langerlopende rente vooral scherper leek te reageren op de turbulenties van augustus.

Wat is de verklaring voor de toegenomen volatiliteit in augustus 2007?

Tussen eind juni en begin augustus werd duidelijk dat een aantal Europese financiële instellingen aanzienlijke verliezen hadden geleden op hun activiteiten op de Amerikaanse subprime-markten. Naarmate de bezorgdheid over de blootstelling aan wanbetalingen op Amerikaanse subprime-hypotheekmarkten toenam, verminderde het vermogen van de conduits om zichzelf te herfinancieren, en steeg de vraag naar liquiditeiten vanwege de banken die aan deze conduits krediet moesten verlenen. Die verschijnselen werden nog versterkt door moeilijkheden bij de waardering van die financiële producten. De toegenomen vraag naar liquiditeiten, in combinatie met een verlies aan vertrouwen bij de tegenpartijen, resulteerde in

een tendens bij een groot gedeelte van de banken om liquiditeiten op te potten, waardoor de totale marktliquiditeit aanzienlijk afnam. De rente op de geldmarkt steeg fors, niet in het minst in het daggeldsegment, waar de rente voor transacties binnen de werkdag bijna 70 basispunten boven de minimale inschrijvingsrente uitkwam.

Op 9 augustus injecteerde het Eurosysteem - in het licht van de sterke vraag naar liquiditeiten op de daggeldmarkt, die ook een aanzienlijke stijging van de zeer kortlopende marktrente veroorzaakte - een groot bedrag aan liquiditeiten op de markt voor die dag, via een herfinancieringstransactie op één dag. Omdat de spanningen op de geldmarkt aanhielden, werden rentestijgingen in de langerlopende segmenten van de niet-gewaarborgde geldmarkt opgetekend (dat is op interbancaire leningen die niet door een uitwisseling van onderpand zijn gewaarborgd), wat leidde tot ecarts ten opzichte van de gewaarborgde segmenten die tot vijfmaal hoger waren dan het historische gemiddelde. Om een betere verdeling van de liquiditeiten tussen de banken in de hand te werken, voerde het Eurosysteem verscheidene vormen van liquiditeitsverruimende transacties uit tijdens de tweede helft van het jaar. Die maatregelen, in combinatie met een actief communicatiebeleid, hielpen de markt vlotter te werken, althans op de korte termijn, en konden de banken er mede van overtuigen dat aan hun liquiditeitsbehoeften zou worden voldaan. Hierdoor nam het volatiliteitsniveau op de gewaarborgde markt enigszins af voor verscheidene looptijden.

Vergelijking van het verloop van de gerealiseerde en de impliciete volatiliteit

De impliciete volatiliteit³ wordt berekend aan de hand van opties die gebaseerd zijn op verwachtingen, en geeft aldus enige aanwijzingen omtrent de volatiliteit tijdens de door de contracten gedekte periode (gebruikelijke driemaands EURIBOR-futurescontracten). De gerealiseerde volatiliteit, daarentegen, weerspiegelt de op de markt heersende onzekerheid.

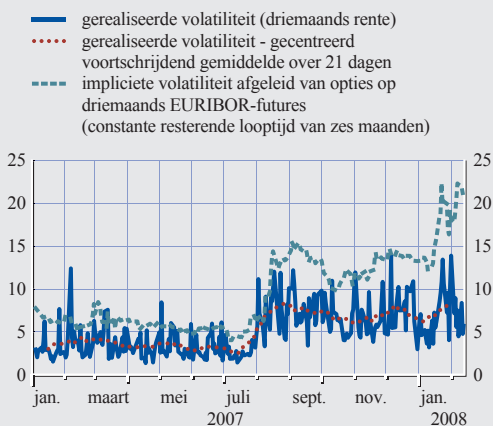
Hoewel de profielen van de twee volatiliteitsmaatstaven grotendeels identiek zijn, gaf de impliciete volatiliteit meer uitgesproken ontwikkelingen te zien dan die van de gerealiseerde volatiliteit berekend op basis van de driemaands depositorente. Uit Grafiek C blijkt dat de impliciete volatiliteit medio juli begon op te lopen, waarna ze begin augustus fors toenam en nadien sterke schommelingen vertoonde. Een vergelijkbare ontwikkeling werd opgetekend voor de gerealiseerde volatiliteit, zoals berekend op basis van de driemaands depositorente, hoewel die maatstaf geleidelijker en in totaal rustiger steeg, ook in augustus (dus in de meest kritische periode voor de eurogeldmarkt).

Die ontwikkelingen van de twee volatiliteitsmaatstaven vloeien grotendeels voort uit de aard van die maatstaven. Terwijl de stijging van de gerealiseerde volatiliteit van de driemaands rente verband houdt met de waargenomen spanningen in het driemaands niet-gewaarborgde segment van de geldmarkt, houdt de impliciete volatiliteit ook rekening met de onzekerheid omtrent de toekomstige weerslag van de spanningen die voortvloeien uit de aankondigingen van een aantal Europese banken betreffende hun blootstelling aan gesecuritiseerde producten die gekoppeld zijn aan de subprime-hypotheekmarkt. Die heersende spanningen op de geldmarkt gaven met name aanleiding tot een groeiende onzekerheid ten aanzien van de toekomstige financiële en macro-economische omgeving, die tot uiting komt in de maatstaf van de impliciete volatiliteit, maar niet in die van de gerealiseerde volatiliteit.

³ De voor dit Kader gehanteerde impliciete volatiliteit is afgeleid van opties op driemaands futurescontracten, met een constante resterende looptijd van zes maanden.

Grafiek C Gerealiseerde en impliciete volatiliteit voor de driemaands geldmarktrente

(basispunten)



Bronnen: Reuters en ramingen van de ECB.

De maatstaf van de gerealiseerde volatiliteit, die tot begin september uitzonderlijk hoog was, daalde enigszins in de loop van die maand, mogelijk als gevolg van het ruime liquiditeitsbeleid dat vanaf medio augustus werd gevoerd. Terzelfder tijd bleef de impliciete volatiliteit hoog, waarschijnlijk onder invloed van de meer uitgesproken spanningen in het niet-gewaarborgde segment van de markt, in het bijzonder voor de looptijd van drie maanden, hoewel ze eveneens een dalende tendens vertoonde in september.

Ondanks de bovenvermelde dalingen stabiliseerden beide maatstaven zich nadien grotendeels, zij het rond hogere niveaus dan vóór het begin van de turbulenties in augustus, wat erop wijst dat een terugkeer naar de stabiele marktverhoudingen van vóór de periode van onrust nog enige tijd zou kunnen vergen.

augustus, naarmate de spanningen vat kregen op de geldmarkt en de financiële markten (zie Kader 2).

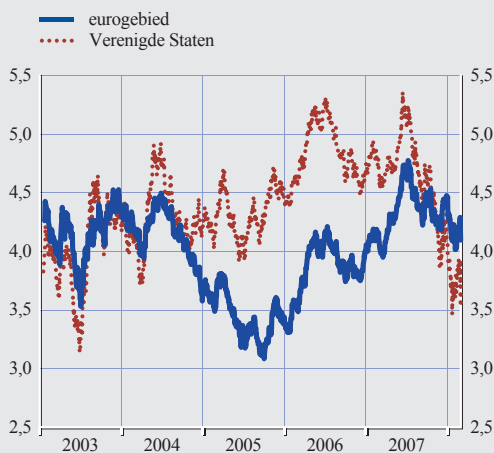
HEVIGE SCHOMMELINGEN OP DE MONDIALE OBLIGATIEMARKTEN IN 2007

Eind 2007 bedroegen de rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied 4,4%, of ongeveer 40 basispunten meer dan een jaar eerder (zie Grafiek 12). Die tamelijk geringe totale stijging van de rendementen verhult echter relatief sterke fluctuaties gedurende het jaar. Met name leidde de financiële beroering die werd veroorzaakt door de problemen in de Amerikaanse vastgoedsector, tot een toegenomen volatiliteit op de mondiale obligatiemarkten in het laatste deel van het jaar. De matige totale verandering van de nominale rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied vloeide voort uit lichte stijgingen van de reële rendementen op tienjaars geïndexeerde obligaties en van de overeenkomstige “break-even”-inflatie op lange termijn. Het rendement op geïndexeerde overheidsobligaties met vervaldatum in 2015 - een maatstaf van de lange reële rente - stond eind 2007 op 2%, ongeveer 20 basispunten hoger dan

eind 2006. De vijf jaar vooruit verwachte vijfjaars “break-even”-inflatie, die de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers op de lange termijn en de daaraan verbonden risicopremies meet, trok in

Grafiek 12 Rendementen op langlopende overheidsobligaties ¹⁾

(procenten per jaar, daggegevens)



Bronnen: Reuters, Bloomberg en Thomson Financial Datastream.
1) Tienjaars obligaties of obligaties met de meest vergelijkbare looptijd.

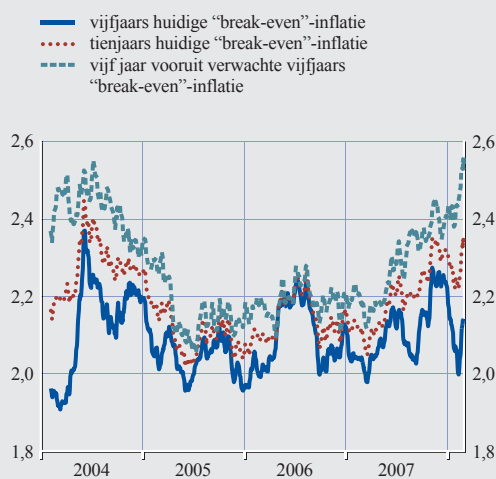
2007 aan met 20 basispunten, tot nagenoeg 2,4% aan het einde van het jaar.

In de eerste helft van 2007 gingen de rendementen op langlopende overheidsobligaties aan weerszijden van de Atlantische Oceaan sterk omhoog. In het eurogebied stegen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties van eind december 2006 tot begin juli 2007 met maximaal ongeveer 70 basispunten, terwijl de rendementen op tienjaars obligaties in de Verenigde Staten piekten op een niveau dat 60 basispunten hoger lag dan eind 2006. De toename van de lange rente in het eurogebied gaf aan dat de markt een krachtige economische groei verwachtte. Deze beoordeling stemde overeen met de bekendgemaakte gegevens over de macro-economische activiteit en het ondernemersvertrouwen, die gemiddeld beter waren dan voorzien. De geleidelijke stijging van de obligatierendementen in het eurogebied werd in de eerste zes maanden van 2007 tweemaal kort onderbroken. Eerst daalden de rendementen op langlopende obligaties aan het einde van februari en het begin van maart, na een sterke afname van de risicobereidheid en daaruit voortvloeiende portefeuilleherschikkingen van aandelenmarkten naar obligatiemarkten. Vervolgens, begin juni, namen de rendementen op langlopende obligaties fors toe, als gevolg van de massale verkoopgolven op de obligatiemarkten in de Verenigde Staten.

Al met al was het relatief sterke herstel van de nominale obligatierendementen in het eurogebied tijdens de eerste helft van 2007 hoofdzakelijk het gevolg van een stijging van de reële-rentecomponent. Tegelijkertijd gaven de verwachtingen van de marktdeelnemers omtrent de inflatie op de lange termijn voor het eurogebied en de daaraan verbonden risicopremies tijdens die periode slechts een lichte stijging te zien. De vijf jaar vooruit verwachte vijfjaars “break-even”-inflatie nam bijvoorbeeld met 10 basispunten toe gedurende de eerste zes maanden van 2007, tot een peil van 2,3% aan het einde van juni (zie Grafiek 13).

Grafiek 13 Huidige en toekomstige “break-even”-inflatie in het eurogebied

(procenten per jaar; vijfdaags voortschrijdende gemiddelden van daggegevens; seizoengezuiverd)



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.

In de zomermaanden van 2007 begon de bezorgdheid over de situatie op de Amerikaanse vastgoedmarkt toe te nemen. Het werd met name duidelijk dat kredietnemers met de laagste kredietwaardigheid het moeilijk hadden om subprime-hypotheeklen af te lossen die werden verleend tijdens de periode met zeer lage rentetarieven tussen 2002 en 2004. Aanvankelijk waren de beleggers van mening dat de problemen beperkt zouden blijven tot de Verenigde Staten en dat slechts een relatief geringe reeks activa zou worden beïnvloed. Eind juli werd dat betrekkelijk gunstige scenario ernstig in twijfel getrokken, toen aan het licht kwam dat ook Europese financiële instellingen grote posities hadden op de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt. In een beperkt aantal gevallen brachten de verliezen op dergelijke posities zelfs de financiële gezondheid van de betrokken instellingen in gevaar. De onthulling van zulke ernstige risico's leidde tot een wijder verbreide onrust op de financiële markt met een algemene toename van de risicoaversie, die de beleggers aanzette tot portefeuilleherschikkingen van riskantere activa naar bijvoorbeeld overheidsobligaties.

Door de onrust was het rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied tegen het einde van het jaar met in totaal 30 basispunten teruggelopen in vergelijking met begin juli, vooral als gevolg van de lagere reële rendementen. De obligatierendementen namen in de Verenigde Staten veel sterker af, zodat het tienjaars rendement aan het einde van het jaar ongeveer 130 basispunten lager was dan zijn medio juni bereikte piek. De scherper daling van de rendementen in de Verenigde Staten lijkt voort te vloeien uit een lagere inschatting door de beleggers van de groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie, alsook uit het besluit van het FOMC om de rente op 18 september, 31 oktober en 11 december te verlagen.

Al met al deed de recente turbulentie zich voor aan het einde van een relatief lange periode met kalme marktomstandigheden. Waarschijnlijk heeft het betrekkelijk rustige marktklimaat vóór de beroering heel wat marktdeelnemers ertoe aangezet beleggingsbeslissingen te nemen op basis van risicobeoordelingen die achteraf te optimistisch bleken te zijn. In Kader 3 worden de voornaamste gelijkenissen en verschillen tussen de onrust van 2007 en die van 1998 belicht.

De vijf jaar vooruit verwachte vijfjaars “break-even”-inflatie steeg nogmaals met 10 basispunten tijdens de laatste zes maanden van 2007, tot 2,4% aan het einde van het jaar. De totale toename van de “break-even”-inflatie in 2007 hield mogelijk verband met de verslechtering van de inflatievoorzichten voor de korte termijn, die vooral samenhang met de sterk stijgende prijzen van olie en voedingsmiddelen. Het is echter niet duidelijk in hoeverre de totale stijging van die indicator verschuivingen in de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers op de lange termijn en in de daaraan verbonden risicopremies weerspiegelt.

De perceptie bij de marktdeelnemers aangaande de onzekerheid op de obligatiemarkten in het eurogebied, zoals afgemeten aan de impliciete volatiliteit, bleef gedurende de eerste zes maanden van het jaar stabiel. Hieruit blijkt dat

zowel in het eurogebied als in de wereldeconomie een aanhoudend gunstige omgeving werd verwacht. Die gunstige beoordeling van de beleggers sloeg om als gevolg van de onrust, waardoor de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt toenam tussen juni en augustus. Daarna bleef de impliciete volatiliteit in het eurogebied grotendeels onveranderd op dat ietwat hoge peil.

In de eerste twee maanden van 2008 daalden de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied met ongeveer 30 basispunten, tot 4,1% op 29 februari. Soortgelijke dalingen van de reële rendementen op geïndexeerde obligaties wijzen erop dat de marktdeelnemers begin 2008 iets pessimistischer werden omtrent de vooruitzichten voor de economische activiteit in het eurogebied.

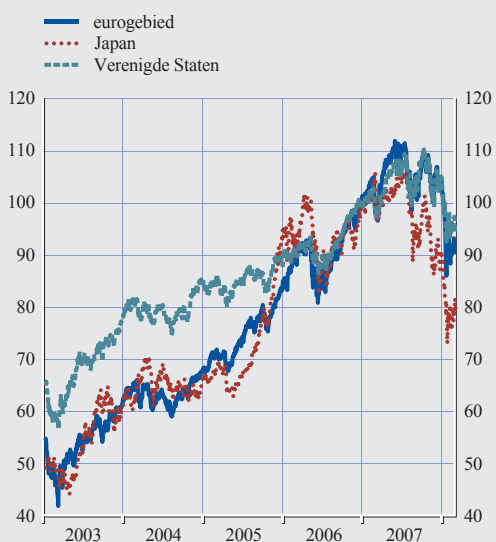
AANDELENKOERSEN IN HET EUROGEBIED IN 2007 GESTEGEN BIJ EEN HOGE VOLATILITEIT

Ondanks de sterke volatiliteit gedurende het jaar zijn de aandelenkoersen in het eurogebied in totaal gestegen in 2007, zodat ze de sinds 2003 waargenomen opwaartse trend bleven volgen (zie Grafiek 14). Al met al sloot de Dow Jones EURO STOXX-index het jaar af met een winst van 5% ten opzichte van eind 2006. De aandelenmarkten in de Verenigde Staten eindigden het jaar 2007 eveneens met een positieve noot, aangezien de Standard & Poor's 500-index met 3,5% omhoogging, terwijl de Japanse aandelenkoersen, zoals afgemeten aan de Nikkei 225-index, met ongeveer 11% terugliepen. Wat het koersverloop op de obligatiemarkten betreft, waren de schommelingen van de aandelenkoersen in het eurogebied bijzonder hevig in de zomermaanden, toen de beleggers zich terughoudend begonnen op te stellen tegenover het bezit van risicovolle activa, zoals aandelen. De positieve totale resultaten van de aandelenmarkten in het eurogebied waren hoofdzakelijk te danken aan de aanhoudend krachtige gerealiseerde en verwachte winstgroei.

De aandelenkoersen in het eurogebied namen in de eerste zes maanden van 2007 doorgaans

Grafiek 14 Belangrijkste aandelenkoersindices¹⁾

(index met als basis 2 januari 2007 = 100; daggegevens)

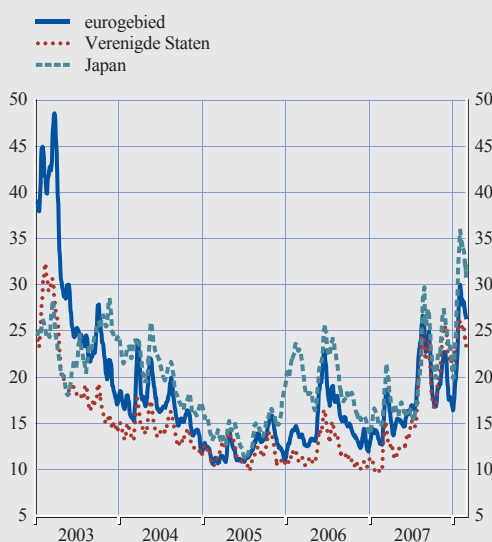


Bronnen: Reuters, Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.

1) De ruime Dow Jones EURO STOXX-index voor het eurogebied, de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten en de Nikkei 225-index voor Japan.

Grafiek 15 Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten

(procenten per jaar; tiendaags voortschrijdende gemiddelden van daggegevens)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De impliciete-volatiliteitsreeks geeft de verwachte standaardafwijking weer van procentuele veranderingen in de beurskoersen gedurende een periode van maximaal drie maanden, zoals impliciet begrepen in de koersen van opties op beursindices. De indices waarop de impliciete volatiliteiten betrekking hebben, zijn de Dow Jones EURO STOXX 50-index voor het eurogebied, de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten en de Nikkei 225-index voor Japan.

gestaag toe. Deze opwaartse tendens werd eind februari en begin maart tijdelijk onderbroken, toen de aandelenkoersen in het eurogebied, in navolging van het koersverloop op de meeste andere belangrijke markten, een scherpe correctie ondergingen die deels werd veroorzaakt door de ontwikkelingen op de Chinese markten. De Dow Jones EURO STOXX-index verloor tussen 6 februari en 7 maart ongeveer 4% van zijn waarde. Daarna herstelden de markten zich, wat voor een deel in de hand werd gewerkt door een toegenomen risicobereidheid, door fusies en overnames en door de gunstig blijvende winstontwikkeling. De robuuste wijze waarop de winsten zich ontwikkelden, blijkt uit het feit dat van januari tot juni de winst per aandeel van de in de Dow Jones EURO STOXX-index opgenomen bedrijven gemiddeld met bijna 17% op jaarbasis groeide. Al met al lagen de aandelenkoersen in het eurogebied eind juni 10% hoger dan eind 2006.

Het optimisme op de mondiale aandelenmarkten eindigde abrupt door het uitbreken van de financiële onrust, die aanleiding gaf tot een algemene herbeoordeling van kredietrisico's en financiële risico's en tot meer risicomijdend gedrag bij de beleggers. De daaruit voortvloeiende daling van de aandelenkoersen in het eurogebied leek voornamelijk een forse stijging te weerspiegelen van de risicopremie op aandelen die de beleggers eisen om in het eurogebied uitgegeven aandelen aan te houden, in het bijzonder aandelen van bedrijven uit de financiële sector. Tegelijkertijd trok de impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt sterk aan tot het hoogste peil sinds 2003 (zie Grafiek 15). De verkoop op de aandelenmarkten van het eurogebied was zeer omvangrijk in juli en augustus, toen de Dow Jones EURO STOXX-prijsindex ongeveer 5% van zijn waarde verloor.

In september en begin oktober vertoonden de aandelenkoersen in het eurogebied een herstel dat vergelijkbaar was met de koerswinst na de kortstondige correctie van eind februari en begin maart. Later op het jaar, tussen medio oktober en het einde van het jaar, nam de risicoaversie van de beleggers echter weer toe nadat enkele financiële instellingen hadden onthuld dat ze groter dan verwachte verliezen in Amerikaanse subprime-beleggingen hadden geleden. Als gevolg daarvan kelderden de aandelenkoersen in het eurogebied en de rest van de wereld, en liep de onzekerheid op de aandelenmarkten, zoals die tot uiting komt in de impliciete volatiliteit, weer op tot ze bijna even groot was als in de zomermaanden.

De onrust op de financiële markten had opmerkelijk weinig invloed op de verwachte en de feitelijke winstgevendheid van de bedrijven in het eurogebied. Van december 2006 tot december 2007 groeide de winst per aandeel van de bedrijven uit de Dow Jones EURO STOXX-index met 15%. Tevens verwachtten de analisten een winstgroei met ongeveer 9% op jaarbasis in 2008. Het feit dat de winstgevendheid van de bedrijven in het eurogebied nauwelijks werd aangetast door de onrust op de financiële markten, droeg waarschijnlijk bij tot een tempering van de totale daling die in de tweede helft van 2007 te zien was.

Uit een analyse van de ontwikkelingen in de afzonderlijke sectoren blijkt dat de telecommunicatie en de nutsbedrijven het aanzienlijk beter deden dan de totale index. De sterke resultaten van die sectoren waren wellicht toe te schrijven aan de voorkeur van de beleggers voor bedrijven met relatief gelijkmatige cashflows. Tegelijkertijd bleef de financiële sector achter bij de totale index. De povere resultaten van die sector hielden verband met de toenemende bezorgdheid omtrent de winstgevendheid ervan, gelet op de doorgaans sterke blootstelling van de sector aan activa die hetzij direct hetzij indirect aan de noodlijdende subprime-hypotheekmarkt in de Verenigde Staten gekoppeld zijn.

Begin 2008 droeg de aanhoudende bezorgdheid omtrent de kredietrisico's samen met de minder gunstige winstverwachtingen bij tot lagere aandelenkoersen. De Dow Jones EURO STOXX-index en de Standard & Poor's 500-index verloren tussen eind 2007 en 29 februari 2008 respectievelijk 14% en 9%.

Kader 3

OVEREENKOMSTEN EN VERSCHILLEN TUSSEN DE PERIODES VAN FINANCIËLE BEROERING IN 2007 EN 1998

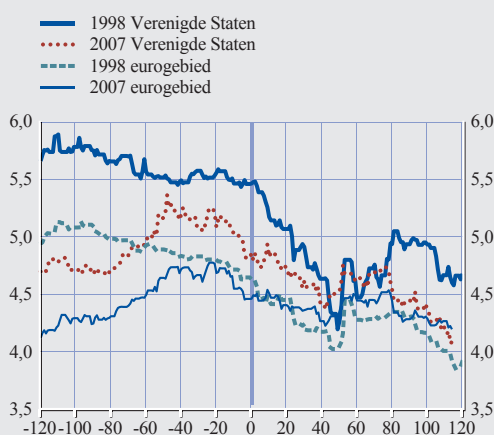
In de tweede helft van 2007 werden de koersen op de mondiale financiële markten ernstig beïnvloed door een algemene herinschatting van de financiële risico's die, uitgaande van één bepaald segment van de kredietmarkt (activa gedekt door Amerikaanse subprime-hypotheek), de kredietmarkten als geheel en het financiële stelsel meer in het algemeen troffen. De opeenvolging en de aard van de gebeurtenissen die de recente beroering kenmerken, lijken in zekere mate op die van de turbulentie op de financiële markten in de tweede helft van 1998, waaraan doorgaans gerefereerd wordt als de "LTCM-crisis". In dit Kader worden, aan de hand van financiële-marktindicatoren, de voornaamste overeenkomsten en verschillen tussen de twee periodes nader toegelicht.

In de eerste helft van 1998 lieten de meeste geavanceerde economieën gunstige marktomstandigheden optekenen in de vorm van sterk stijgende aandelenkoersen, een stabiel beloop van het rendement op langlopende obligaties en een afname van de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties, deels in de hand gewerkt door gedegen macro-economische omstandigheden (zie Grafieken A en B betreffende de obligatierendementen en de aandelenkoersen in de Verenigde Staten en het eurogebied). Het algemeen rustige klimaat op de mondiale financiële markten begon in de zomer van 1998 te veranderen. De veranderingen die werden opgetekend in de stemming op de financiële markten en de risicobereidheid van de beleggers leken nauw verband te houden met twee belangrijke factoren: in de eerste plaats werden de marktdeelnemers pessimistischer over de invloed die de inkrimping van de Aziatische opkomende markten in 1997 zou hebben op de wereldeconomie; ten tweede begon de in de markt levende bezorgdheid over de houdbaarheid van de Russische schuldschikking, een devaluatie en een moratorium op particuliere aflossingen aankondigde. Die mededelingen gaven aanleiding tot verkopen op de mondiale aandelenmarkten en markten voor bedrijfsobligaties. Portefeuilleherschikkingen ingegeven door een streven naar veilige beleggingen brachten lagere rendementen op langlopende overheidsobligaties teweeg (zie Grafiek A).

De sterke marktreactie op de Russische wanbetalingen leidde tot een groeiende bezorgdheid over een wereldwijde kredietchaarste. Vele hedgefondsen en “banks’ proprietary desks” rapporteerden grote verliezen, vooral als gevolg van een stijging van de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties en andere risicospreads. De verruiming van de spreads resulteerde in margestortingen en een overeenkomstige behoefte aan additionele liquiditeit om posities te financieren. Begin september 1998 werden de kortlopende financieringsproblemen bijzonder

Grafiek A Rendementen op langlopende obligaties in de Verenigde Staten en het eurogebied in 1998 en 2007

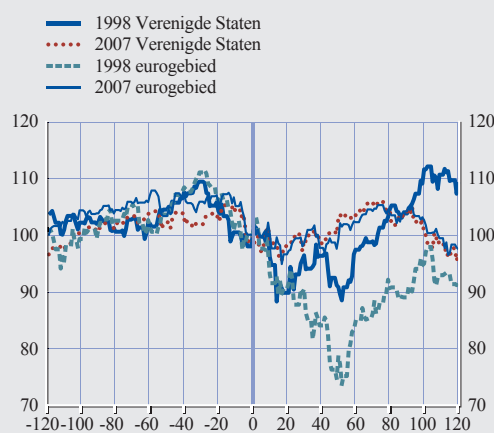
(procenten per jaar)



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De x-as stemt overeen met respectievelijk de 120 werkdagen vóór en na 17 augustus 1998 en 30 juli 2007. Voor 1998 werd de aankondigingsdatum van het Russische moratorium gebruikt en de datum in 2007 was het ogenblik waarop een Duitse bank, IKB, waarschuwde voor zware verliezen afkomstig van conduits/SIV's die beleggen in Amerikaanse gestructureerde kredietinstrumenten.

Grafiek B Aandelenkoersen in de Verenigde Staten en het eurogebied in 1998 en 2007

(index met als basis 17 augustus 1998 en 30 juli 2007 = 100)



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De x-as stemt overeen met respectievelijk de 120 werkdagen vóór en na 17 augustus 1998 en 30 juli 2007. Voor 1998 werd de aankondigingsdatum van het Russische moratorium gebruikt en de datum in 2007 was het ogenblik waarop een Duitse bank, IKB, waarschuwde voor zware verliezen afkomstig van conduits/SIV's die beleggen in Amerikaanse gestructureerde kredietinstrumenten.

ernstig voor één van de grootste hedgefondsen – Long-Term Capital Management (LTCM). Hierdoor ontstond wijdverbreide bezorgdheid dat LTCM gedwongen zou worden belangrijke posities af te wikkelen in al krappe marktomstandigheden, wat dan weer zware systeemrisico's voor het mondiale financiële stelsel zou kunnen doen rijzen. Een aantal maatregelen in de loop van de daaropvolgende weken droegen er echter toe bij dat de markt weer normaal begon te functioneren: eerst werd op 23 september een apart reddingsplan voor LTCM aangekondigd, en ten tweede besloot de Federal Reserve haar leidinggevende tarieven in drie stappen met in totaal 100 basispunten te verlagen. Al met al sorteerde de crisis weinig effect op de reële economie.

Er kunnen twee opvallende overeenkomsten tussen de periodes van turbulenties in 2007 en 1998 worden vastgesteld. De eerste houdt verband met het klimaat op de financiële markten vóór de beroering en de tweede met het feit dat in beide gevallen slechts een relatief lichte schok aanleiding gaf tot de turbulentie.

Wat de eerste overeenkomst betreft, werd het klimaat vóór de turbulentie in beide gevallen gekenmerkt door langdurige perioden van algemene opwaartse bewegingen van de activaprijzen in de meeste segmenten, in combinatie met lage volatiliteitsniveaus op de financiële markten. Die zeer gunstige marktomstandigheden kunnen een aantal beleggers ertoe gebracht hebben beleggingsbeslissingen te nemen op grond van risicobeoordelingen die te optimistisch bleken te zijn. Dientengevolge hechtten die beleggers waarschijnlijk te veel belang aan al te nieuwe ontwikkelingen, waarbij recente tendensen werden geëxtrapoleerd die niet strookten met evenwichtswaarden en probabiliteiten op de lange termijn.

Ten tweede barstte de financiële beroering in beide gevallen los zonder dat er belangrijke inflatoire of economische schokken waren en werden de beide crises veeleer veroorzaakt door relatief kleine schokken (namelijk onverwachte wanbetalingen in aanzienlijke, zij het geen buitengewoon grote marktsegmenten) die leidden tot een algemene herwaardering van de financiële risico's, wat extreme prijsbewegingen in bepaalde marktsegmenten (in het bijzonder het kredietmarktsegment) met zich bracht. Het kan niet worden uitgesloten dat de sterke marktreacties aangewakkerd kunnen zijn door het bovengenoemde rustige marktklimaat, waarin waarderingen voor sommige klassen van activa, althans ex post, vanuit een fundamenteel oogpunt enigszins hoog uitvallen.

Onlangs de bovenvermelde overeenkomsten vertonen de ontwikkelingen in beide crises een aantal verschillen. Ten eerste hebben de financiële innovaties van de voorbije tien jaar inzake overdracht van kredietrisico's het veel moeilijker gemaakt om de sectoren en specifieke entiteiten te bepalen waar dergelijke risico's uiteindelijk opduiken. Hoewel de toegenomen aanwending van effectisering, waarbij niet-liquide leningen worden omgezet in liquide instrumenten, de diversifiëringmogelijkheden van de beleggers heeft vergroot, is de prijsstelling van die nieuwe producten in vele gevallen buitengewoon complex. De sterke stijging van het gebruik van die instrumenten en de onzekerheid over de risico's ten aanzien van de tegenpartijen kunnen een gedeeltelijke verklaring bieden voor recente ontwikkelingen in een aantal marktsegmenten. Ten tweede had de recente turbulentie voornamelijk een weerslag op de ecarts en de liquiditeit op de krediet- en geldmarkten. In 1998, daarentegen, droogde de liquiditeit ook op de markten van de overheidsobligaties op, aangezien bij vele tijdens deze periode gevolgde risicovolle beleggingsstrategieën ook posities uit hoofde van overheidsschuldbewijzen gemoeid waren.

Ten derde blijkt uit de twee grafieken dat de reacties van de activaprijzen in het eurogebied en de Verenigde Staten enigszins uiteenliepen tijdens de twee financiële crises. In 1998 zakten de aandelenkoersen scherper in het eurogebied dan in de Verenigde Staten. Dat verschillende koersverloop hield waarschijnlijk verband met een toename van de economische groeiverschillen tussen de beide economieën. Dat kwam tot uiting in het feit dat de productiegroei in de Verenigde Staten gedurende heel 1998 stabiel bleef, terwijl de reële bbp-groei in het eurogebied terugliep van 3,8% op jaarbasis in het eerste kwartaal van 1998 tot 2,4% in het vierde kwartaal. De rendementen op langlopende obligaties, daarentegen, namen in de twee economieën in vergelijkbare mate af. In 2007 kunnen de verwachte groeiverschillen ook bijgedragen hebben tot de enigszins verschillende patronen die de activaprijzen in het eurogebied en de Verenigde Staten te zien gaven. Het rendementsecart tussen langlopende obligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten nam bijvoorbeeld in de maanden na het uitbreken van de beroering af en werd zelfs voor de eerste maal sinds begin 2004 negatief. In de tweede helft van 2007 lijken de marktdeelnemers ook van oordeel te zijn geweest dat de economie van het eurogebied iets beter bestand was tegen de recente turbulentie dan de economie van de Verenigde Staten. Overeenkomstige verwachtingen van sterkere monetaire-beleidsreacties in de Verenigde Staten na dergelijke veranderingen van de respectieve groeivoorspellingen van de beleggers voor de beide economieën hebben bijgedragen aan het gewijzigde teken van het renteververschil op de lange termijn tussen de Verenigde Staten en het eurogebied. Tegelijkertijd verliepen de aandelenkoersen in de Verenigde Staten en het eurogebied min of meer parallel tijdens de jongste beroering, wat erop wees dat een sterke internationale factor ten grondslag lag aan de aandelenkoersen aan weerszijden van de Atlantische Oceaan.

Ten vierde hebben de opkomende markten veel beter dan in 1998 het hoofd geboden aan de marktmalaise. Het geringe effect in 2007 wijst erop dat de opkomende markten de voorbije tien jaar meer bestand geworden zijn tegen schokken in het mondiale financiële stelsel. Terwijl de schuldenlast van de opkomende markten een sleutelrol speelde in de turbulentie van 1998, waren de opkomende markten amper betrokken bij de recente beroering, maar fungeerden ze veeleer als stootkussen om de daaruit voortvloeiende risico's voor de wereldeconomie op te vangen.

GELEIDELIJKE MATIGING VAN DE DYNAMISCHE KREDIETOPNEMING DOOR HUISHOUDENS

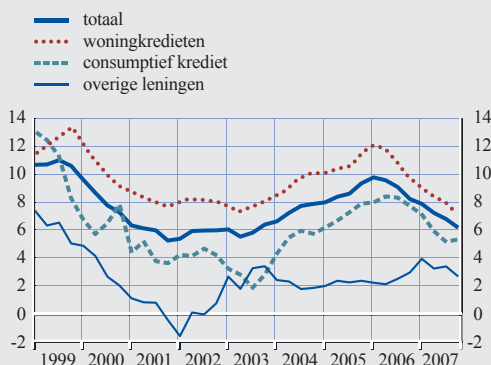
De dynamiek van de kredietopneming door huishoudens vertraagde in de loop van 2007, als gevolg van de remmende invloed van de hogere debetrente, de voorzichtiger beoordeling van de kredietrisico's door crediteurs en een minder dynamische huizenmarkt. MFI's waren de belangrijkste kredietverschaffers aan huishoudens, waarbij de jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan huishoudens in december 2007 robuust bleef op 6,2%, na een groei met 7,2% medio 2007 en met 8,2% aan het einde van 2006. Het feit dat de kredietverlening aan huishoudens geleidelijk en aanhoudend vertraagde, geeft aan dat die vertraging hoofdzakelijk voortvloeit uit fundamentele factoren en dat de financiële

onrust tot dusver een beperkte invloed heeft gehad op de kredietverlening aan huishoudens. Tegelijkertijd kwam de jaarlijkse groei van de leningen aan huishoudens door niet-MFI's (namelijk OFI's en verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen) in 2007 steeds boven die van de MFI-leningen aan huishoudens uit.

Een opsplitsing naar bestemming van de MFI-leningen aan huishoudens maakt duidelijk dat woningaankopen de belangrijkste motor achter de kredietopneming bleven. De jaarlijkse groei van de leningen voor woningaankopen bedroeg 7,1% in december 2007, tegen 9,6% in december 2006 (zie Grafiek 16). Die afname was in overeenstemming met de tragere stijging van de huizenprijzen en met de vertraging van

Grafiek 16 MFI-leningen aan huishoudens

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

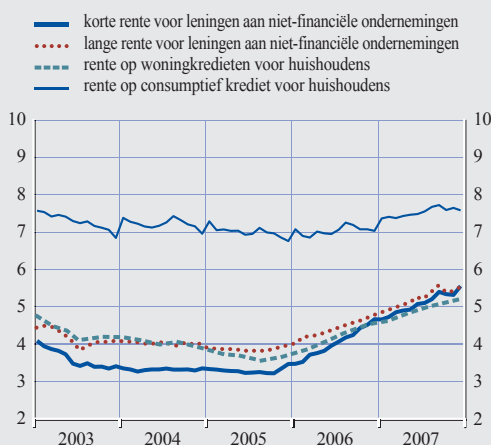
de bedrijvigheid op de huizenmarkt in een aantal economieën van het eurogebied. De resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken ondersteunen

die opvatting, aangezien de banken in de loop van 2007 de vooruitzichten voor de huizenmarkt en, in toenemende mate, het verloop van het consumentenvertrouwen beschouwden als factoren die bijdragen tot de daling van de vraag van huishoudens naar woningkredieten. De afnemende groei van de leningen tegen eind 2007 was misschien ook toe te schrijven aan het temperende effect van de strakkere kredietverleningscriteria naarmate de banken zich meer zorgen maakten over de vooruitzichten voor de huizenmarkt en voor de economie in het algemeen.

De afname van de jaarlijkse groei van de leningen voor woningaankopen weerspiegelde tevens het ontmoedigende effect van de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB sinds december 2005. In aansluiting op de trend in 2006 steeg de rente op door MFI's verstrekte woninghypotheken met 66 basispunten tussen december 2006 en eind december 2007 (zie Grafiek 17). De rentetarieven namen sterker toe voor woningkredieten met een variabele rente en met een oorspronkelijke rentevaste periode van maximaal één jaar of meer dan tien jaar dan voor leningen met tussenliggende looptijden.

Grafiek 17 Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen

(procenten per jaar; exclusief kosten; rentetarieven op nieuwe contracten; gewogen)



Bron: ECB.

Toelichting: Voor de periode vanaf december 2003 worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten afgeleid van een twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten. Voor de voorgaande periode, van januari tot november 2003, worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten afgeleid van het gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten in 2003. Voor nadere informatie wordt verwezen naar Kader 3 in het ECB Maandbericht van augustus 2004.

Evenzo, zij het op een lager niveau, daalde de jaarlijkse groei van de consumptieve kredieten van 7,7% eind 2006 tot 5,3% in december 2007. Het jaarlijkse groeitempo van het consumptieve krediet liep terug in overeenstemming met het afbrokkelende consumentenvertrouwen en de geleidelijk vertragende groei van de detailhandelsverkopen in het eurogebied. Uit de resultaten van de enquête naar kredietverlening door banken blijkt dat de kredietverleningscriteria tijdens de eerste drie kwartalen van 2007 op nettobasis werden versoepeld, wat de groei van de leningen ondersteunde; in het vierde kwartaal, daarentegen, werden de kredietverleningscriteria aangescherpt, tegen de achtergrond van de financiële onrust. In dat verband moet ook worden aangestipt dat de banken in de loop van het jaar steeds bezorgder werden over de kredietwaardigheid van consumenten en de vooruitzichten voor de algemene economische

activiteit, wat de kredietverlening kan hebben ingeperkt. Tegelijkertijd nam de MFI-rente op consumptief krediet, die ruim boven de rente op woningkredieten bleef, tussen december 2006 en december 2007 met 55 basispunten toe, wat bijdroeg tot een matiging van de vraag naar dergelijke kredieten.

SCHULD VAN DE HUISHOUDENS NAM VERDER TOE

Ondanks de matiging in de groei van de leningen aan huishoudens leidde de krachtige kredietverlening tot een verdere stijging van de verhouding tussen de schuld van de huishoudens en het beschikbare inkomen, die in het derde kwartaal 92,5% bereikte (zie Grafiek 18), terwijl de schuld in procenten bbp toen opliep tot 60,3%, op basis van gegevens uit de geïntegreerde rekeningen voor het eurogebied. Vergeleken met de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk is de schuldenlast van de huishoudens in het eurogebied echter nog relatief bescheiden. De voortdurend oplopende schuld van de huishoudens stelde hen sterker bloot aan veranderingen in de rente, het inkomen en de activaprijzen. Daarbij moet worden opgemerkt dat de genoemde verhouding een gemiddeld peil vertegenwoordigt en dat de schuldenlast aanzienlijk kan variëren tussen de diverse huishoudens in de verschillende landen van het eurogebied. Een hogere blootstelling geldt

bijvoorbeeld waar huishoudens gebruik maakten van de buitengewoon gunstige rentevoorzwaarden in de voorgaande jaren en hypothecaire leningen opnamen tegen variabele rentetarieven met aanvankelijk lage rentelasten. Die stijgende schuldenlast droeg samen met de hogere debetrente voor huishoudens bij tot een toename van de rente- en aflossingsverplichtingen in 2007, die worden omschreven als de aflossingen van rente plus hoofdsom in procenten van het beschikbare inkomen. De rentelast liep verder op van 2,8% eind 2006 tot 3,2% in het derde kwartaal van 2007, wat veel meer was dan in 2004 en 2005, maar ook minder dan de voorgaande piek in 2001.

KOSTEN VAN DE EXTERNE FINANCIERING VAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN IN 2007 GESTEGEN

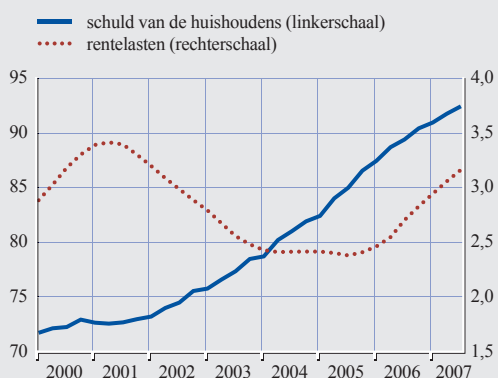
In 2007 namen de reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied geleidelijk toe, waarmee ze de trend van 2006 voortzetten, terwijl de winstgevendheid van de bedrijven sterk bleef. Desondanks, en als gevolg van het verbreden van de financieringskloof, bleef de groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen zeer hoog, aangewakkerd door een krachtige vraag naar MFI-leningen. Hierdoor is de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen in de sector niet-financiële ondernemingen in 2007 wellicht verder gestegen.

Na de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB in 2006 en de eerste helft van 2007, bleven de reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen van het eurogebied in 2007 toenemen (zie Grafiek 19)². Gedurende het hele jaar werd die toename hoofdzakelijk in de hand gewerkt door aanhoudende stijgingen van de reële kosten van

2 De reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen worden berekend door de verschillende externe financieringsbronnen te wegen op basis van hun uitstaande bedragen (gecorrigeerd voor waarderings-effecten). Voor een uitvoerige beschrijving van die maatstaf wordt verwezen naar het Kader getiteld "Een maatstaf van de reële kosten van externe financiering van niet-financiële vennootschappen in het eurogebied" in het ECB Maandbericht van maart 2005.

Grafiek 18 Schuld en rentelasten van de huishoudens

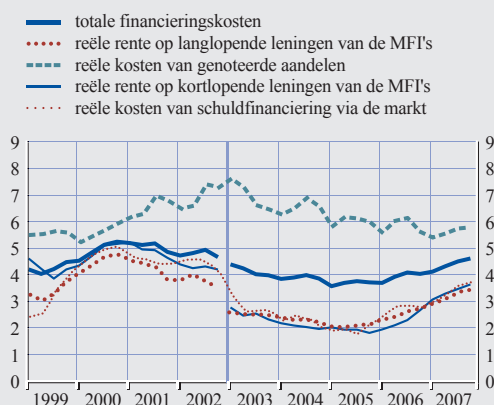
(in procenten van het bruto beschikbare inkomen van de huishoudens)



Bron: ECB.

Grafiek 19 Reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(procenten per jaar)



Bronnen: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch en Consensus Economics forecasts.

Toelichting: De reële kosten van externe financiering van de niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankleningen, de kosten van schuldbewijzen en die van aandelen, op grond van hun respectieve uitstaande bedragen en gedeefleerd aan de hand van de inflatieverwachtingen (zie Kader 4 in het ECB Maandbericht van maart 2005). De invoering van de geharmoniseerde debetrentetarieven van MFI's aan het begin van 2003 leidde tot een breuk in de statistische reeks.

schuldfinanciering, hoewel de kosten van aandelenfinanciering eveneens opliepen. In het laatste kwartaal van 2007 droeg de onrust op de kredietmarkten bij tot een stijging van de kosten van externe bedrijfsfinanciering, aangezien de kredietverleners en andere beleggers hun beoordeling van het kredietrisico herwaardeerden, met als resultaat dat de financieringsvoorwaarden op de markt krappere werden dan in het verleden.

Wat de componenten van de kosten van externe bedrijfsfinanciering betreft, nam de rente op MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen in de loop van 2007 zowel in reële als in nominale termen aanzienlijk toe (zie Grafiek 19). De stijging van de korte geldmarktrente – die voor de driemaands EURIBOR tussen eind 2006 en eind 2007 in totaal 120 basispunten beliep – werd gevolgd door geringere stijgingen van de door MFI's gehanteerde rentetarieven voor kortlopende leningen aan bedrijven. Vooral de rentetarieven op leningen met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met één jaar namen tijdens dezelfde

periode met ongeveer 90 tot 100 basispunten toe voor kleine en grote leningen. Deze stijgingen weerspiegelden waarschijnlijk ook de effecten die voorgaande toenames van de geldmarktrente in 2006 hadden op de MFI-rente op kortlopende leningen en werkten daarbij grotendeels vertraagd door, zoals in voorgaande cycli. De MFI-rente op langlopende leningen ging eveneens omhoog in dezelfde periode, namelijk tussen 60 en 85 basispunten. In dezelfde periode steeg het rendement op vijfjaars overheidsobligaties met 30 basispunten. Hierdoor nam het ecart tussen de lange bancaire debetrente en de vergelijkbare marktrente aanzienlijk toe, vooral in de tweede helft van het jaar. De verruiming van de ecarts weerspiegelden de stijgende financieringskosten van de banken.

De reële kosten van de schuldfinanciering van niet-financiële ondernemingen via de markt namen in 2007 ook aanzienlijk toe, in het verlengde van de in 2006 ingezette trend. Tegen december 2007 lagen die kosten ongeveer 190 basispunten boven het laagtepunt in de zomer van 2005. Vanaf juni 2007 liepen de rendementen op bedrijfsobligaties sterker op dan die van vergelijkbare overheidsobligaties, met als gevolg dat de ecarts dienovereenkomstig toenamen in de tweede helft van het jaar. Deze toename van de ecarts weerspiegelden wellicht een hogere inschatting van het krediet- en liquiditeitsrisico bij beleggers over de hele wereld, alsook een stijging van de volatiliteit op de financiële markten na een langdurige periode van sterk geslonken rendementsverschillen³.

De reële kosten van de financiering van niet-financiële ondernemingen via genoteerde aandelen gingen eveneens geleidelijk omhoog in de loop van 2007, ondanks de stijgingen van de aandelenkoersen (zoals die bijvoorbeeld worden afgemeten aan de ruime index van het eurogebied) in de eerste helft van het jaar. In de tweede helft van 2007 droegen de teruglopende aandelenkoersen bij tot de toename van de kosten

3 Zie het Kader getiteld "The recent repricing of credit risk" in het ECB Maandbericht van oktober 2007.

van de uitgifte van aandelen. De berekening van de kosten van aandelen berust echter op bepaalde hypothesen betreffende de verwachte cashflows van de bedrijven en de resultaten dienen derhalve met enige behoedzaamheid te worden geïnterpreteerd.

VERDERE STIJGING VAN DE VRAAG VAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN NAAR EXTERNE FINANCIERING

De vraag van de niet-financiële ondernemingen naar externe financiering bleef krachtig in de loop van 2007, in navolging van de opwaartse trend die vanaf eind 2004 wordt opgetekend. In het vierde kwartaal bedroeg de reële jaarlijkse groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen 5%, tegen gemiddeld 4% in 2006. Dit was hoofdzakelijk het gevolg van een hogere bijdrage van de door MFI's verstrekte leningen, terwijl de stijging van de bijdragen van schuldbewijzen en genoteerde aandelen beperkter bleef (zie Grafiek 21).

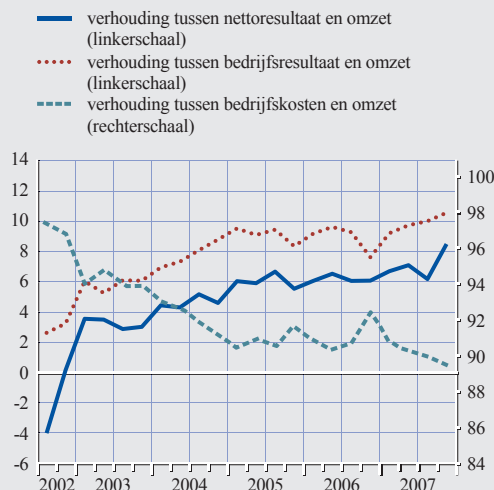
De vraag naar externe financiering bleef zeer krachtig ondanks de robuuste vorming van interne middelen. De winsten handhaafden zich met name gedurende heel 2007 op een degelijk niveau, zoals blijkt uit geaggregeerde gegevens op ondernemingsniveau die ontleend zijn aan de jaarrekening van beursgenoteerde bedrijven (zie Grafiek 20)⁴. Daarbij moet echter ook voor ogen worden gehouden dat, hoewel de winstverwachtingen in het eurogebied gedurende het hele jaar hoog bleven, tijdens het laatste kwartaal van 2007 aanzienlijk meer beursgenoteerde bedrijven van het eurogebied hun winstverwachtingen neerwaarts bijstelden.

De groei van de MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen nam in 2007 doorgaans verder

4 De recente sterke bedrijfsresultaten van ondernemingen uit het eurogebied lijken zich ook algemeen voor te doen in de landen van het eurogebied. Zie ook het Kader getiteld "Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area" in het ECB Maandbericht van oktober 2007.

Grafiek 20 Winstratio's van genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(kwartaalgegevens; procenten)

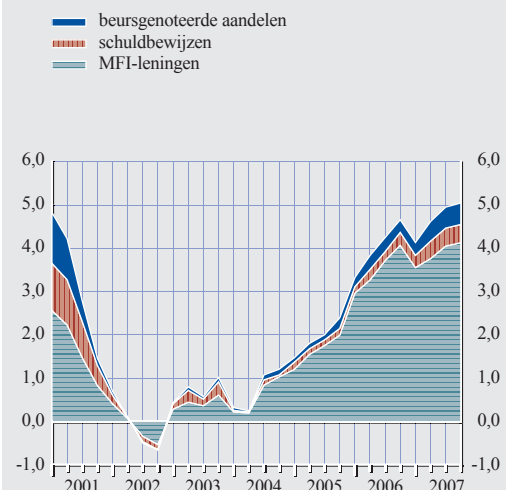


Bronnen: Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De berekening is gebaseerd op geaggregeerde financiële kwartaalstaten van de genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied. Uitschieters werden uit het staal weggelaten. In tegenstelling tot het bedrijfsresultaat, dat wordt gedefinieerd als de omzet min de bedrijfskosten, heeft het nettoresultaat betrekking op het bedrijfsresultaat en het resultaat uit andere activiteiten, na belastingen en na aftrek van buitengewone posten.

Grafiek 21 Uitsplitsing van de reële jaarlijkse groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen¹⁾

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

1) De reële jaarlijkse groei is berekend als het verschil tussen de werkelijke jaarlijkse groei en het groeitempo van de bbp-deflator.

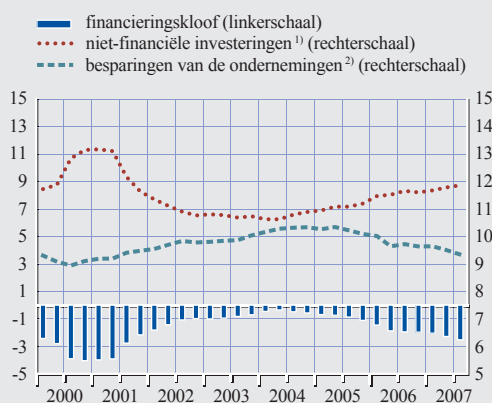
toe, in aansluiting op de sinds begin 2004 zichtbare trend. Dat groeitempo bedroeg 14,5% in december 2007 en steeg verder tot 14,6% in januari 2008. Zo'n dynamische groei van de kredietverlening was inderdaad niet meer voorgekomen sinds de invoering van de euro in 1999. Op basis van vaststaande gegevens waren er bijgevolg geen aanwijzingen voor een verzwakking van de groei van de kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen in de nasleep van de recente turbulentie op de kredietmarkten. Een deel van de aanhoudend krachtige groei van de MFI-leningen in het eurogebied valt mogelijk te verklaren door de volgende twee factoren. Ten eerste is de voortdurende stijging van de vraag naar leningen, volgens de beoordeling die de banken van de situatie geven in de jongste enquêtes naar kredietverlening door banken, nog steeds toe te schrijven aan financieringsbehoeften die verband houden met de reële economische activiteit, met name voor de financiering van voorraden, bedrijfskapitaal en investeringen in vaste activa. Ten tweede zou de groei van de leningen aan niet-financiële ondernemingen ook ondersteund kunnen zijn doordat enige ondernemingen zich afwendden van schuldfinanciering via de markt in het licht van de minder gunstige voorwaarden op de bedrijfsobligatiemarkten in het laatste deel van 2007. Daarentegen droegen andere factoren van meer financiële aard, zoals de verminderde financieringsbehoeften voor fusies en overnames, of de stijgingen van de rente op leningen, waarschijnlijk bij tot een afremming van de vraag naar leningen. In dit verband zouden de minder gunstige financieringsvoorwaarden die voor de banken zelf golden, ook kunnen hebben bijgedragen tot de lagere vraag naar leningen, waarbij de banken hun strengere financieringsvoorwaarden lieten doorwerken in het krediet dat ze aan bedrijven verstrekten.

De financiering via de markt – zowel aan de hand van schuld als van aandelen – steeg eveneens, net als de financiering van bedrijven door banken, zij het in veel mindere mate. Het jaarlijkse groeitempo van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen nam toe van rond 4,5% aan het begin van het jaar tot 10,1% in juli 2007; dit was een aanzienlijke

stijging, vooral in vergelijking met de relatief bescheiden groei van de voorgaande jaren. Meer recentelijk is de groei op jaarbasis van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen enigszins afgenomen. Uit de ontwikkelingen op korte termijn van de seizoengezuiverde gegevens blijkt dat de netto-uitgifte door niet-financiële ondernemingen vanaf augustus 2007 veel scherper daalde. Dit hing mogelijk samen met de toename van de rendementsecants bij bedrijfsobligaties na de problemen op de kredietmarkten, alsook met de afgenomen fusie- en overnameactiviteit. De jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven beursgenoteerde aandelen leek in 2007 wat op te lopen, maar bleef gematigd. De al met al bescheiden bijdrage die de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen leverde tot de nettofinanciering van de bedrijfswereld in het eurogebied was wellicht toe te schrijven aan het feit dat de reële kosten van aandelen aanzienlijk hoger uitvallen dan de reële kosten van schuldfinanciering, alsook aan de overvloedig beschikbare interne middelen. Tegelijkertijd nam de bruto-uitgifte wat toe in 2007, geschraagd door de ontwikkelingen van zowel beursintroductions als vervolgemissies.

Grafiek 22 Financieringskloof van niet-financiële ondernemingen en voornaamste componenten daarvan

(procenten bbp; vierkwartaals voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

1) Met inbegrip van voorraden en accumulatie van niet-financiële activa.

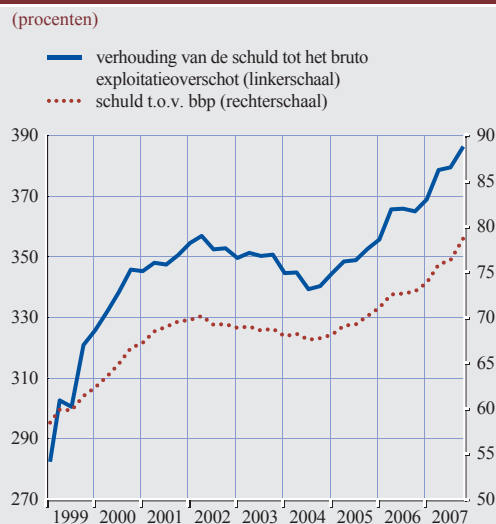
2) Met inbegrip van netto kapitaaloverdrachten.

De totale stijging van de externe financiering door niet-financiële ondernemingen kan in verband worden gebracht met het verbreden van de financieringskloof of de ruimere netto kredietopneming – die wordt berekend als het verschil tussen de besparingen van de ondernemingen en de niet-financiële investeringen (zie Grafiek 22). De grotere financieringskloof die de niet-financiële ondernemingen van het eurogebied in 2006 en de eerste drie kwartalen van 2007 ondervonden, vloeide voort uit de toename van de reële investeringen en de daling van de bedrijfsbesparingen. In een omgeving met sterke bedrijfsresultaten weerspiegelden de afnemende bedrijfsbesparingen hoofdzakelijk de toegenomen rentelasten maar ook het feit dat de ondernemingen tijdens die periode een groter deel van hun winst uitkeerden.

TOENEMENDE BEDRIJFSSCHULD

Wat de ontwikkelingen van de balanspositie van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied betreft, leidde de forse toename van de schuldfinanciering tot verdere stijgingen van de schuldratio's, in aansluiting op de sinds begin 2005 opgetekende trend (zie Grafiek 23). In dit verband liepen de geraamde schuldquote en de geraamde schuld in verhouding tot het

Grafiek 23 Schuldratio's van niet-financiële ondernemingen



Bronnen: ECB, Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De schuld is ontleend aan de Europese sectorrekeningen op kwartaalbasis en omvat leningen, uitgegeven schuldbewijzen en reserves van pensioenfondsen. De grafiek verstrekt informatie tot en met het vierde kwartaal van 2007.

bruto exploitatieoverschot op tot respectievelijk ongeveer 78% en 386% in het laatste kwartaal van 2007. Na een periode van consolidatie tussen 2002 en 2004, die volgde op een scherpe

Tabel 1 Prijsontwikkelingen

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2005	2006	2007	2006 kw4	2007 kw1	2007 kw2	2007 kw3	2007 kw4	2008 jan.	2008 feb.
HICP en componenten										
Totale index ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energie	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Onbewerkte voedingsmiddelen	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Bewerkte voedingsmiddelen	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Industriële goederen m.u.v. energie	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Diensten	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Overige prijs- en kostenindicatoren										
Industriële producentenprijzen ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Olieprijzen (EUR per vat) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Grondstoffenprijzen ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

Bronnen: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De gegevens betreffende de industriële producentenprijzen hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

1) De HIPC-inflatie in februari 2008 berust op de voorlopige raming van Eurostat.

2) Met uitzondering van de bouwnijverheid.

3) Brent Blend (voor levering op termijn van één maand).

4) Met uitzondering van energie; in euro.

toename van de schuld in de tweede helft van de jaren negentig, zijn de schuldratio's van de niet-financiële ondernemingen tijdens de laatste drie jaar voortdurend gestegen. In tegenstelling tot hun verhouding tussen schulden en inkomen, bleef de verhouding tussen vreemd vermogen en financiële activa van de niet-financiële ondernemingen stabiel in de eerste drie kwartalen van 2007, na een neerwaartse trend te hebben gevolgd sinds het eerste kwartaal van 2003. Door de recente stijging van de schulden, in combinatie met renteverhogingen, nam de netto rentelast van de niet-financiële ondernemingen in de loop van 2007 sterk toe.

2.3 PRIJZEN- EN KOSTENONTWIKKELINGEN

De totale HICP-inflatie bedroeg in 2007 gemiddeld 2,1%, dat is 0,1 procentpunt minder dan de twee voorgaande jaren (zie Tabel 1). Het gemiddelde van 2007 is echter het gevolg van twee verschillende patronen in de HICP-ontwikkelingen in de loop van het jaar: de inflatie op jaarbasis bleef onder 2% en vrij stabiel tot het einde van de zomer en steeg nadien snel. In september 2007 kwam de consumptieprijsinflatie voor het eerst sinds augustus 2006 licht boven 2% uit. Ze steeg dan tot een hoog niveau en bereikte in november en december 2007 een hoogtepunt van 3,1%.

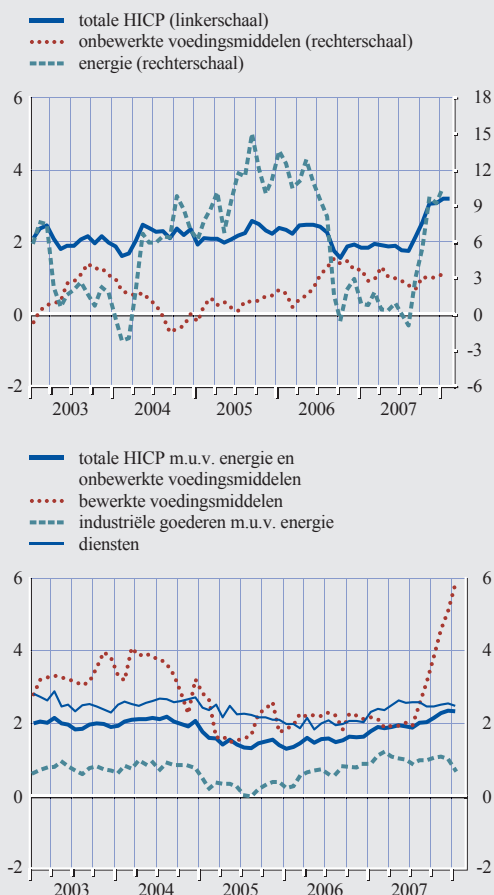
Het verloop van de HICP-inflatie werd in 2007 grotendeels bepaald door sterke energie- en voedselprijsstijgingen (zie Grafiek 24). Het effect van de olieprijsstijgingen in het begin van 2007 op de energieprijzencomponent van de HICP bleef tot juli 2007 beperkt door gunstige basiseffecten; daarna leidde een combinatie van snel stijgende olieprijsen en negatieve basiseffecten tot een aanzienlijke bijdrage van die component aan de totale HICP-inflatie. De twaalfmaands mutatiepercentages van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen bleven gedurende het grootste gedeelte van 2007 hoog en de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen versnelden vanaf de zomer en droegen in hoge mate bij aan de hogere inflatie in de laatste maanden van het jaar.

Tevens werd de HICP-inflatie in 2007 sterk beïnvloed door een btw-verhoging met 3 procentpunten in Duitsland, die van kracht werd op 1 januari 2007.

De arbeidskosten bleven tot het derde kwartaal van 2007 gematigd, maar de arbeidskosten per eenheid product stegen licht als gevolg van de daling van de groei van de arbeidsproductiviteit.

Grafiek 24 Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten

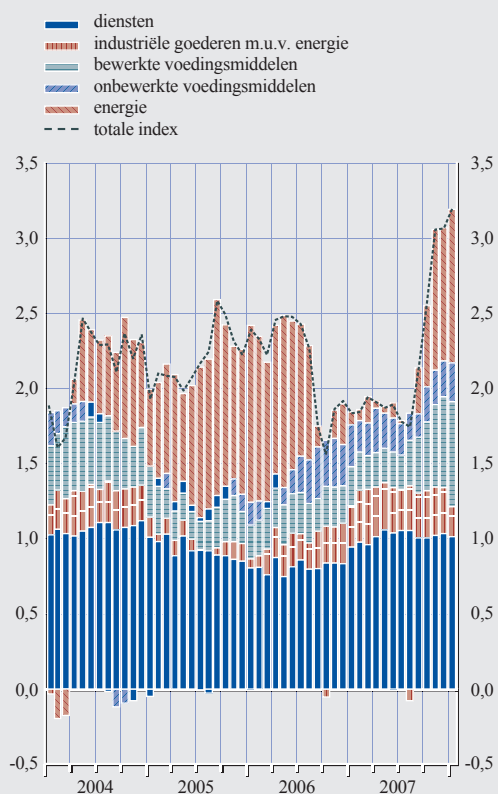
(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Grafiek 25 Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandegevens)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Als gevolg van afronding, komen de bijdragen niet altijd precies overeen met de totale index.

HICP-INFLATIE STERK BEÏNVLOED DOOR HET BELOEP VAN DE PRIJZEN VOOR ENERGIE EN VOEDINGSMIDDELEN

Beschouwt men de HICP-ontwikkelingen in 2007 nader, dan blijkt dat olieprijsstijgingen en basiseffecten als gevolg van eerdere ontwikkelingen van de energieprijzen, samen met de prijsstijgingen voor voedingsmiddelen, een significante invloed uitoefenden op het patroon van de HICP-inflatie.

Medio januari 2007 stopte de in augustus 2006 ingezette sterke neerwaartse tendens van de olieprijs op de internationale markten en begonnen de prijzen opnieuw te stijgen. In december 2007 lagen de in euro luidende olieprijsen ongeveer 32% hoger dan een jaar

eerder⁵. In een aantal maanden tijdens de periode van januari tot juli 2007 werd het effect van de olieprijsstijging op de energiecomponent van de HICP beperkt door gunstige basiseffecten van de sterke toename die de energieprijzen een jaar eerder hadden laten optekenen. Vanaf september 2007 leidde de combinatie van snel stijgende olieprijsen en negatieve basiseffecten tot een aanzienlijke bijdrage van de energiecomponent aan de totale HICP-inflatie (zie Grafiek 25). In het vierde kwartaal van het jaar bedroeg het jaarlijkse mutatiетempo van de energiecomponent van de HICP 8,1%, tegen gemiddeld 0,8% in de eerste drie kwartalen van het jaar. Terwijl basiseffecten het maandelijkse beloop van de HICP-inflatie op jaarbasis beïnvloedden, compenseerden gunstige en ongunstige basiseffecten elkaar grotendeels over het gehele jaar, hetgeen betekende dat de bijdrage van de energiecomponent aan de totale inflatie in 2007 de afspiegeling was van de olieprijsstijgingen in de loop van het jaar (zie Kader 4).

De bijdrage van de andere gewoonlijk volatiele component van de inflatie, namelijk de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen, aan het totale inflatiecijfer nam ook toe in 2007, na een versnelling van die component in 2006. Het jaarlijkse mutatiетempo van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen is tijdens het grootste gedeelte van 2007 hoog gebleven, hoewel het maandelijkse beloop gekenmerkt werd door aanzienlijke volatiliteit, vooral wegens veranderingen van de prijzen voor groenten en fruit, die beïnvloed werden door slechte weersomstandigheden in Europa, vooral in de lente van 2007. De vleesprijzen, die in 2006 gestaag toenamen, bleven in 2007 hogere groeicijfers optekenen. Die ontwikkeling weerspiegelde deels de prijsstijgingen op de mondiale markten van veevoer en andere ingezette productiemiddelen.

⁵ De in euro luidende gemiddelde prijs op jaarbasis van een vat ruwe Brent-olie bleef in 2007 nagenoeg ongewijzigd, terwijl de olieprijsen in 2006 gemiddeld 19% hoger lagen dan in 2005.

Kader 4

DE INVLOED VAN BASEISEFFECTEN BIJ DE ENERGIEPRIJZEN OP DE HICP-INFLATIE IN 2007

De HICP-inflatie op jaarbasis nam in de loop van 2007 aanzienlijk toe. In december beliep het zelfs 3,1% – een peil dat niet meer was opgetekend sedert mei 2001 – tegen 1,9% in november 2006. Deze toename was nagenoeg uitsluitend te wijten aan drie opeenvolgende scherpe stijgingen van de inflatie op jaarbasis in september, oktober en november. Ze werd vooral veroorzaakt door aanzienlijke bijdragen van de prijsontwikkelingen in de componenten energie en bewerkte voedingsmiddelen (zie Grafiek A).

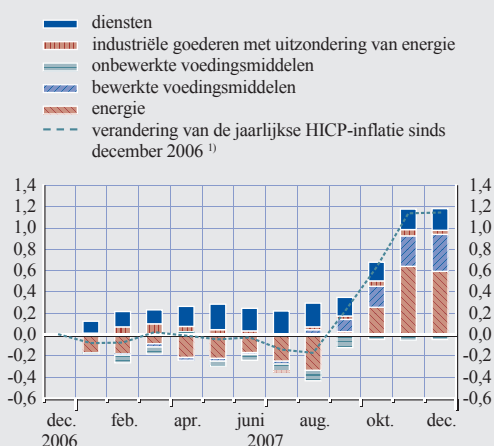
Het is van belang te bepalen in welke mate veranderingen in het groeitempo op jaarbasis van de inflatie het resultaat zijn van actuele ontwikkelingen (dat wil zeggen echt “nieuws” van de ene maand tot de andere) en in welke mate ze de invloed weerspiegelen van de prijsvolatiliteit tijdens het voorgaande jaar, via “basiseffecten”¹. Dit Kader bespreekt de rol van de basiseffecten, vooral die van het verloop van de energieprijzen, in de recente ontwikkelingen van de HICP-inflatie en verschaft enig inzicht in de te verwachten weerslag van deze effecten in 2008.

De afleiding van een maandelijks seizoenpatroon voor elke HICP-component maakt het mogelijk een onderscheid te maken tussen de bijdragen van basiseffecten en die van actuele

1 Een basiseffect kan worden omschreven als de bijdrage tot de verandering van de inflatie op jaarbasis in een bepaalde maand die haar oorsprong vindt in een afwijking van het maandelijks mutatiestempo in de basismaand (dat wil zeggen dezelfde maand een jaar eerder) ten opzichte van zijn gebruikelijke of “normale” patroon, rekening houdend met seizoenschommelingen.

Grafiek A Bijdragen tot de verandering van de jaarlijkse HICP-inflatie sinds december 2006

(procentpunten)

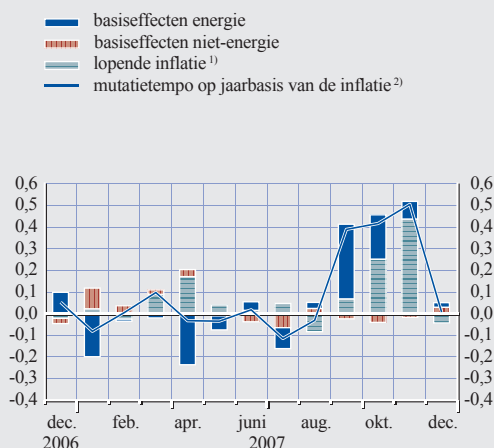


Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Berekend als het ecart tussen het HICP-groeitempo op jaarbasis in een bepaalde maand en het HICP-groeitempo op jaarbasis in december 2006.

Grafiek B Uitsplitsing van de maandelijks mutatie van de HICP-inflatie op jaarbasis

(procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Berekend als het ecart tussen het mutatiestempo op jaarbasis van de inflatie en de gecombineerde basiseffecten van energie- en niet-energiecomponenten.

2) Berekend als het ecart tussen het inflatiestempo op jaarbasis in twee opeenvolgende maanden.

ontwikkelingen aan de maandelijkse veranderingen van het jaarlijkse groeitempo van de HICP-inflatie (zie Grafiek B)².

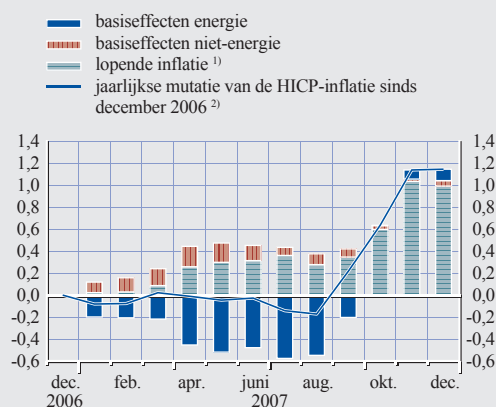
Zoals was voorspeld, oefenden de basiseffecten een substantiële invloed uit op het beloop van de totale inflatie in 2007³. De meest significante maandelijkse bijdragen tijdens het jaar kwamen van basiseffecten in de energieprijzencomponent, als gevolg van het volatiele patroon van de olieprijsontwikkelingen op maandbasis in 2006. Van januari tot juli 2007 hadden gunstige basiseffecten bij de energieprijzen een neerwaartse invloed op de totale inflatie. In de tweede helft van 2007, daarentegen, werd de jaar-op-jaarstijging van de HICP beïnvloed door ongunstige basiseffecten bij de energieprijzen, vooral in september en oktober. De basiseffecten van de niet-energiecomponenten waren in 2007 al bij al relatief gering.

Het inflatieverloop in het laatste kwartaal van het jaar werd niettemin hoofdzakelijk bepaald door prijsontwikkelingen op maandbasis, als gevolg van de sterke stijging van de energieprijzen, alsook van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen. Vooral in november was de bijdrage van de energiecomponent aan de stijging van de HICP-inflatie grotendeels het resultaat van het doorwerken van de recente olieprijsstijgingen op de internationale markten. Behalve de prijzen voor ruwe olie nam ook de raffinagemarge toe, wat de hogere winsten van de energieleveranciers weerspiegelt. In december, daarentegen, oefende de energiecomponent een zeker neerwaarts effect uit op de totale inflatie, maar dit werd grotendeels gecompenseerd door de verdere opwaartse druk van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen. De neerwaartse invloed van de energiecomponent was hoofdzakelijk toe te schrijven aan een daling van de prijzen voor ruwe olie in dezelfde maand, terwijl het basiseffect van de energieprijzontwikkelingen een jaar eerder nagenoeg verwaarloosbaar was.

Over het gehele jaar beschouwd, hadden de totale basiseffecten van de energie- en niet-energiecomponenten een relatief gering gecumuleerd effect op het jaarlijkse groeitempo van de HICP-inflatie, daar de gunstige en ongunstige invloeden elkaar nagenoeg volledig compenseerden (zie Grafiek C).

Grafiek C Uitsplitsing van de jaarlijkse mutatie van de HICP-inflatie sinds december 2006

(procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Berekend als het ecart tussen het mutatiетempo op jaarbasis van de inflatie sinds december 2006 en de gecumuleerde basiseffecten van energie- en niet-energiecomponenten sinds december 2006.

2) Berekend als het ecart tussen het HICP-groeitempo op jaarbasis in een bepaalde maand en het HICP-groeitempo op jaarbasis in december 2006.

2 De bijdrage van basiseffecten aan de maandelijkse veranderingen van het jaarlijkse groeitempo van de inflatie wordt berekend als de afwijking van de (niet voor seizoeninvloeden gezuiverde) maand-op-maandverandering 12 maanden geleden ten opzichte van de geraamde "normale" maand-op-maandverandering. De "normale" maand-op-maandverandering wordt bepaald door voor elke maand een geraamde seizoenfactor op te tellen bij de gemiddelde maand-op-maandverandering sedert januari 1995.

3 Zie het kader met als titel "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" in het ECB Maandbericht van januari 2007.

Van de in totaal 1,1 procentpunt belopende stijging van het HICP-groei tempo op jaarbasis tussen december 2006 en december 2007, weerspiegelde al bij al slechts 0,1 procentpunt de gecumuleerde opwaartse invloed van basiseffecten bij de energieprijzen, terwijl het resterende procentpunt het gevolg was van het prijsverloop in 2007. Het grootste gedeelte van de totale stijging van de jaarlijkse HICP-inflatie lijkt dan ook het resultaat te zijn geweest van de actuele inflatieontwikkelingen.

Wat de toekomst betreft, zal het groei tempo van de HICP-inflatie in 2008 naar verwachting matigen, in de veronderstelling dat de recente stijging van de prijzen voor energie en voedingsgrondstoffen op de internationale markten enigszins zal omslaan, zoals momenteel uit de prijzen van futures kan worden opgemaakt. In 2008 zullen de totale basiseffecten van de prijzen van zowel energie- als niet-energiecomponenten naar verwachting substantiële neerwaartse bijdragen leveren aan de inflatie-ontwikkelingen (ten belope van zowat 1,1 procentpunt in totaal tijdens de 12 maanden tot december 2008)⁴. Het effect zal overwegend geconcentreerd zijn naar het einde van het jaar, aangezien de tijdens de tweede helft van 2007 opgetekende significante stijgingen van de prijzen voor energie en voedingsmiddelen twaalf maanden later buiten de vergelijking op jaarbasis zullen vallen. De mate waarin deze negatieve basiseffecten ook zullen leiden tot een lagere HICP-inflatie hangt evenwel sterk af van het uitblijven van verdere schokken in de prijzen voor olie en voedingsmiddelen en van het gematigde verloop van de overige HICP-componenten, wat met name veronderstelt dat tweede-ronde-effecten zouden uitblijven.

⁴ Zie het Kader met als titel "Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects" in het ECB Maandbericht van januari 2008.

Een belangrijke bijdrage aan de stijging van de HICP-inflatie eind 2007 was toe te schrijven aan de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen, die tegen het einde van de zomer sneller begonnen te stijgen. In het laatste kwartaal van het jaar beliep het jaarlijkse groei tempo van de component bewerkte voedingsmiddelen 4,5%, dat is het hoogste opgetekende percentage sinds de start van de Monetaire Unie in 1999. De groei van het jaarlijkse mutati tempo van de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen vond plaats in de context van sterke prijsstijgingen van sommige landbouwgrondstoffen op de wereldmarkten, die werden veroorzaakt door een combinatie van tijdelijke en structurele factoren (zie Kader 5). De subcomponenten "brood en granen" en "melk, kaas en eieren" werden het ergst getroffen.

De prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie namen in 2007 met 1,0% toe, dat is een hoger percentage dan de voorgaande jaren. Die versnelling weerspiegelde vooral de gevolgen van de

btw-verhoging in Duitsland, de druk op de inputkosten die bleek uit de binnenlandse producentenprijzen voor consumptiegoederen en het feit dat de bezettingsgraad in de verwerkende sector het gehele jaar nagenoeg een historisch hoog peil bereikte. Die effecten compenseerden ruimschoots de temperende invloeden van de geringere druk van de importprijzen, die de afspiegeling waren van wisselkoersontwikkelingen, in een klimaat van sterke internationale concurrentie. De inflatie van de dienstenprijzen, ten slotte, steeg begin 2007 aanmerkelijk, vooral onder invloed van de btw-verhoging in Duitsland, en bleef gedurende het gehele jaar op een hoog niveau.

Terwijl het gemiddelde twaalfmaands groei tempo van de totale HICP in 2007 nagenoeg stabiel bleef, steeg het jaarlijkse groei tempo van de HICP met uitzondering van de volatiële componenten onbewerkte voedingsmiddelen en energie van 1,5% in de voorgaande twee jaren tot 2,0% in 2007. Die indicator werd beïnvloed door de btw-verhoging in Duitsland in het begin

Kader 5

DE INFLATIE VAN DE PRIJZEN VAN VOEDINGSMIDDELEN IN HET EUROGEBIED

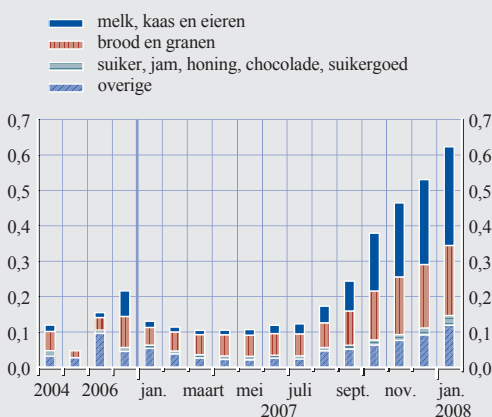
De inflatie van de prijzen van voedingsmiddelen steeg in de tweede helft van 2007 sterk in het eurogebied, zowel op producenten- als op consumentenniveau. De producentenprijzen voor voedingsmiddelen en dranken stegen gemiddeld met 4,5% in 2007, dat is het hoogste percentage in ruim zes jaar tijd. De component voedingsmiddelen van de HICP nam toe met 4,3% in december 2007, tegen gemiddeld 2,4% in 2006. De vermeerdering van de prijzen in de component voedingsmiddelen van de HICP was voornamelijk toe te schrijven aan de component bewerkte voedingsmiddelen. In die component vertoonden de prijzen van brood en granen en die van melk, kaas en eieren een bijzonder scherpe stijging (zie Grafiek A). De prijzen van voedingsmiddelen speelden een belangrijke rol bij de stijging van de totale HICP-inflatie in de tweede helft van 2007. In dit Kader worden de mogelijke onderliggende factoren van de bewegingen in de voedingsprijzinflatie in het eurogebied belicht en worden de vooruitzichten besproken.

De stijging van de inflatie van de prijzen voor voedingsmiddelen in het eurogebied weerspiegelt grotendeels mondiale factoren. De prijzen van verscheidene landbouwgrondstoffen, zoals granen en oliezaden, vertoonden in 2007 een forse stijging op de wereldmarkten (zie Grafiek B).

Deels weerspiegelden die prijsstijgingen tijdelijke factoren, zoals slechte weersomstandigheden in een aantal belangrijke landbouwgrondstoffen-exporterende landen, die het mondiale aanbod van die grondstoffen beïnvloedden. De hoge energieprijzen verhoogden ook de kosten van energie-intensieve landbouwinputs, zoals meststoffen, brandstoffen voor vervoer en machines. Bovendien werden de internationale voedingsmiddelenprijzen opgedreven door de sterke stijging van de mondiale vraag naar voedingsmiddelen als gevolg van de

Grafiek A Bijdragen van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen tot de HICP-inflatie op jaarbasis

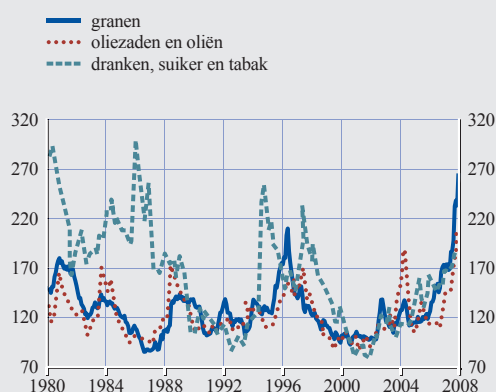
(procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Het linkerpaneel toont de bijdragen op jaarbasis voor de jaren 2004-2007.

Grafiek B Prijsverloop van voedingsmiddelen en tropische dranken

(maandgegevens in VS-dollar; indexcijfer: gemiddelde 2000 = 100)



Bronnen: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente notering heeft betrekking op december 2007.

gewijzigde voedselconsumptiepatronen in vele opkomende landen, alsook de opkomst van een nieuwe vraag naar sommige landbouwgrondstoffen, met name voor de productie van biobrandstoffen. Aangezien de laatstgenoemde ontwikkelingen structureel van aard zijn, zullen ze waarschijnlijk in de toekomst een opwaartse druk blijven uitoefenen op de mondiale prijzen van voedingsmiddelen. De prijsstijgingen van zuivelproducten kunnen ook de afspiegeling geweest zijn van de verschillende structuur van de melkmarkt in de Europese landen, bovenop de prijsverhogingen op de wereldmarkten voor melk, veevoer en andere inputs.

De prijzen van voedingsmiddelen stegen in 2007 tegelijkertijd in verschillende belangrijke economieën buiten het eurogebied, wat de mondiale aard van de voedselprijsschok beklemtoonde. Voorts namen ook de voedingsmiddelencomponenten die de grootste bijdrage leverden tot de inflatie in het eurogebied (zoals granen en zuivelproducten) in die economieën toe, wat erop wees dat een gemeenschappelijke schok achter de prijsstijgingen schuilging.

In het eurogebied vertoonde de doorwerking van de mondiale voedselprijsschok in de prijzen van de afzonderlijke landen aanzienlijke verschillen in termen van zowel snelheid als omvang. Het groeitempo op jaarbasis van de component bewerkte voedingsmiddelen van de HICP ongerekend tabak varieerde in 2007 bijvoorbeeld van 5,7% in Slovenië – het hoogste percentage in het eurogebied – tot 0,7% in Frankrijk en 0,8% in Finland, waar het percentage ver onder het gemiddelde voor het eurogebied lag (zie de tabel). Uit recentere gegevens blijkt dat de prijsstijgingen voor bewerkte voedingsmiddelen aanzienlijker waren in de twee laatstgenoemde landen.

Traditioneel is de detailhandel voor voedingsproducten gesegmenteerd over de landen. In dat opzicht verklaren verschillen inzake vraagvoorwaarden, marktstructuren, prijsniveaus van voedingsmiddelen en concurrentie in de detailhandel en de distributiesector waarschijnlijk de diverse reacties van de consumptieprijzen van voedingsmiddelen in de verschillende landen op de gemeenschappelijke externe schok.

Vooruitblikkend blijven de vooruitzichten ten aanzien van zowel de mondiale als de interne prijzen voor voedingsmiddelen hoogst onzeker. Hoewel het aanbod van landbouwproducten uiteindelijk

HICP-component bewerkte voedingsmiddelen, m.u.v. tabak, in de landen van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)

	Gewich- ten 2007	Gemiddelden			2007 dec.	2008 jan.
		2005	2006	2007		
België	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Duitsland	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Ierland	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Griekenland	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Spanje	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Frankrijk	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italië	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luxemburg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Nederland	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Oostenrijk	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugal	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Slovenië	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finland	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Eurogebied	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

zou moeten reageren op de gestegen vraag, kan de inhaalperiode langer duren dan thans verwacht. Bovendien zijn de prijzen van voedingsmiddelen afhankelijk van een aantal factoren die moeilijk te voorspellen zijn, waaronder technologische vooruitgang en mogelijke aanpassingen van het energiebeleid. Over het geheel genomen lijken de risico's van opwaartse aard te zijn.

van het jaar. Hij bleef van februari tot juli 2007 stabiel op 1,9% en begon dan opnieuw een stijging te vertonen in augustus, vooral wegens sterke stijgingen van de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen. Tegen het einde van het jaar bedroeg de HICP-inflatie met uitzondering van onbewerkte voedingsmiddelen en energie 2,3%, het hoogste niveau sinds eind 2002.

LAGERE GEMIDDELDE PRODUCENTENPRIJSINFLATIE MAAR OPWAARTSE DRUK TEGEN EIND 2007

De producentenprijsinflatie nam in het eerste gedeelte van het jaar af, vooral wegens basiseffecten van de energiecomponent, en werd

daarna opgedreven door het beloop van de prijzen van energie en voedingsmiddelen.

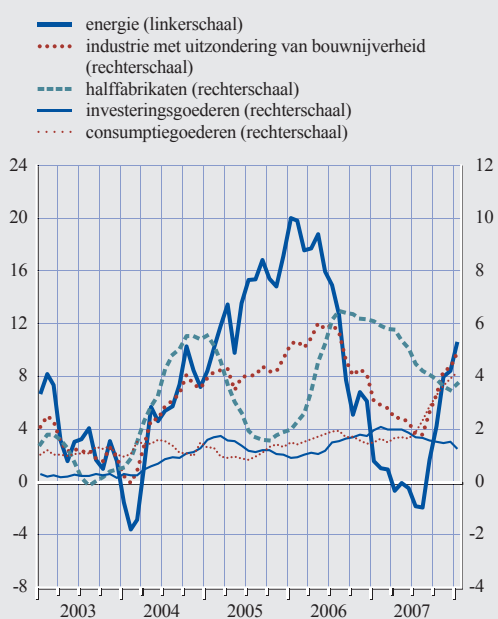
Het jaarlijkse stijgingstempo van de industriële producentenprijzen (ongerekend de bouwnijverheid) in het eurogebied bedroeg in 2007 2,8%, dat is aanzienlijk minder dan de twee voorgaande jaren. De producentenprijsinflatie, die in juli 2006 een piek van 6% had bereikt, daalde geleidelijk tot 1,8% in juli 2007, vooral omdat basiseffecten de energiecomponent beïnvloedden. Vanaf september 2007 leidden hogere jaarlijkse groeicijfers van energetische producentenprijzen, opgedreven door olieprijsstijgingen en basiseffecten, en de groei van de producentenprijzen voor voedingsmiddelen tot een toename van de producentenprijsinflatie. In december 2007 beliep de producentenprijsinflatie 4,3%.

Het groeitempo op jaarbasis van de industriële producentenprijzen met uitzondering van de bouwnijverheid en de energiesector nam in de loop van het jaar enigszins af, maar bleef op een hoog niveau. Die ontwikkeling weerspiegelde verschillende patronen in de hoofdcomponenten (zie Grafiek 26).

Het twaalfmaands stijgingstempo van de prijzen van halffabricaten bleef in de loop van 2007 geleidelijk vertragen; na de in augustus 2006 bereikte piek van 6,5% daalde het tot 3,5% in december. In de eerste helft van het jaar werden de prijzen van halffabricaten nog steeds beïnvloed door opwaartse druk die uitging van de hogere prijzen voor industriële grondstoffen, die de voornaamste onderliggende factoren ervan zijn. De daaropvolgende afname van de prijzen van industriële grondstoffen op de wereldmarkten, temperden, samen met de appreciatie van de euro, de prijsontwikkelingen in vele segmenten van de sector halffabricaten. De fabrikanten van aan voedingsmiddelen gerelateerde producten

Grafiek 26 Uitsplitsing industriële producentenprijzen

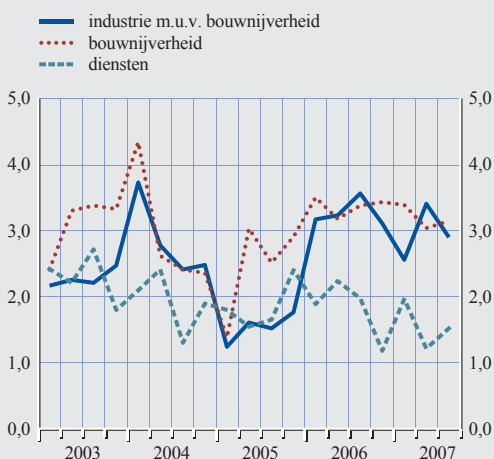
(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.
 Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

Grafiek 27 Sectorale loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

werden in het derde kwartaal van het jaar geconfronteerd met sterke prijsstijgingen, in het kielzog van de snel stijgende prijzen voor sommige landbouwgrondstoffen op de wereldmarkten (zie Kader 5). De opwaartse beweging van de jaarlijkse groei van de prijzen voor kapitaalgoederen sloeg om in juni 2007; in het vierde kwartaal van 2007 daalde het stijgingstempo op jaarbasis tot 1,5%, wat tevens het gevolg was van de gunstige effecten van de appreciatie van de euro.

Verderop in de productieketen hield de sinds medio 2005 waargenomen opwaartse tendens van de prijzen voor consumptiegoederen aan.

Het veranderingspercentage op jaarbasis van de totale prijzen voor consumptiegoederen liep op tot 3,9% in december 2007, dat is het hoogste stijgingstempo sinds de start van de Monetaire Unie in 1999. Die ontwikkeling was hoofdzakelijk het gevolg van de prijzen voor niet-duurzame consumptiegoederen, die vanaf juli versnelden, wat de afspiegeling was van de mondiale druk op de voedselprijzen die de prijzen van consumptiegoederen met betrekking tot voeding opdreef. Ongerekend tabak en voedselprijzen, bleef het mutatietempo op jaarbasis van de prijzen voor consumptiegoederen echter het hele jaar stabiel en schommelde rond 1,3%.

ARBEIDSKOSTEN BLEVEN GEMATIGD

Het jaarlijkse groeitempo van de loonsom per werknemer bleef in 2007 gematigd. Het gemiddelde twaalfmaands stijgingstempo bedroeg in de eerste drie kwartalen van het jaar 2,0%, dat is iets lager dan in 2006 (zie Tabel 2). Sectorale gegevens wijzen erop dat het groeitempo van de loonsom per werknemer, net als het voorgaande jaar, hoger lag in de industriële bedrijfstakken dan in de dienstensector, wat strookte met het sectorale productiviteitsverloop (zie Grafiek 27). In de industrie was het gemiddelde groeitempo in de eerste drie kwartalen van 2007 grotendeels in overeenstemming met de sinds begin 2006 opgetekende ontwikkelingen. Hoewel licht hoger dan in de industrie, verminderde het twaalfmaands stijgingstempo van de loonsom per werknemer in de bouwnijverheid in de loop van het jaar tegen de achtergrond van de eerste tekenen van

Tabel 2 Arbeidskostenindicatoren

(mutaties in procenten per jaar)

	2005	2006	2007	2006 kw 4	2007 kw 1	2007 kw 2	2007 kw 3	2007 kw 4
Contractlonen	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Totale arbeidskosten per uur	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Loonsom per werknemer	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>P.m.-posten</i>								
Arbeidsproductiviteit	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Arbeidskosten per eenheid product	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Bronnen: Eurostat, nationale gegevens en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens over de loonsom per werknemer, de arbeidsproductiviteit en de arbeidskosten per eenheid product hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

een vertraging van de werkgelegenheid in die sector. Het jaarlijkse groeitempo van de loonsom per werknemer in de dienstensector was in de eerste drie kwartalen van 2007 lager dan in de voorgaande twee jaren.

De gemiddelde groei van de totale arbeidskosten per uur lag in de eerste drie kwartalen van 2007 lager dan het in 2006 opgetekende stijgingstempo. De vertraging van het jaarlijkse groeitempo van de loonsom per werknemer was deels toe te schrijven aan het matigend effect van de verlaging van de sociale-zekerheidsbijdragen die in 2007 in sommige economieën van het eurogebied werd verricht.

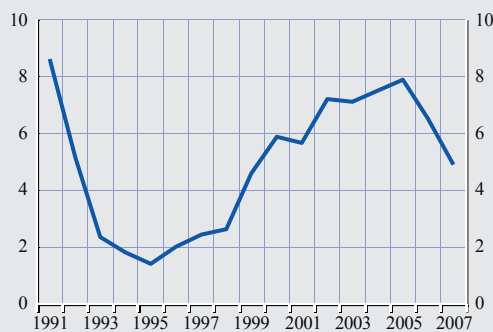
Andere beschikbare arbeidskostenindicatoren bevestigen dat de loonontwikkelingen in 2007 gematigd bleven. Met name de groei van de contractlonen bedroeg in 2007 gemiddeld 2,1% in het eurogebied, dat is iets minder dan de stijging in 2006, hoewel de loonontwikkelingen sterk verschilden van land tot land. De impact van de lagere werkloosheid op de loononderhandelingen lijkt relatief gematigd te zijn gebleven. Structurele hervormingen van de arbeids- en productenmarkten, veranderingen in de samenstelling van het arbeidsaanbod en de

werkgelegenheid en internationale concurrentie lijken te hebben bijgedragen aan de matig blijvende arbeidskostenontwikkelingen in het eurogebied.

Ondanks matige loonontwikkelingen, steeg de jaarlijkse groei van de loonkosten per eenheid product licht in de loop van het jaar, vooral als gevolg van de afnemende groei van de arbeidsproductiviteit. De loonkosten per eenheid product stegen in de eerste drie kwartalen van 2007 gemiddeld met 1,1%, in vergelijking met 0,9% en 1,0% in de voorgaande twee jaren. De toename van de loonkosten per eenheid product leidde tot enige vertraging van de winstontwikkeling in de loop van 2007. De indicator van de totale winstopslag, gemeten aan de hand van het verschil tussen de groeicijfers van de bbp-deflator en de arbeidskosten per eenheid product, wees nog steeds op een dynamische winststijging tot het derde kwartaal van 2007, zij het in een lager tempo dan in 2006. De gemiddelde groei van de winstopslag bedroeg 0,6% in de eerste drie kwartalen van 2007, tegen 0,8% in 2006.

Grafiek 28 Beloop van de huizenprijzen in het eurogebied

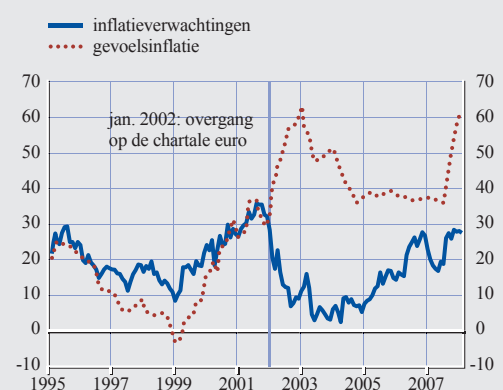
(mutaties in procenten per jaar; jaargegevens)



Bron: Berekeningen van de ECB, gebaseerd op niet-geharmoniseerde nationale gegevens.
Toelichting: De gegevens voor 2007 hebben betrekking op de eerste helft van het jaar.

Grafiek 29 Kwalitatieve gevoelsinflatie en inflatieverwachtingen van de consumenten in het eurogebied

(procentueel saldo; seizoengezuiverd)



Bron: Door de Europese Commissie onder producenten en consumenten gehouden conjunctuurenquêtes.
Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

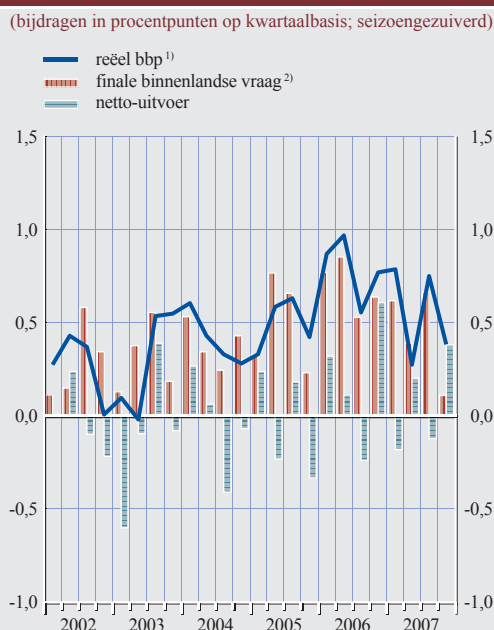
STIJGING VAN DE WONINGPRIJZEN VERTRAAGDE VERDER

De woningprijzen in het eurogebied, die niet in aanmerking worden genomen bij het meten van de HICP, vertraagden in de eerste helft van 2007, wat een voortzetting was van de in de tweede helft van 2005 en in 2006 vertragende tendens (zie Grafiek 28). Volgens de jongste ramingen is het jaar-op-jaar stijgingstempo van de woningprijzen voor het eurogebied als geheel gedaald van 6,1% in de tweede helft van 2006 tot 5,0% in de eerste helft van 2007. Uit beschikbare landengegevens blijkt dat de matiging van de inflatie van de woningprijzen in het eurogebied bijzonder uitgesproken was in de landen die de voorbije jaren relatief hoge stijgingen van de woningprijzen lieten optekenen, zoals België, Ierland, Spanje, Frankrijk en Malta. In het geval van Italië, Nederland en Oostenrijk, daarentegen, duidt de beschikbare informatie erop dat de stijgingen van de woningprijzen in 2007 in grote lijnen onveranderd bleven ten opzichte van 2006. In Duitsland vertoonden de woningprijzen een verdere lichte stijging in 2007, na een periode van gematigde ontwikkeling tot 2005.

BELOOP VAN DE GEVOELSNFLATIE EN DE INFLATIEVERWACHTINGEN

Gezien de stijging van de totale inflatie tegen eind 2007, werden de gevoelsinflatie en de inflatieverwachtingen een belangrijk gegeven bij de beoordeling van de toekomstige inflatieontwikkelingen. De maatstaf van de Europese Commissie voor de kwalitatieve inflatieperceptie door de consumenten gedurende de voorbije twaalf maanden nam aanzienlijk toe in de tweede helft van 2007, na de toename van de werkelijke inflatie, en bereikte het hoogste niveau sinds de overgang op de chartale euro in januari 2002 (zie Grafiek 29)⁶. Anders dan in 2002, stegen de inflatieverwachtingen van de consumenten voor de volgende 12 maanden in de tweede helft van het jaar, zij het in geringere mate. Ook bleek uit informatie afkomstig van professionele voorspellers dat op enquêtes gebaseerde inflatieverwachtingen voor de lange termijn op 1,9% gebleven zijn, blijkens de prognoses van Consensus Economics van oktober 2007, en

Grafiek 30 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

1) Mutaties in procenten t.o.v. het voorgaande kwartaal.

2) Gedefinieerd als de binnenlandse vraag ongerekend voorraadmutaties.

opliepen tot 2,0% volgens de door de Euro Zone Barometer in januari 2008 gehouden enquête en de door de ECB verrichte Survey of Professional Forecasters voor het eerste kwartaal van 2008. Voorts steeg de “break-even”-inflatie, berekend aan de hand van geïndexeerde obligaties en swaps in het eurogebied na september 2007, wat erop wees dat de inflatieverwachtingen of de inflatierisicopremies op de financiële markten toegenomen zijn (zie ook paragraaf 2.2 van dit hoofdstuk).

⁶ Voor nadere informatie zie het Kader getiteld “Recent developments in consumers’ inflation perceptions and expectations in the euro area” in het ECB Maandbericht van november 2007.

Tabel 3 Samenstelling van de reële bbp-groei

(mutaties in procenten, tenzij anders vermeld; seizoengezuiverd)

	Jaarcijfers ¹⁾									Kwartaalcijfers ²⁾				
	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2007	2007	2006	2007	2007	2007	2007
				kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	
Reëel bruto binnenlands product	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4	
<i>waarvan:</i>														
Binnenlandse vraag ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0	
Particuliere consumptie	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1	
Overheidsconsumptie	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1	
Bruto-investeringen in vaste activa	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8	
Voorraadmutaties ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1	
Netto-uitvoer ³⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4	
Uitvoer ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5	
Invoer ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4	
Reële bruto toegevoegde waarde														
<i>waarvan:</i>														
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4	
Bouwnijverheid	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2	
Marktgebonden diensten ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4	

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gerapporteerde gegevens zijn seizoengezuiverd en deels gecorrigeerd voor het aantal werkdagen, aangezien niet alle landen van het eurogebied nationale rekeningen op kwartaalbasis rapporteren die gecorrigeerd zijn voor het aantal werkdagen. De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

1) Mutatie in procenten tegenover de overeenkomstige periode van het voorgaande jaar.

2) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

3) Als bijdrage tot de reële bbp-groei, in procentpunten.

4) Met inbegrip van het saldo van aankopen en verkopen van waarden.

5) Uitvoer en invoer betreffen zowel goederen als diensten en omvatten mede het interne grensoverschrijdende handelsverkeer binnen het eurogebied. De invoer- en uitvoercijfers volgens de nationale rekeningen, waarin de intra-eurozone handel vervat zit, zijn derhalve niet volledig vergelijkbaar met de betalingsbalansgegevens.

6) Omvatten handel en onderhoud, horeca, vervoer en communicatie, financiële intermediaatie, activiteiten m.b.t. onroerend goed, verhuur en zakelijke dienstverlening.

2.4 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

ECONOMISCHE GROEI ONTWIKKELDE ZICH GUNSTIG IN 2007

De economische ontwikkelingen waren in 2007 al bij al gunstig, hoewel de groei in de loop van het jaar enigszins vertraagde. Gemiddeld bedroeg de reële bbp-groei in het eurogebied in 2007 2,6%, wat iets minder is dan de in 2006 opgetekende 2,8% en hoger dan de in voorgaande jaren vertoonde groeicijfers (zie Grafiek 30).

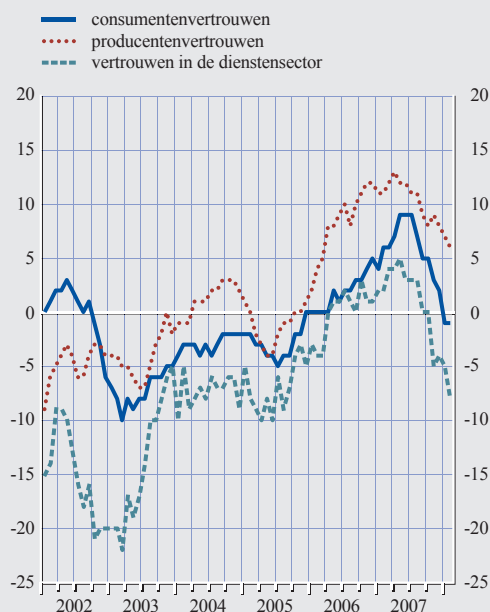
De tragere bbp-groei in 2007 was vooral toe te schrijven aan het verloop van de particuliere consumptie en de investeringen in woningen. De bijdrage van de netto-uitvoer aan de bbp-groei beliep 0,4 procentpunt, dat is tweemaal de bijdrage van 2006 (zie Tabel 3).

Een bijzonder significante factor die ten grondslag lag aan die tragere groei, naast de eenmalige impact van een btw-verhoging in Duitsland op de consumptie, was het negatieve effect van de hogere prijzen van energie en voedingsmiddelen op het reële beschikbare inkomen van de gezinnen en op het consumenten- en ondernemersvertrouwen. Die inflatieontwikkelingen en vervolgens de financiële beroering die begon in augustus en nauw samenhang met de subprime-hypotheekcrisis in de Verenigde Staten, droeg bij aan de verslechtering van de consumenten- en ondernemersverwachtingen in de tweede helft van 2007. Bovendien droeg de zwakkere situatie op de woningmarkten van verscheidene landen van het eurogebied bij tot een matiging van de economische activiteit.

Ondanks de toenemende onzekerheid tijdens de tweede helft van het jaar, presteerde de economie van het eurogebied in 2007 goed, zoals bleek uit de aanzienlijke en gestage daling

Grafiek 31 Vertrouwensindicatoren

(procentuele saldi; seizoengezuiverd)



Bron: Door de Europese Commissie onder producenten en consumenten gehouden conjunctuurenquêtes.

Toelichting: De getoonde gegevens zijn berekend als afwijkingen van het gemiddelde sinds januari 1985 voor het consumenten- en producentenvertrouwen en sinds april 1995 voor het vertrouwen in de dienstensector. De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

van de werkloosheid. De werkloosheid in het eurogebied daalde in december tot 7,1%, wat het laagste niveau van de voorbije 25 jaar is. Die positieve tendens is de afspiegeling van de stevige fundamentals van de economie van het eurogebied, in het bijzonder de rendabiliteit van de bedrijven en een sterke banengroei.

De particuliere consumptie groeide in 2007 met 1,4%, tegen 1,8% in 2006. Het groeipad van de consumptie werd in 2007 sterk beïnvloed door een btw-verhoging in Duitsland in januari 2007. Daardoor werden aankopen eerder verricht, vooral aankopen van dure zaken, zoals duurzame consumptiegoederen, om de belastingverhoging te ontlopen. Als gevolg daarvan daalde de jaarlijkse groei van de particuliere consumptie in het eurogebied fors van 2,1% in het vierde kwartaal van 2006 tot 1,4% in het eerste kwartaal van 2007. De gezinsconsumptie trok

de daaropvolgende maanden aan, wat spoorde met verbeteringen van het reëel besteedbare inkomen van de gezinnen, die vooral het gevolg waren van de positieve ontwikkelingen van de werkgelegenheid en in mindere mate van de groei van het reële vermogen van de gezinnen. In de tweede helft van het jaar werd een geleidelijke verzwakking van het consumentenvertrouwen opgetekend, die verband leek gehouden te hebben met de beroering op de financiële markten, bezorgdheid over het externe klimaat en de stijging van de inflatie (zie Grafiek 31). De financiële onrust wordt echter geacht maar een beperkte directe impact op de consumptie te hebben gehad, hoewel de acceptatiecriteria voor consumptief krediet in de laatste maanden van het jaar werden aangescherpt, in tegenstelling tot de duidelijke versoepeling van de acceptatiecriteria die de voorgaande kwartalen werd opgetekend.

De totale investeringsgroei, die in 2006 sterk was opgeveerd, was robuust in 2007 en kwam uit op 4,4% voor het gehele jaar. Het groeitempo verminderde echter geleidelijk in de loop van het jaar. De vertraging was het meest uitgesproken voor de investeringen in woningen, wat het einde betekende van de expansiefase van de conjunctuurcyclus in de bouwnijverheid in de context van een vertraging van de stijging van de huizenprijzen. De afname van de investeringen in woningen was meer uitgesproken in sommige landen, die de voorgaande jaren een zeer snelle groei hadden laten optekenen. Zoals blijkt uit de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening door banken, daalde de nettovraag van de huishoudens naar hypotheekkredieten fors in het vierde kwartaal van 2007, als gevolg van minder gunstige beoordelingen van de vooruitzichten op de woningmarkt en de verslechtering van het consumentenvertrouwen.

De uitvoer van het eurogebied groeide in 2007 krachtig met 5,9%, wat een afspiegeling was van de sterke groei van de externe vraag, ondanks de in de loop van het jaar opgetekende snelle appreciatie van de euro en de sterke concurrentie van China en andere Aziatische

Tabel 4 Arbeidsmarktontwikkelingen

(mutaties in procenten t.o.v. de voorgaande periode; procenten)

	2005	2006	2007	2005 kw 3	2005 kw 4	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4	2007 kw 1	2007 kw 2	2007 kw 3	2007 kw 4
Beroepsbevolking	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Werkgelegenheid	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Landbouw ¹⁾	-1,2	-1,6	.	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	.
Industrie ²⁾	-0,3	0,6	.	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	.
- m.u.v.													
bouwnijverheid	-1,4	-0,3	.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	.
- bouwnijverheid	2,3	2,7	.	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	.
Diensten ³⁾	1,5	2,1	.	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	.
Werkloosheidsgraden ⁴⁾													
Totaal	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
Jonger dan 25	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
25 en ouder	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

1) Omvat visserij, jacht en bosbouw.

2) Omvat verwerkende industrie, bouwnijverheid, winning van delfstoffen en elektriciteits-, gas- en watervoorziening.

3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.

4) Procenten van de beroepsbevolking volgens IAO-aanbevelingen.

landen. De invoer van het eurogebied steeg ook sterk, gestimuleerd door de robuuste ontwikkeling van de bedrijfsinvesteringen en de uitvoer alsook door de appreciatie van de euro. Al bij al, leverde het uitvoersaldo een positieve bijdrage van 0,4 procentpunt aan de bbp-groei.

Vanuit sectoraal oogpunt, werd de economische activiteit in 2007 vooral gedragen door de aanhoudende stijging van de dienstensector, waarvan de jaarlijkse groei licht afnam van 2,5% in 2006 tot 2,4% in 2007. De industriële sector (ongerekend de bouwnijverheid) vertoonde het hele jaar door een aanzienlijke veerkracht, wat nauw verband hield met de krachtige groei van de uitvoer, en dat compenseerde de vertraging van de bedrijvigheid in de bouwnijverheid. De groei van de toegevoegde waarde in het eurogebied liep in 2007 fors terug, vooral in de tweede helft van het jaar. Zoals hiervoor vermeld, was die tendens vooral het gevolg van de verslechtering van de verwachtingen met betrekking tot de huizenmarkten, hoewel andere activiteiten in de bouwnijverheid - inclusief de bouw met uitzondering van woningen en wegen waterbouwkunde - ook een tragere groei te zien gaven.

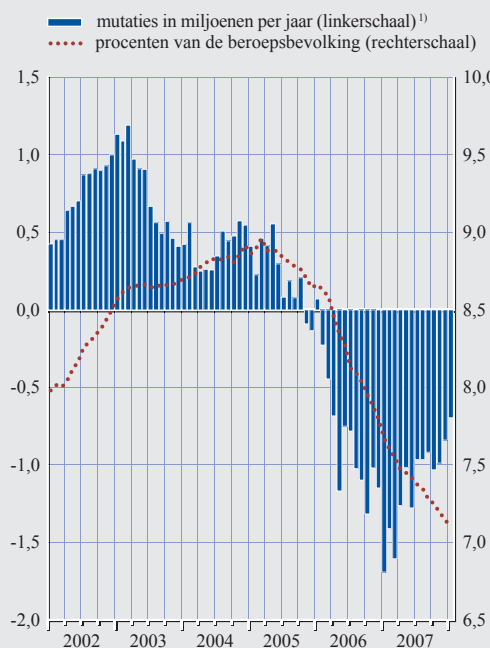
VERDERE VERBETERING OP DE ARBEIDSMARKT

De arbeidsmarkt in het eurogebied vertoonde de afgelopen jaren een duidelijke verbetering. Na

jaren van gematigde groei, steeg de werkgelegenheid in 2006 met 1,5%. De

Grafiek 32 Werkloosheid

(maandgegevens; seizoengezuiverd)



Bron: Eurostat.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Cyprus en Malta.

1) De mutaties per jaar zijn niet seizoengezuiverd.

DE DALING VAN DE WERKLOOSHEID IN HET EUROGEBIED TIJDENS DE VOORBIJE JAREN

De voorbije negen jaar is de werkgelegenheids groei in het eurogebied op jaarbasis met gemiddeld 1,3% toegenomen. Sinds het tweede kwartaal van 2003 is de werkloosheidsgraad in het eurogebied met 1,5 procentpunt teruggelopen, tot 7,2% in december 2007. Die daling weerspiegelt niet alleen de economische opleving maar ook het effect van de aanhoudend matige loonontwikkelingen en de hervormingen van de arbeidsmarkt van het eurogebied.

Voor de werkloosheidsontwikkelingen van de afgelopen jaren kunnen twee periodes worden onderscheiden (zie Grafiek A). Tijdens een eerste periode, van medio 2003 tot begin 2005, bleef de werkloosheidsgraad langzaam toenemen, ondanks de versnelling van de activiteit. Deze toename volgde op een periode waarin de werkloosheidsgraad scherp opliep van een laagtepunt van 7,8% medio 2001 tot 8,7% medio 2003. In een tweede periode, gaande van begin 2005 tot 2007, werd, tegen de achtergrond van de aanhoudende economische groei, een forse daling van de werkloosheidsgraad opgetekend, waardoor het laagste peil sinds het begin van de jaren tachtig werd bereikt. In absolute aantallen liep de werkloosheid sinds juni 2003 met ongeveer 1,6 miljoen terug, wat de stijging van medio 2001 tot medio 2003 ongedaan maakte. In dit Kader wordt de daling van de werkloosheid in het eurogebied sinds 2003 belicht, met speciale aandacht voor patronen inzake leeftijd, geslacht, scholing en duur.

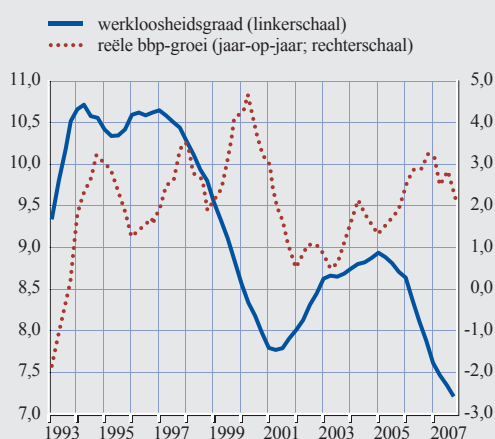
Forse werkgelegenheids groei is de voornaamste oorzaak voor de daling van de werkloosheid

De daling van de werkloosheid vloeit voort uit de krachtige werkgelegenheids groei. De totale werkgelegenheid steeg op kwartaalbasis gemiddeld met 0,3% sinds medio 2003, tegen slechts 0,1% tussen medio 2001 en medio 2003. Dit stemt overeen met een stijging ten belope van ruim 7,5 miljoen personen. Uitgesplitst naar bedrijfstak was de dienstensector verantwoordelijk voor ongeveer 85% van de werkgelegenheids toename, terwijl het overblijvende deel tot stand kwam in de bouwnijverheid. De werkgelegenheid in de landbouw en in de industrie ongerekend de bouwnijverheid bleef daarentegen neerwaarts gericht.

Opmerkelijk is dat de werkloosheid verminderde terwijl de beroepsbevolking aanhoudend groeide, hoewel in de laatste twee jaar tekenen van een groeivertraging te zien waren. Hoofdzakelijk als gevolg van een stijgende activiteitsgraad is de beroepsbevolking sinds begin 2003 sterk toegenomen, met een gemiddelde jaarlijkse aanwas van iets meer dan 0,9%. De dynamiek van de werkgelegenheid sinds 2003 ving met andere woorden niet alleen de groei van de beroepsbevolking op, maar leidde tevens tot een aanzienlijke daling van de werkloosheid.

Grafiek A Werkloosheid en bbp-groei in het eurogebied

(procenten; mutaties in procenten per jaar)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Werkloosheid in procenten van de beroepsbevolking.

De verbeteringen in de arbeidsmarkt komen aan alle groepen ten goede

De werkloosheidsgraad neemt in alle relevante groepen sinds 2003 af en vooral in bepaalde categorieën die het sterkst waren getroffen door hoge werkloosheid, namelijk de jongeren en de vrouwen. Niettemin vertoonde de werkloosheidsgraad tussen de groepen nog altijd significante verschillen (zie de tabel).

De jeugdwerkloosheid (werkloosheid in de leeftijdscategorie onder de 25 jaar) – die in het eurogebied ongeveer tweemaal hoger is dan de totale werkloosheidsgraad – daalde, van 16,5% in juni 2003 tot 14,3% in december 2007. Alles bijeengenomen is nagenoeg een derde van de totale daling van de werkloosheid aan die groep toe te schrijven. De werkloosheidsgraad bij vrouwen liep sinds juni 2003 met 1,9 procentpunt terug, tot 8,0% in december 2007, een duidelijk sterkere daling dan die voor mannen. Beide groepen, de jongeren en de vrouwen, bleven profijt trekken van de versoepeling van de reglementering voor contracten van bepaalde duur en de invoering van maatregelen ter bevordering van deeltijdarbeid, die hun inzetbaarheid hebben verhoogd. Ze hadden ook voordeel bij de structurele toename van de werkgelegenheid in de dienstensector.

Minder positief is dat het aandeel van langdurig werklozen in verhouding tot het totale aantal werklozen van 2003 tot 2007 grotendeels onveranderd lijkt te zijn gebleven, op iets meer dan 44%, wat zeer hoog is in vergelijking met andere economische gebieden. Het aandeel van personen die meer dan een jaar werkloos zijn, nam sinds 2005 echter met 1,0 procentpunt af. Dit wijst erop dat het economische herstel met enige vertraging aan de personen in die groep ten goede komt. Zoals blijkt uit de trendmatige daling, profiteerden ook de langdurig werklozen van arbeidsmarkthervormingen die met name tot doel hadden de inzetbaarheid van de meest kwetsbare groepen te verbeteren en meer arbeidsstimuli te creëren.

Aanvullende hervormingen en voortdurende loonmatiging zijn nodig om de werkloosheid verder te verlagen

Over het geheel genomen, is de werkloosheid sinds medio 2003 aanzienlijk gedaald. Om deze daling in de komende jaren te bestendigen, zullen, naast loonmatiging, verdere hervormingen van

Werkloosheidsgraden in het eurogebied naar geslacht, leeftijdscategorie en scholing

(procenten; procentpunten)

	Leeftijd	2003	2005	2007	Verandering 2003-07
Totaal	ouder dan 15	8,7	9,0	7,2	-1,5
Mannen	ouder dan 15	7,7	8,2	6,5	-1,2
Vrouwen	ouder dan 15	9,9	10,0	8,0	-1,9
Jongeren	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
Ouderen	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
Scholing	25-64				
minder dan middelbaar onderwijs		10,3	10,2	9,1	-1,2
ten minste middelbaar onderwijs		7,7	7,9	6,2	-1,5
hoger onderwijs		5,2	5,0	4,0	-1,2
Langdurige werkloosheid	ouder dan 15	44,2	45,4	44,4	0,2

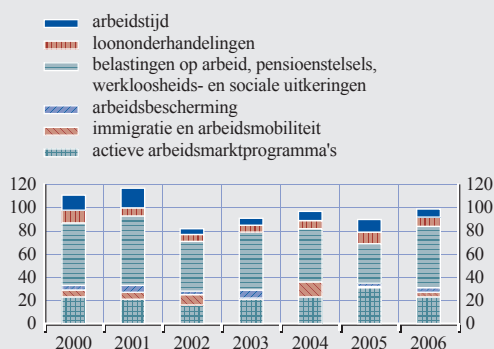
Bron: Eurostat.

Toelichting: De gegevens voor 2003, 2005 en 2007 hebben respectievelijk betrekking op juni, maart en december en zijn voor alle categorieën afkomstig van de geharmoniseerde werkloosheidsstatistieken, behalve voor de ouderen, de uitsplitsing naar scholingsniveau en de langdurige werkloosheid, waarvoor de gegevens in alle gevallen betrekking hebben op maart en afkomstig zijn van de gegevens uit de Enquête naar de Arbeidskrachten van de EU.

de arbeids- en de productenmarkten van het eurogebied noodzakelijk zijn. De Europese Commissie heeft onlangs een gegevensbank (LABREF genoemd) samengesteld, waarin de hoofdkenmerken van de beleidsinitiatieven sinds het jaar 2000 zijn opgenomen, met bijzondere aandacht voor hun inhoud, reikwijdte en duurzaamheid¹. Uit grafiek B blijkt dat tussen 2000 en 2006 gemiddeld ongeveer 98 beleidswijzigingen plaatsvonden in de arbeidsmarkten van het eurogebied. Er werden vooral maatregelen genomen in het kader van een actief arbeidsmarktbeleid (in het bijzonder initiatieven inzake openbare diensten voor arbeidsvoorziening en opleiding), en vervolgens op het gebied van de pensioenstelsels (hoofdzakelijk betreffende de pensioenuitkeringen en de toekenningcriteria waaraan moet worden voldaan) en de belastingen op arbeid (in de vorm van beleidsmaatregelen die vooral de inkomstenbelasting en de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid beïnvloeden).

Grafiek B Intensiteit van de hervormingen in het eurogebied¹⁾ en uitsplitsing naar hervormingstype, 2000-06

(aantal vastgestelde hervormingen)



Bron: Berekeningen van de ECB op basis van de LABREF-gegevensbank.

1) Met inbegrip van Slovenië.

Hoewel verschillende landen van het eurogebied vooruitgang hebben geboekt bij de goedkeuring en tenuitvoerlegging van structurele hervormingen, zijn op een aantal beleidsterreinen verdere inspanningen nodig. De hervormingen zouden vooral meer werkgelegenheidskansen moeten bieden aan jongeren en vrouwen. Het is daarom van essentieel belang dat elk land van het eurogebied marktverstoringen wegneemt en nauwgezet de nationale hervormingsprogramma's, die de kern van het Lissabon-proces vormen, uitvoert. Wat de veranderingen in de wetgeving inzake arbeidsbescherming en het geven van stimulansen tot werken via de belasting- en uitkeringsstelsels betreft, waren de vorderingen veeleer beperkt. Krachtige hervormingen op die terreinen zouden aanzienlijk kunnen bijdragen tot de flexibiliteit van de arbeidsmarkten en zouden het aanpassingsvermogen van de landen van het eurogebied kunnen ondersteunen. Bovendien zijn grotere inspanningen vereist om de interne EU-markt voor goederen en diensten aan te vullen en te verdiepen alsook om onderzoek en ontwikkeling en innovatie op te voeren, teneinde de productiviteit te verhogen en meer werkgelegenheidsmogelijkheden te scheppen. Daarnaast zijn hervormingen van de stelsels van loononderhandelingen gericht op het wegwerken van rigiditeiten welkom, dit vanwege hun belangrijke rol bij het verkleinen van de verschillen in werkloosheidsgraad tussen de groepen.

1 De hervormingen werden ingedeeld op basis van acht belangrijke beleidsdimensies, namelijk de belastingen op arbeid, de stelsels van werkloosheidsuitkeringen (samen met andere sociale uitkeringen), actieve arbeidsmarktprogramma's, arbeidsbescherming, pensioenstelsels, loononderhandelingen, arbeidstijdorganisatie, migratiebeleid en arbeidsmobiliteit; binnen deze algemene beleidsterreinen wordt een reeks van in totaal 36 interventiedomeinen onderzocht.

banengroei was ook evenwichtiger verdeeld naar leeftijd, geslacht en opleidingsniveau⁷. Die sterke werkgelegenheidsgroei hield aan in 2007; de jaarlijkse groei van 1,7% was de hoogste sinds 2001 (zie Tabel 4). De werkgelegenheidsgroei

nam echter af in de tweede helft van 2007, wat de

7 Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Kader 8 in het ECB Maandbericht van september 2007.

afspiegeling was van zwakkere economische omstandigheden.

Vanuit sectoraal oogpunt, weerspiegelde de snellere werkgelegenheids groei in 2007 deels de sterke banengroei in de bouwnijverheid, die in het derde kwartaal van 2007 een jaarlijkse groei van 4,3% liet optekenen, tegen 2,7% in heel 2006. De aanhoudende inkrimping van de werkgelegenheid in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid) eindigde in 2007, toen, voor het eerst sinds 2001, een - zij het zeer bescheiden - netto banengroei werd opgetekend. De werkgelegenheid in de dienstensector groeide ook sneller en steeg van gemiddeld 2,1% in 2006 tot 2,2% in het derde kwartaal van 2007. Dat hield vooral

verband met ontwikkelingen in de financiële en zakelijke dienstverlening en de subsectoren handel en transport. In de tweede helft van 2007 lieten die componenten van de dienstensector een tragere werkgelegenheids groei optekenen, net als de bouwnijverheid, waar de vertraging meer uitgesproken was. De ontwikkelingen in de laatstgenoemde sector weerspiegelen het einde van de economische opleving in de woningbouw en in andere activiteiten van de bouwnijverheid.

De werkloosheidsgraad, die begin 2005 begon af te nemen en in het vierde kwartaal van 2006 7,9% bedroeg, daalde in 2007 verder en kwam aan het einde van het jaar uit op 7,1% (zie Grafiek 32).

Tabel 5 Begrotingsposities in het eurogebied

(procenten bbp)

Overschot (+)/tekort (-) van de gezamenlijke overheid

	2005	2006	2007
Eurogebied	-2,5	-1,5	-0,8
België	-2,3	0,4	-0,3
Duitsland	-3,4	-1,6	0,0
Ierland	1,2	2,9	0,5
Griekenland	-5,1	-2,5	-2,7
Spanje	1,0	1,8	1,8
Frankrijk	-2,9	-2,5	-2,4
Italië	-4,2	-4,4	-2,4
Luxemburg	-0,1	0,7	1,0
Nederland	-0,3	0,6	-0,4
Oostenrijk	-1,6	-1,4	-0,7
Portugal	-6,1	-3,9	-3,0
Slovenië	-1,5	-1,2	-0,6
Finland	2,7	3,8	4,5

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

	2005	2006	2007
Eurogebied	70,3	68,6	66,7
België	92,2	88,2	84,6
Duitsland	67,8	67,5	65,0
Ierland	27,4	25,1	25,1
Griekenland	98,0	95,3	93,4
Spanje	43,0	39,7	36,2
Frankrijk	66,7	64,2	64,2
Italië	106,2	106,8	105,0
Luxemburg	6,2	6,6	6,9
Nederland	52,3	47,9	46,8
Oostenrijk	63,4	61,7	59,9
Portugal	63,7	64,8	64,4
Slovenië	27,4	27,1	25,6
Finland	41,4	39,2	35,3

Bronnen: Europese Commissie (voor 2005-06; voor België ook 2007); bijgewerkte stabiliteitsprogramma's (voor 2007) en berekeningen van de ECB. Toelichting: De cijfers voor 2007 in de stabiliteitsprogramma's zijn gebaseerd op ramingen en kunnen dan ook verschillen van de uiteindelijke resultaten.

De gemiddelde maandelijkse daling van het aantal werklozen in 2007 bedroeg ongeveer 80.000. Over het algemeen weerspiegelt de lagere werkloosheid een met de conjunctuur gepaard gaande werkgelegenheids groei, alsook de impact van markthervormingen en een aanhoudende loonmatiging.

De groei van de arbeidsproductiviteit voor de gehele economie, gemeten aan de hand van het reële bbp gedeeld door de totale werkgelegenheid, steeg in 2007 met net 0,8%, tegen 1,3% in 2006, toen de arbeidsproductiviteit in het vierde kwartaal met een jaarlijkse groei van 1,6% een hoogtepunt bereikte. De in 2006 opgetekende versnelling van de arbeidsproductiviteit, die vooral verband hield met de economische opleving van de economie van het eurogebied, is van korte duur gebleken en de jaarlijkse groei daalde in het vierde kwartaal van 2007 tot 0,6%.

2.5 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

AANHOUDENDE VERBETERING VAN DE BEGROTING IN 2007

De begrotingsontwikkelingen bleven in 2007 relatief gunstig, vooral als gevolg van een sterke economische activiteit, verdere meevallers bij de ontvangsten, een aantal consolidatie-inspanningen en het verdwijnen van tijdelijke factoren die het tekort in Italië in 2006 hadden opgedreven. Volgens de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van de eurolanden liep het gemiddelde overheidstekort in het eurogebied terug van 1,5% bbp in 2006 tot 0,8% in 2007 (zie Tabel 5)⁸. De tekorten in Italië en Portugal, de twee landen van het eurogebied die aan een buitensporige-tekortenprocedure zijn onderworpen, verminderden tot respectievelijk 2,4% en 3% bbp. Volgens de meest recente ramingen liep het tekort in Italië terug tot 1,9% bbp. In het geval van België bedroeg het tekort over 2007 volgens meer recente gegevens 0,1 % bbp, en de schuldratio 85,1 % bbp. In geen enkel land van het eurogebied overschreed het tekort in 2007 3% bbp, een situatie die voor het laatst voorkwam in 2000 (ongerekend de opbrengsten van de verkoop van UMTS-licenties).

Uit een vergelijking van de cijfers van 2007 met de in de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van eind 2006 en begin 2007 opgenomen doelstellingen blijkt dat het gemiddelde tekort van het eurogebied met 0,7 procentpunt bbp verbeterd is. Die verbetering is grotendeels toe te schrijven aan het basiseffect, veroorzaakt door de betere dan voor 2006 verwachte resultaten. In de meeste landen, in het bijzonder in Duitsland, Luxemburg en Finland, werden in 2007 betere resultaten geboekt dan gepland.

Tegen deze achtergrond daalde de gemiddelde overheidsschuld met nagenoeg 2 procentpunten tot een niveau van 66,7% bbp, dat is het laagste schuldniveau in procenten bbp sinds de start van de derde fase van de EMU in 1999. Frankrijk alsook Ierland en Luxemburg, beide landen met een lage schuldquote, vormden een uitzondering op die dalende tendens. Bovendien bleven de schuldratio's in zes landen boven de referentiewaarde van 60% bbp. Ondanks verbeterde begrotingsresultaten, was er een stijging van de schulduitgifteactiviteit van de regeringen van het eurogebied in 2007 (zie Kader 7).

Het gemiddelde structurele begrotingstekort (het voor de conjunctuur gecorrigeerde saldo ongerekend eenmalige en andere tijdelijke maatregelen) in het eurogebied verbeterde van -1,2% bbp in 2006 tot -0,8% in 2007. Veeleer dan concrete consolidatiemaatregelen aan de uitgavenzijde, weerspiegelde die verbetering een krachtige groei van de belastingontvangsten, hoger dan de groei die kan worden verklaard door ontwikkelingen in de aangenomen macro-economische belastinggrondslagen. Wordt gekeken naar individuele landen, dan blijkt dat er een aanzienlijke verbetering van de structurele saldi van 0,5 procentpunt bbp of meer werd opgetekend in Duitsland, Griekenland, Italië, Portugal en Slovenië. Daarentegen was er een aanzienlijke structurele begrotingsversoepeling van meer dan 1 procentpunt bbp in Ierland en Nederland. Een kleine meerderheid van de landen van het eurogebied bereikten hun

⁸ De cijfers voor 2007 in de stabiliteitsprogramma's zijn gebaseerd op ramingen en kunnen dan ook verschillen van de uiteindelijke resultaten.

Kader 7

ONTWIKKELINGEN INZAKE DE UITGIFTE VAN OVERHEIDSSCHULDBEWIJZEN EN ECARTS QUA OBLIGATIARENDEMENTEN IN HET EUROGEBIED

Tegen de achtergrond van de stijgende rente die kenmerkend was voor het grootste gedeelte van het jaar, nam de netto-uitgifte van schuldbewijzen door de algemene overheid in 2007 in het eurogebied toe. De stijging was uitzonderlijk groot voor de uitgifte op de korte termijn. In nettoterminen bedroeg het groeitempo van de schulduitgifte door de algemene overheid van het eurogebied in december 2007 2,8%, of slechts 0,4 procentpunt meer dan in 2006 (zie Tabel A)¹. De schuldquote van de algemene overheid in verhouding tot het bbp nam echter in de meeste landen van het eurogebied af, dankzij de krachtiger economische groei.

Tabel A Schuldbewijzen uitgegeven door de overheden in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; einde periode)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Totaal van de algemene overheid	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
<i>Langlopend</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
Vaste rente		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
Variabele rente		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
<i>Kortlopend</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Bron: ECB.

Het toegenomen percentage van de door de overheden uitgegeven kortlopende schuldbewijzen in vergelijking met de langlopende schuldbewijzen in 2007, zou kunnen toe te schrijven zijn aan, onder meer, de stijging van de langlopende rente tijdens de eerste helft van het jaar. Aangezien de overheden werden geconfronteerd met een steile rendementscurve, vertraagde de jaarlijkse groei van de langlopende schuldbewijzen dienovereenkomstig van 3,4% in 2006 tot 2,3% in 2007, terwijl de jaarlijkse groei van de kortlopende schuldbewijzen fors steeg, en in 2007 zelfs positief werd.

Uit een analyse van de structuur van de uitstaande overheidsschuldbewijzen blijkt dat de schulduitgifte door de overheid voornamelijk door de centrale overheid gebeurt. In 2007 was die uitgifte goed voor 93,5% van de uitstaande schuldbewijzen, terwijl de overige subsectoren van de overheid verantwoordelijk waren voor de resterende 6,5%. Deze laatste zijn mettertijd evenwel actiever geworden, aangezien hun uitgifte van schuldbewijzen in de jaren 1999-2006 min of meer is verdubbeld, terwijl die van de centrale overheid tijdens dezelfde periode gestaag is afgenomen.

Algemeen beschouwd, hebben de landen de lange-termijngerichtheid van hun schuldbeheer niet gewijzigd. In 2007 vertegenwoordigde de langlopende schuld circa 92,5% van de uitstaande schuldbewijzen, wat iets minder was dan in 2006. Het aandeel van de kortlopende schuldbewijzen is echter gestegen van 7,1% in 2006 tot 7,5% in 2007 (zie Tabel B). Uit Tabel B blijkt tevens dat veruit het grootste gedeelte van de langlopende schuldbewijzen van de overheid tegen een vaste rente werd uitgegeven. Het aandeel van de uitgaven met variabele rente nam in 2007 lichtjes toe, en zette aldus de in 2004 ingezette opwaartse trend voort.

¹ De groeipercentages zijn berekend op basis van de financiële transacties, en houden derhalve geen rekening met herclassificaties, herwaarderingen, wisselkoersschommelingen en andere niet uit transacties voortvloeiende mutaties. Voor meer informatie, zie de technische toelichting bij de Tabellen 4.3 en 4.4 van de "Euro area statistics" in het ECB Maandbericht.

Tabel B Structuur van de uitstaande bedragen aan schuldbewijzen uitgegeven door de overheden in het eurogebied

(procenten van het totaal van de door de overheid uitgegeven schuldbewijzen; einde periode)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Algemene overheid	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
Langlopende schuldbewijzen	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
Kortlopende schuldbewijzen	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Overige algemene overheid	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
Langlopende schuldbewijzen	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
Kortlopende schuldbewijzen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totaal algemene overheid									
Langlopend	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
Vaste rente	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
Variabele rente	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
Kortlopend	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Totaal algemene overheid in miljarden euro's	3.453,3	3.549,0	3.775,3	3.949,2	4.151,6	4.386,6	4.602,9	4.704,8	4.835,0

Bron: ECB.

Ter verduidelijking van het effect dat de stijgende rente sorteert op de rentebetalingen op de overheidsschuld, kan de verandering in de rentebetalingen als volgt worden opgesplitst: i) een effect dat voortvloeit uit veranderingen in de overheidsschuld, ii) een effect ten gevolge van rentewijzigingen en iii) een residueel kruiselings effect². Uit Grafiek A blijkt dat het renteverloop in 2007, voor het eerst sinds 2000, een positieve bijdrage leverde tot de totale verandering in rentebetalingen. Bovendien was de impact van het renteverloop groter dan het effect van de schuldwijziging.

Wat de onderlinge verschillen tussen de landen betreft, waren de rendementen op de Duitse tienjaars overheidsobligaties tot dusver gemiddeld de laagste van de landen van het eurogebied, voornamelijk als gevolg van de hogere liquiditeit van die obligaties en de overeenkomstige referentiestatus. Grafiek B toont de rendementsecarts van de overheidsobligaties voor de landen van het eurogebied (m.u.v. Duitsland) ten opzichte van de Duitse obligaties, krachtens de buitensporige-tekortenprocedure eind 2006.

De verschillen qua rendementen op overheidsobligaties tussen de landen van het eurogebied zijn uiteindelijk een weerspiegeling van de verschillen qua liquiditeit en kredietrisico. Er konden in 2007 twee trends worden onderscheiden in de rendementsecarts op overheidsobligaties. In de eerste helft van het jaar vertoonden de rendementsecarts op overheidsobligaties in sommige landen van het eurogebied een neerwaartse trend. Tijdens de beroering op de financiële markten in de tweede helft van 2007, en als gevolg van een algemene herwaardering van de risico's, namen die ecarts echter toe, vooral in Griekenland, Frankrijk, Italië en Portugal. De dalingen die omstreeks eind september werden opgetekend, sloegen in november om, na de nieuwe bezorgdheid van de beleggers over de onrust op de kredietmarkten.

2 De verandering in rentebetalingen, I , kan als volgt worden opgesplitst:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

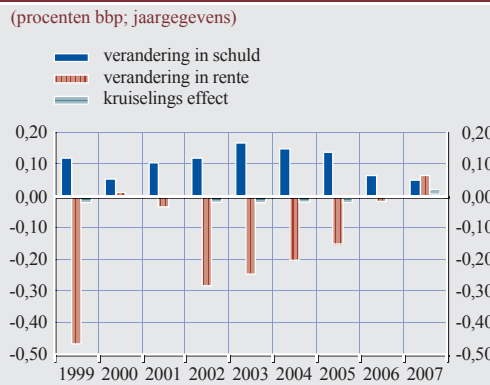
$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effect via} \\ \text{schuldwijziging} \end{array} \right.$

 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Effect via} \\ \text{rentewijziging} \end{array} \right.$

 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Kruiselings effect} \\ \text{(residueel)} \end{array} \right.$

waarbij B de overheidsschuld is, en i de gemiddelde impliciete rente (I/B).

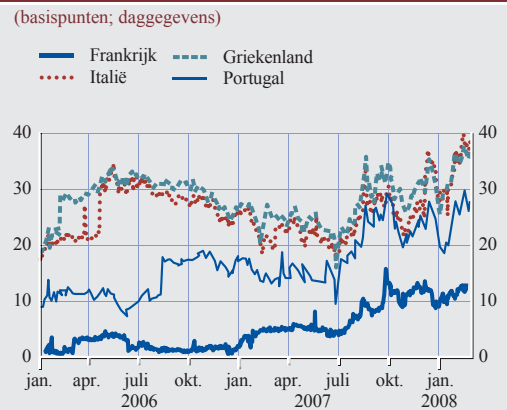
Grafiek A Uitsplitsing van de verandering in de rentebetalingen



Bronnen: Europese Commissie (Ameco-gegevensbank) en berekeningen van de ECB.

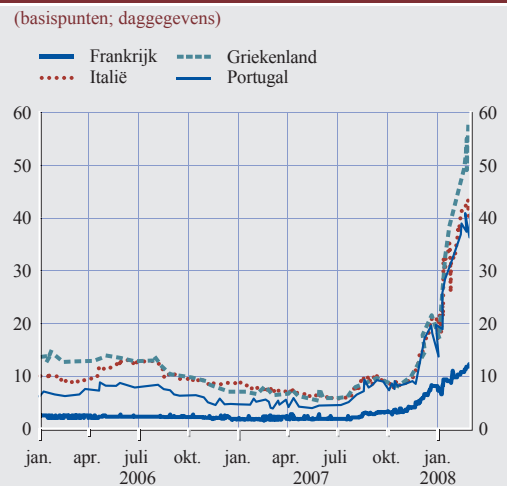
Ter illustratie van de recente verruiming van de rendementsecarts op overheidsobligaties, toont Grafiek C de ecarts in credit default swaps (CDS) op overheidsschuld. De ecarts in CDS op overheidsschuld kunnen ook worden beschouwd als een maatstaf van het kredietrisico dat verbonden is aan het aanhouden van overeenkomstige overheidsobligaties. In dit specifieke geval bieden de ecarts in credit default swaps op overheidsschuld het voordeel dat ze niet worden vertekend door veranderingen in de referentieobligaties van de betrokken landen, dat ze niet worden beïnvloed door enige looptijd discrepantie, en dat ze niet de neiging vertonen om sterker te reageren op marktwijzigingen. In overeenstemming met de bovenstaande analyse van de rendementsecarts op overheidsobligaties zijn ook de ecarts in credit default swaps voor de bovenvermelde landen sedert de zomer van 2007 toegenomen; ze hebben die opwaartse tendens begin 2008 voortgezet.

Grafiek B Rendementsecarts van overheidsobligaties t.o.v. Duitsland



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.

Grafiek C Credit default swaps op overheidsschuld



Bron: Bloomberg.

begrotingsdoelstelling op de middellange termijn in 2007 of bleven die in acht nemen.

BEGROTINGSCONSOLIDATIE STOPT NAAR VERWACHTING IN 2008

De begrotingsplannen in de landen van het eurogebied voor 2008, zoals opgenomen in de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's

van eind 2007, wijzen erop dat de sinds 2004 opgetekende daling van het gemiddelde overheidstekort in het eurogebied ten einde zal lopen en dat het tekort iets zal oplopen tot 0,9% bbp. De overheidsuitgaven en -ontvangsten zouden beide in ongeveer dezelfde mate dalen (0,25 procentpunt bbp). Aangezien de economische groei naar verwachting grotendeels

in overeenstemming zou zijn met de potentiële groei, weerspiegelt het feit dat het gemiddelde tekort in het eurogebied zich vrijwel stabiliseert een vertraging of zelfs een terugdraaien van consolidatie-inspanningen in sommige landen en een vermindering van de overschotten in andere landen. Tegen die achtergrond wordt verwacht dat de gemiddelde overheidsschuldquote in het eurogebied in 2008 minder snel zal dalen, met ongeveer 1,5 procentpunt, tot 65,1% bbp.

Meer in detail worden geen aanzienlijke vorderingen in de richting van gezonde overheidsfinanciën verwacht in Frankrijk en Italië, waardoor hun totale tekorten vrij dicht in de buurt van de referentiewaarde van 3% bbp zouden blijven, zoals het geval is in Portugal. De vorderingen in de andere landen die hun doelstellingen op de middellange termijn nog niet hebben bereikt, zouden gemiddeld vrij beperkt zijn en in sommige gevallen zouden de structurele begrotingsposities zelfs verslechteren. Het aantal landen die hun doelstellingen op de middellange termijn halen, zou door de verslechterende begrotingsposities in Duitsland en Ierland naar verwachting dalen.

MEER AMBITIE INZAKE BEGROTINGSCONSOLIDATIE ESSENTIEEL

Volgens de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's blijft de macro-economische omgeving in 2008 bevorderlijk voor een snelle voortgang in de richting van de door de landen van het eurogebied bepaalde doelstellingen op de middellange termijn. Krachtens het stabiliteits- en groeipact zijn de landen van het eurogebied ertoe gehouden hun structurele begrotingssaldo met een referentiewaarde van 0,5% per jaar te verbeteren en in gunstige tijden grotere consolidatie-inspanningen te leveren. In april 2007 herbevestigden de ministers in de Eurogroep hun verbintenis te streven naar een gezond begrotingsbeleid in overeenstemming met de bepalingen van het stabiliteits- en groeipact. Ze erkenden dat het eurogebied goede economische tijden beleefde en namen het op zich ten volle gebruik te maken van de verwachte gunstige economische omgeving en de beter dan verwachte belastingontvangsten om

het tempo van de tekort- en schuldvermindering te versnellen. De ministers in de Eurogroep verbonden zich tot de doelstelling dat de meeste landen van het eurogebied hun doelstelling op de middellange termijn in 2008 of 2009 zouden bereiken en dat ze alle die doelstelling ten laatste in 2010 zouden halen. Van de lidstaten die hun doelstelling op de middellange termijn al hadden bereikt, werd verwacht dat ze die sterke begrotingspositie zouden handhaven teneinde begrotingsversoepeling in goede tijden te vermijden. In oktober 2007 keurde de ECOFIN-Raad een aantal toe te juichen maatregelen goed om de effectiviteit van het stabiliteits- en groeipact te verbeteren, in het bijzonder wat betreft de preventieve instrumenten. Ze bevestigden ook de noodzaak om de in het pact bepaalde structurele consolidatienorm van 0,5% bbp per jaar in acht te nemen. Onzekerheid omtrent de impact van de in de zomer van 2007 begonnen beroering op de financiële markten op de economie en de begroting wijst erop dat grotere waakzaamheid geboden is bij het uitstippelen van het begrotingsbeleid.

De landen van het eurogebied die nog steeds onderworpen zijn aan de buitensporige-tekortenprocedure, moeten hun overheidstekorten op een houdbare manier verminderen tot minder dan de referentiewaarde van 3% bbp. Ze moeten tevens zowel de verbetering van het structurele saldo met de referentiewaarde van 0,5% bbp in acht nemen, alsook de additionele consolidatievereisten opgenomen in de respectieve aanbevelingen van de ECOFIN-Raad. Teneinde het gevaar van een overschrijding van de referentiewaarde met betrekking tot het tekort in de nabije toekomst te vermijden, is het van essentieel belang, na het deficit te hebben teruggebracht tot minder dan 3% bbp, verder te blijven streven naar gezonde overheidsfinanciën. Anders zouden ongunstige omstandigheden ertoe kunnen leiden dat die waarde snel weer wordt overschreden. De huidige projecties, die zijn opgenomen in de stabiliteitsprogramma's van de twee landen welke onderworpen zijn aan een buitensporige-tekortenprocedure, namelijk Italië en Portugal, duiden erop dat de tekorten in 2008 tot beneden

3% bbp zouden dalen, maar vrij hoog zouden blijven, wat verdere consolidatie wettigt.

Andere landen van het eurogebied die hun doelstelling op de middellange termijn in 2007 niet bereikt hebben, dienen een consolidatiestrategie te volgen die strookt met de vereisten van het stabiliteits- en groeipact. Dat vergt een structurele consolidatie met een referentiewaarde van 0,5% bbp per jaar en grotere consolidatie-inspanningen in goede tijden. Bovendien moeten de landen van het eurogebied, zoals hiervoor vermeld, hun doelstelling op de middellange termijn uiterlijk in 2010 bereiken. Op basis van de laatste aanpassingen van de stabiliteitsprogramma's, lijkt men maar in beperkte mate aan die politieke engagementen te voldoen. Met name Ierland, Griekenland, Frankrijk en Italië zullen naar verwachting hun middellange-termijndoelstelling in 2010 niet halen en de structurele begrotingsaanpassing zou in 2008 niet voldoen aan de referentiewaarde

van 0,5% bbp in België, Frankrijk, Italië en Oostenrijk. Die ontwikkelingen zijn des te teleurstellender, daar sommige landen profijt blijven trekken van uitzonderlijk hoge inkomsten die de structurele begrotingssaldi vergroten, hoewel het verre van zeker is dat ze zullen aanhouden. Het niet voldoen aan de vereisten van het stabiliteits- en groeipact en recente politieke engagementen brengen de geloofwaardigheid van de preventieve instrumenten van het stabiliteits- en groeipact ernstig in het gedrang.

Het is raadzaam dat de landen van het eurogebied die hun doelstelling op de middellange termijn al hebben bereikt in goede tijden een procyclisch begrotingsbeleid voorkomen, dat de inflatie en de macro-economische onevenwichtigheden zou aanwakkeren. De vrije werking van de automatische stabilisatoren zou macro-economische schommelingen helpen dempen. Sommige landen die hun doelstelling op de middellange termijn in 2007 bereikten,

Kader 8

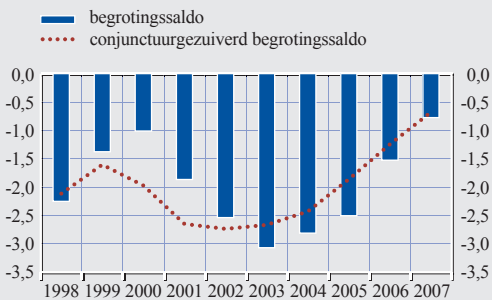
LESSEN UIT DE BEGROTINGSERVARINGEN VAN 2000-01

In 2007 zal het overheidstekort in het eurogebied naar verwachting gedaald zijn tot 0,8% bbp. Als geen rekening wordt gehouden met het effect van de opbrengsten van de verkopen van UMTS-licenties, is dit een lager peil dan in 2000, het hoogtepunt van de voorgaande economische cyclus (zie Grafiek A). Wat de toekomst betreft, is het voor het begrotingsbeleid essentieel dat een herhaling wordt vermeden van de ervaringen uit het begin van dit decennium, toen de begrotingsposities snel verslechterden en een aantal eurolanden af te rekenen kreeg met buitensporige tekorten. In dat verband leert het verleden dat de neiging bestond de onderliggende begrotingspositie in goede tijden te overschatten. Dit betekent dat een bijzonder behoedzaam begrotingsbeleid moet worden gevoerd wanneer de economische omstandigheden gunstig zijn.

In 1999-2000, op het hoogtepunt van de vorige economische cyclus, nam een aantal landen expansieve begrotingsmaatregelen (voornamelijk lastenverlagingen). Deze maatregelen werden als "betaalbaar" beschouwd in het licht van de op dat ogenblik gunstige economische vooruitzichten en ramingen van de onderliggende (conjunctuurgezuiverde) begrotingsposities. Achteraf gezien werden de onderliggende begrotingsposities echter overschat. Toen de economie van het eurogebied onverwacht in een neergang terechtkwam, verslechterden de fiscale saldi zienderogen en al snel oversteeg het tekort in verscheidene landen de referentiewaarde van 3% bbp (zie Grafiek B, linkerpaneel).

Grafiek A Begrotingsontwikkelingen 1998-2007

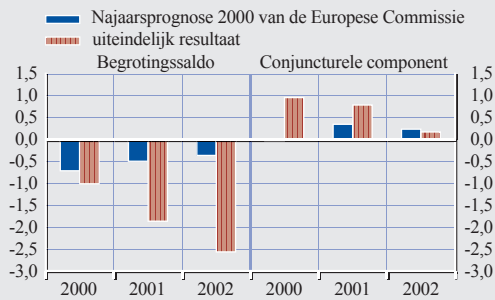
(procenten bbp)



Bronnen: Europese Commissie (AMECO-database) en berekeningen van de ECB.
Toelichting: In de begrotingssaldi wordt geen rekening gehouden met de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

Grafiek B Begrotingssaldo en de conjuncturele component

(procenten bbp)



Bronnen: Europese Commissie (AMECO-database) en berekeningen van de ECB.
Toelichting: In de begrotingssaldi wordt geen rekening gehouden met de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

Twee technische problemen belemmeren een accurate raming van het “echte” conjunctuurgezuiverde begrotingssaldo. Het eerste heeft te maken met de moeilijkheid om de conjunctuurpositie van de economie in reële tijd in te schatten. In het najaar van 2000 verwachtte de Europese Commissie, net als de meeste professionele voorspellers, dat de begrotingspositie van het eurogebied verder zou verbeteren. Die inschatting steunde op de veronderstelling dat de output gap – en dus de cyclische component van het begrotingssaldo – vrijwel nihil was en dat de economische omstandigheden in de nabije toekomst een positieve invloed zouden blijven uitoefenen op het begrotingssaldo. In werkelijkheid kwam de economie van het eurogebied vanaf 2001 in een neergang terecht. Dit gaf aanleiding tot aanzienlijke ex-postherzieningen van de ramingen van de output gap en de cyclische component van het begrotingssaldo (zie rechterpaneel van Grafiek B). Het uiteindelijke resultaat voor 2000 gaf dan ook een sterke positieve conjuncturele impact van ongeveer 1% bbp weer. De conjuncturele bijdrage, daarentegen, zou dat jaar naar raming nihil zijn.

Een andere reden houdt verband met de onzekerheid omtrent het gedrag van de fiscale ontvangsten tijdens de economische cyclus. De huidige methodologieën inzake voorspellingen en conjunctuurzuivering gaan over het algemeen uit van een vrij stabiele relatie tussen het groeitempo van de fiscale ontvangsten en dat van het bbp of, in gedesaggregeerde methodologieën, het groeitempo van andere macro-economische grondslagen, die eveneens aggregaten van de nationale rekeningen zijn. In het verleden is echter gebleken dat met name de belastingen op winsten en meerwaarden in periodes van hoogconjunctuur veel sneller stijgen dan de veronderstelde macro-economische grondslagen en sterker teruglopen bij de daaropvolgende daling. Het optreden en de omvang van dergelijke effecten zijn amper te voorspellen, aangezien ze afhankelijk zijn van factoren zoals de timing van de verwezenlijking van de meerwaarden en complexe belastingstelsels, die gewoonlijk toestaan dat de winsten in een bepaald jaar worden verrekend met de verliezen tijdens de voorgaande jaren. Uit een uitsplitsing van het verloop van de overheidsinkomsten in verhouding tot het bbp sedert 2000 blijkt dat de lagere ontvangsten in 2000 en 2001 hoofdzakelijk werden veroorzaakt door belastingverlagingen. Deze laatste werden evenwel nog versterkt door andere factoren die de belastingontvangsten drukten, vooral in 2002. In 2005 en 2006, daarentegen, nam de inkomsten/bbp-quote significant toe, ondanks de relatieve afwezigheid van belastingverhogende

maatregelen. De mogelijkheid dat dergelijke ontvangsten in de nabije toekomst verdwijnen vormt een neerwaarts risico voor de huidige begrotingsvooruitzichten.

Gelet op die ervaringen is een belangrijke les uit de verkeerde beoordeling van het begrotingsbeleid in 2000-01 dat behoedzaam moet worden omgesprongen met het beoordelen van budgettaire verbeteringen in goede tijden als structureel, zelfs als veranderingen in de conjunctuurgezuiverde saldi in die richting wijzen. Het zou beter zijn om, zoals de Eurogroep in april 2007 heeft beslist, onverwacht hoge belastingontvangsten in periodes van hoogconjunctuur te besteden aan tekort- en schuldreductie, in plaats van de uitgaven te verhogen of de belastingen te verlagen op een manier die mogelijk niet houdbaar is.

zijn voornemens in 2008 van die structurele begrotingspositie af te wijken.

Vastberadener inspanningen in landen van het eurogebied om gezonde overheidsfinanciën te bewerkstelligen en die te handhaven, zijn niet alleen gewettigd vanuit het oogpunt van macro-economische stabilisatie op de korte termijn, door de automatische stabilisatoren vrij te laten werken, maar ook wegens de noodzaak om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de langere termijn te vergroten. Een lagere overheidsschuld zou de druk op de uitgaven als gevolg van de vergrijzing van de bevolking in de komende decennia deels compenseren. Andere maatregelen die nodig zijn om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te vergroten, hebben betrekking op hervormingen inzake gezondheidszorg en pensioenstelsels, alsook op het verbeteren van de effectiviteit van het arbeidsaanbod. Slaagt men er niet in de budgettaire gevolgen van de vergrijzing tijdig aan te pakken, dan komt de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het gedrang en wordt de druk op toekomstige generaties opgevoerd.

Aanwijzingen dat een gedeelte van de krachtige inkomstengroei aangewend werd om additionele overheidsuitgaven in sommige landen te stimuleren, duiden op het gevaar van een expansief begrotingsbeleid en de herhaling van de in 2000-01 gemaakte beleidsfouten, toen de marges werden opgebruikt, waardoor voor verscheidene landen de buitensporige tekortenprocedure diende te worden ingezet zodra de economische omstandigheden verslechterden (zie Kader 8). Wat dit betreft,

kan een goed vormgegeven en strikt uitgevoerd bindend nationaal begrotingskader op de middellange termijn binnenlandse druk om meevallers bij de inkomsten te gebruiken voor extra uitgaven of belastingverlagingen, helpen tegengaan en bijdragen tot het opzetten van een voldoende grote begrotingsbuffer onder de referentiewaarde van 3% bbp. Daartoe moeten dergelijke regels ex ante worden ingevoerd, die richtlijnen kunnen bevatten om uitzonderlijke extra inkomsten aan te wenden voor tekort- en schuldreductie. Hogere uitgaven op prioriteitsgebieden of verminderingen van belastingen en sociale-zekerheidspremies om de kwaliteit van de overheidsfinanciën te vergroten, dienen voornamelijk door middel van verminderingen van de uitgaven te worden gefinancierd om een stijging van de belastingdruk en/of begrotingstekorten te voorkomen. De verhoging van de efficiëntie van de dienstenvoorziening door de overheid in het algemeen en van het openbaar bestuur in het bijzonder, alsook van de structuur van de overheidsontvangsten, is een doeltreffende manier om begrotingsmiddelen vrij te maken voor meer productieve doeleinden.

2.6 ONTWIKKELINGEN INZAKE WISSELKOERSEN EN BETALINGSBALANSEN

DE EURO IS IN 2007 IN EFFECTIEVE TERMEN VERDER GEAPPRECIÉERD

Na in 2005 enigszins te zijn gezakt ten opzichte van zijn piekniveau aan het einde van 2004, herstelde de nominale effectieve wisselkoers van de euro zich grotendeels in de loop van

2006. Aanvankelijk bleef de euro in 2007 in waarde stijgen, voortbouwend op het elan van het voorgaande jaar. De opwaartse trend werd gedurende korte tijd onderbroken tussen mei en medio augustus, toen de euro zich binnen een vrij smalle band bewoog. Tegen de achtergrond van de onrust op de wereldwijde financiële markten deprecieerde de euro in augustus, waarna hij een sterke appreciatie doormaakte gedurende de rest van het jaar. Tegen het jaareinde stond de euro, in nominale effectieve termen, 6,3% boven zijn niveau aan het begin van januari, en 8,2% boven zijn gemiddelde niveau in 2006. De appreciatie was met name uitgesproken ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Bovendien apprecieerde de euro ook fors ten opzichte van het Britse pond. Een meer gematigde appreciatie werd opgetekend tegenover de Japanse yen, de Chinese renminbi en de Zwitserse frank.

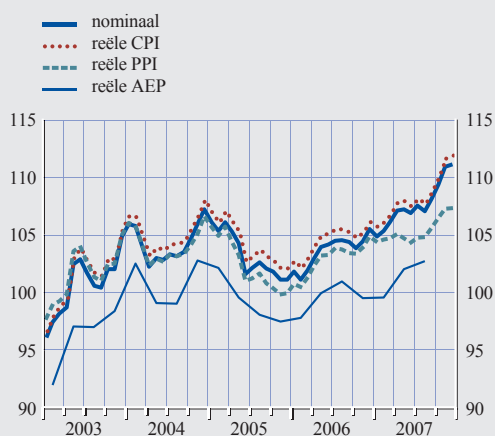
De appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar werd voornamelijk geschaagd door een verschuiving in de marktperceptie ten aanzien van de relatieve conjuncturele vooruitzichten voor de economische gebieden ten voordele van het eurogebied, en door de ontwikkelingen van de rente-ecarts. Bovendien heeft het aanhoudend grote tekort op de Amerikaanse lopende rekening vermoedelijk in zekere mate bijgedragen tot de zwakte van de Amerikaanse munt. In de eerste maanden van het jaar contrasteerden de betrekkelijk robuuste gegevens die voor het eurogebied werden gepubliceerd, met de meer gemengde gegevens voor de Verenigde Staten, hetgeen leidde tot een vernauwing van de rente-ecarts tussen de twee gebieden. Van mei tot medio augustus onderging de wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar enige schommelingen aangezien de marktdeelnemers hun beoordeling van de relatieve conjuncturele sterkte van de beide economieën herzag. Na een korte beginperiode van depreciatie als gevolg van de financiële turbulenties die werden veroorzaakt door de bezorgdheid omtrent de liquiditeitsverhoudingen op de mondiale geld- en kredietmarkten, apprecieerde de euro fors ten opzichte van de Amerikaanse munt van eind

augustus tot eind november. De verzwakking van de Amerikaanse dollar hield blijkbaar verband met een neerwaartse herziening van de groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie vanwege de marktdeelnemers, hetgeen met name een gevolg was van de zwakker dan verwachte gegevens die werden gepubliceerd voor de Amerikaanse woningen- en arbeidsmarkten. Na USD 1,49 te hebben bereikt op 27 november 2007, deprecieerde de eenheidsmunt licht tot een niveau van USD 1,47 op 31 december 2007, dit is 11,8% hoger dan aan het begin van dat jaar.

De euro steeg ook in waarde ten opzichte van de Japanse yen in 2007, tegen de achtergrond van een aanzienlijke volatiliteit op de korte termijn. Eén van de belangrijkste verklarende factoren voor het verloop van de Japanse munt was blijkbaar de verschuiving in de risicoattitude van de internationale beleggers, evenals veranderingen in de gepercipieerde aantrekkingskracht van de “carry trade”-transacties. De lage Japanse rente en de historisch lage impliciete volatiliteit, in

Grafiek 33 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro ¹⁾

(maandgegevens/kwartaalgegevens; index: kw 1 1999 = 100)



Bron: ECB.

1) Effectieve wisselkoersindices ten opzichte van de valuta's van 24 belangrijke handelspartners van het eurogebied (EWK-24). Een stijging van de EWK-24-indices duidt op een appreciatie van de euro. De laatste waarnemingen voor de maandgegevens hebben betrekking op december 2007. Wat de op AEP gebaseerde reële EWK-24 betreft, heeft de meest recente informatie betrekking op het derde kwartaal van 2007. Zij is deels gebaseerd op ramingen.

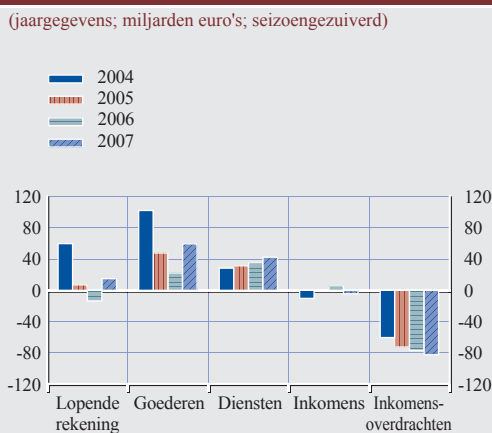
combinatie met de gunstige risicoattitude van de internationale beleggers, lijken te hebben bijgedragen tot een significante verhoging van het volume aan uitstaande carry trades. Op 13 juli bereikte de euro een piekwaarde van JPY 168,68. Aan deze appreciatietrend kwam vervolgens een einde tegen de achtergrond van de mondiale financiële turbulentie, wat leidde tot een herbeoordeling van de risico's door de internationale beleggers en blijkbaar bijdroeg tot een aanzienlijke afwikkeling van carry trades. Van medio augustus tot medio oktober steeg de euro echter opnieuw in waarde ten opzichte van de Japanse yen, terwijl de bewegingen in de euro/yen wisselkoers gedurende de rest van het jaar een aanzienlijke volatiliteit te zien gaven, zonder een duidelijke trend in een welbepaalde richting. Op 31 december 2007 stond de euro op JPY 164,93, dat is 5,1% hoger dan aan het begin van het jaar.

De euro apprecieerde ook aanzienlijk ten opzichte van het Britse pond in 2007 (met 9,2%), waarbij het grootste gedeelte van de appreciatie geconcentreerd was in de periode van september tot december. Eind december 2007 werd de euro verhandeld tegen GBP 0,73, zijn hoogste niveau sinds de

invoering van de eenheidsmunt in 1999. De verzwakking van het pond hield naar verluidt verband met de marktverwachtingen van een verdere verlaging van de beleidsrente door de Bank of England als reactie op de minder gunstige financiële en economische vooruitzichten.

De euro steeg ook ten opzichte van de munten van een aantal Aziatische handelspartners, deels als gevolg van hun formele of informele koppeling aan de Amerikaanse dollar. De euro apprecieerde aanmerkelijk ten opzichte van de Koreaanse won (12,5%) en de Hongkong dollar (12,1%), en in beperktere mate tegenover de Singaporese dollar (4,8%) en de Chinese renminbi (4,6%). De relatief beperkte appreciatie tegenover de Chinese munt weerspiegelt tot op zekere hoogte de klaarblijkelijk grotere bereidheid van de Chinese autoriteiten om een sterkere appreciatie van hun munt ten opzichte van de Amerikaanse dollar toe te staan, vooral tegen het einde van het jaar. De appreciatie van de euro tegenover die munten werd ten dele gecompenseerd door de depreciatie van de euro tegenover de Poolse zloty (met 6,2%), de Canadese dollar (met 5,4%), de Noorse kroon (met 3,4%) en de Tsjechische kroon (met 3,1%).

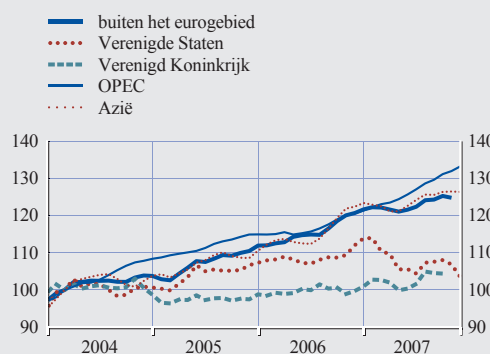
Grafiek 34 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan



Bron: ECB.

Grafiek 35 Uitvoervolume van het eurogebied naar specifieke handelspartners

(index: kw 1 2004 = 100; seizoengezuiverd; driemaands voortschrijdend gemiddelde)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente informatie heeft betrekking op december 2007, behalve voor de landen buiten het eurogebied (november) en het Verenigd Koninkrijk (oktober).

De reële effectieve wisselkoersen van de euro – gebaseerd op diverse kosten- en prijsindices – apprecieerden ook in de loop van 2007 (zie Grafiek 33). In het laatste kwartaal van het jaar bevond de reële effectieve wisselkoers van de euro, op basis van de consumptieprijzen, zich circa 5,5% boven het niveau van een jaar voordien.

TEKORT OP LOPENDE REKENING SLAAT OM IN OVERSCHOT IN 2007

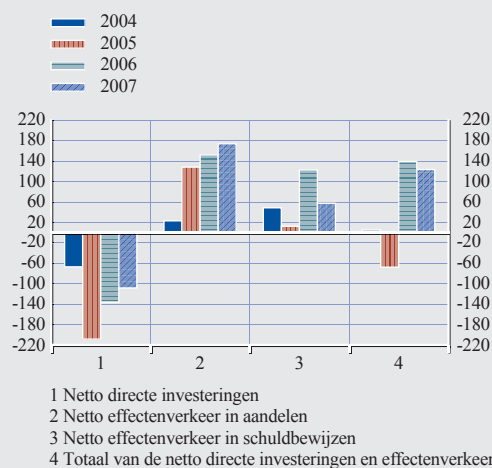
In 2007 liet de lopende rekening van het eurogebied een overschot van €15,0 miljard (of 0,2% van het bbp van het eurogebied) optekenen, in vergelijking met een tekort van €13,6 miljard in 2006. Die ommekeer was grotendeels het gevolg van een stijging van het overschot op de goederenrekening ten belope van €37,3 miljard en, in mindere mate, van een stijging van het overschot op het dienstenverkeer ten belope van €7,2 miljard. Die overschotten werden slechts gedeeltelijk gecompenseerd door het omslaan van de inkomensrekening in een tekort, en door een stijging van het tekort op de inkomensoverdrachtenrekening (zie Grafiek 34).

Na de uitzonderlijk sterke groeiresultaten van 2006 groeide de waarde van de externe goederenhandel van het eurogebied in een langzamer tempo in 2007. De waarde van de goederenuitvoer steeg met 8,1% in 2007, vergeleken met een groei van 14,3% in 2006. Terzelfder tijd noteerde de groei van de goedereninvoer een sterkere vertraging, van 17,0% in 2006 naar 5,5% in 2007. Dit was één van de belangrijkste redenen voor de globale verbetering van het saldo op de lopende rekening van het eurogebied. De invoer en uitvoer van diensten, daarentegen, groeiden in 2007 sterker dan in 2006, wat deels de zwakkere groei van de goederenhandel compenseerde.

Uit de opsplitsing van de goederenhandel naar volumes en prijzen, die beschikbaar is tot november 2007, blijkt dat de vertraging van het groeitempo van de uitvoerwaarden voornamelijk het gevolg was van ontwikkelingen in de uitvoervolumes. Een ietwat zwakkere groei van de buitenlandse vraag en de appreciatie van

Grafiek 36 Directe investeringen en effectenverkeer in het eurogebied

(jaargegevens; miljarden euro's)



Bron: ECB.

de euro hebben bijgedragen tot de vertraging van de uitvoer buiten het eurogebied in de eerste helft van het jaar. Toch kunnen die ontwikkelingen in zekere mate ook worden beschouwd als een normalisering na een periode van uitzonderlijk krachtige groei aan het einde van 2006. Vervolgens trok de groei van de uitvoervolumes aan in het derde kwartaal van 2007, grotendeels als gevolg van een opleving van de buitenlandse vraag. Uit de geografische opsplitsing van de goederenhandel van het eurogebied blijkt dat de uitvoer naar Azië, voornamelijk China, en naar de landen van Midden- en Oost-Europa bijzonder dynamisch bleef in 2007, tegen de achtergrond van de krachtige economische bedrijvigheid in die gebieden. De uitvoervolumes naar de Verenigde Staten daalden in absolute termen (zie Grafiek 35). Toch blijkt de appreciatie van de euro tot dusver een betrekkelijk beperkte invloed te hebben gehad op de uitvoerresultaten van het eurogebied, omdat de uitvoer voornamelijk werd geschraagd door de aanhoudende robuuste groei van de buitenlandse vraag. Tegelijk bleef de groei van de uitvoerprijzen beperkt, hetgeen erop wijst dat de ondernemingen van het eurogebied hun winstmarges mogelijk hebben aangepast om de daling van het prijs- en

kostenconcurrentievermogen als gevolg van de appreciatie van de euro te compenseren.

Aan de invoerzijde volgden de invoervolumes trends die vergelijkbaar waren met die van de uitvoervolumes in 2007. Na een gematigde groei in de eerste helft van het jaar versnelden ze in de tweede jaarhelft, onder impuls van de heropleving van de bedrijfsinvesteringen en de appreciatie van de euro. De invoerprijzen, van hun kant, stegen in 2007 opnieuw, na een aanmerkelijke daling naar het einde van 2006 toe. Dit was vooral het gevolg van de grote olieprijsstijgingen, die gedeeltelijk werden gecompenseerd door de appreciatie van de euro. In de twaalfmaands gecumuleerde periode tot oktober 2007 bedroeg het handelstekort uit hoofde van olie €161 miljard, tegen €170 miljard het jaar voordien.

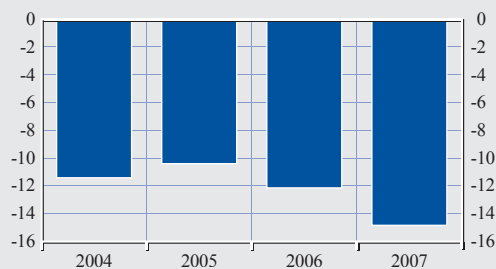
NETTO-INVVOER UIT HOOFDE VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN EN HET EFFECTENVERKEER SAMEN GEDAALD IN 2007

In de financiële rekening noteerde het eurogebied in 2007 een netto-invoer van €124 miljard uit hoofde van de directe investeringen en het effectenverkeer samen, in vergelijking met een netto-invoer van €140 miljard een jaar eerder. Die afname was voornamelijk het gevolg van een daling van de netto-invoer uit hoofde van het effectenverkeer ten belope van €44 miljard, die in zekere mate werd gecompenseerd door de lagere netto-uitvoer uit hoofde van de directe investeringen ten belope van €28 miljard (zie Grafiek 36).

De geringere netto-invoer uit hoofde van schuldbewijzen, die €60 miljard beliep tegen €124 miljard in 2006, was verantwoordelijk voor het grootste gedeelte van de daling van de netto-invoer in het effectenverkeer, en was voornamelijk het gevolg van de veel lagere netto-aankopen van obligaties en notes uit het eurogebied door niet-ingezetenen beleggers. Dit verhuult evenwel twee afzonderlijke trendmatige bewegingen in de loop van 2007. Na een scherpe stijging aan het begin van het jaar, viel de netto-invoer in schuldbewijzen nadien terug.

Grafiek 37 Netto internationale investeringspositie

(procenten bbp)



Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het jaareinde, behalve voor 2007 (derde kwartaal).

Wat de effecten betreft, noteerde het eurogebied een hogere netto-invoer, die €175 miljard bedroeg in 2007, tegen €153 miljard in 2006. Dit was voornamelijk het gevolg van de veel lagere netto-aankopen van buitenlandse aandelen door ingezetenen van het eurogebied (van €156 miljard naar €50 miljard), die slechts gedeeltelijk werden gecompenseerd door de lagere aankopen van aandelen uit het eurogebied door buitenlandse beleggers.

Al met al lijken de recente gegevens erop te wijzen dat de financiële rekening van het eurogebied werd aangetast door de onrust op de kredietmarkten die in augustus 2007 de kop opstak. Ondanks een kleine heropleving in oktober 2007 lijken de investeerders uit het eurogebied en de buitenlandse investeerders hun buitenlandse investeringen in zowel schuldbewijzen als aandelen te hebben teruggeschroefd in de nasleep van de onrust, wellicht als gevolg van hun voorzichtigere strategie inzake buitenlandse investeringen.

Wat de directe investeringen aangaat, vloeide de lagere netto-uitstroom in 2007 voornamelijk voort uit de hogere instroom van buitenlandse directe investeringen in het eurogebied. Terzelfder tijd bleven de directe investeringen in het buitenland door ondernemingen van het eurogebied vrij krachtig. Dit weerspiegelde de hoge rentabiliteit van de multinationale ondernemingen uit het eurogebied, die gestaag

verbeterde in de afgelopen jaren. Bovendien is het mogelijk dat de ondernemingen uit het eurogebied hebben geprofiteerd van de appreciatie van de euro om activa in het buitenland te kopen.

Op basis van de gecumuleerde stromen over vier kwartalen tot en met het derde kwartaal van 2007, waren de belangrijkste ontvangers van directe investeringen uit het eurogebied de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, de offshore financiële centra, Zwitserland en de landen die tot de EU zijn toegetreden sinds 2004. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waren over diezelfde periode de grootste investeerders in het eurogebied.

VERDERE VERSLECHTERING VAN DE INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE IN 2007

Uit de gegevens met betrekking tot de internationale investeringspositie van het eurogebied ten opzichte van de rest van de wereld, die beschikbaar zijn tot het derde kwartaal van 2007, blijkt dat het eurogebied een nettopassief boekte van €1.299 miljard ten opzichte van de rest van de wereld (dit is 14,8% van het bbp van het eurogebied), tegen een nettopassief van €1.024 miljard (12,1% van het bbp) eind 2006 (zie Grafiek 37). Deze toename van het nettopassief in 2007 vloeide grotendeels voort uit een stijging van de nettopassiefposities uit hoofde van het effectenverkeer (met €340 miljard) en de overige investeringen (met €72 miljard), die werden gecompenseerd door een stijging van de nettoactiefposities uit hoofde van de directe investeringen (met €80 miljard) en de financiële derivaten (met €43 miljard). De reserveactiva bleven grotendeels ongewijzigd.

Algemeen beschouwd, was de stijging van de netto internationale passiefpositie van het eurogebied grotendeels toe te schrijven aan de herwaarderingseffecten als gevolg van veranderingen in de activaprijzen en aan bewegingen in de wisselkoers van de euro. Een appreciatie van de euro vermindert doorgaans de waarde van de activa in euro met meer dan de waarde van de passiva, met een toename van de nettopassiefpositie als gevolg.

3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED

ECONOMISCHE ACTIVITEIT

De reële bbp-groei in de EU-lidstaten buiten het eurogebied bleef robuust in 2007 (zie Tabel 6)⁹. Hoewel dit patroon van een krachtige economische activiteit algemeen verspreid was in de diverse landen, vertoonden de jaarlijkse groeicijfers aanzienlijke verschillen. De jaarlijkse gemiddelde reële bbp-groei was het hoogst in de Baltische Staten en Slowakije, waar hij ongeveer 8% bedroeg. In Tsjechië, Polen en Roemenië was de jaarlijkse gemiddelde reële bbp-groei ook bijzonder krachtig, en varieerde hij tussen 6,0% en 6,5%. De reële bbp-groei was het laagst in Denemarken en Hongarije, met respectievelijk 1,8% en 1,3%. In Cyprus, Malta, Zweden en het Verenigd Koninkrijk bleef de groei robuust, en varieerde hij van 2,8% tot 4,4%.

In de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten werd de economische activiteit geschaagd door de binnenlandse vraag. De particuliere consumptie werd aangewakkerd door toenemende stijgingen van het reële beschikbare inkomen, die verband hielden met de versnelde loongroei en de toenemende

werkgelegenheid. De groei van de bruto-investeringen in vaste activa profiteerde onder meer van een langdurige periode van gunstige financieringsvoorwaarden en van een grotere instroom van structuurfondsen van de EU in talrijke landen. In de meeste landen droegen de snelle groei van de kredietverlening en een expansief begrotingsbeleid eveneens bij tot de robuuste groei van de binnenlandse vraag.

De netto-uitvoer leverde in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten een negatieve bijdrage tot de groei, ondanks de forse groei van de buitenlandse vraag, omdat de krachtige invoervraag de uitvoergroei overtrof. De bijdrage van de netto-uitvoer tot de reële bbp-groei was alleen duidelijk positief in Hongarije, Malta, Slowakije en Zweden. Al met al bleef de uitvoergroei in 2007 robuust, hoewel hij in de meeste landen vertraagde

9 De in deze paragraaf vermelde EU-lidstaten buiten het eurogebied omvatten de 14 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in de periode tot eind december 2007 (d.w.z. Bulgarije, Tsjechië, Denemarken, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Hongarije, Malta, Polen, Roemenië, Slowakije, Zweden en het Verenigd Koninkrijk).

Tabel 6 Reële bbp-groei in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)

	2004	2005	2006	2007	2007 kw 1	2007 kw 2	2007 kw 3	2007 kw 4
Bulgarije	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Tsjechië	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Denemarken	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estland	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Cyprus	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Letland	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litouwen	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Hongarije	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polen	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Roemenië	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slowakije	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Zweden	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Verenigd Koninkrijk	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
EU-11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
EU-14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Eurogebied	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Bron: Eurostat.

Toelichting: De kwartaalgegevens zijn seizoengezuiverd met uitzondering van Bulgarije, Tsjechië, Malta en Roemenië (niet-seizoengezuiverd) en Hongarije, Polen, Zweden en het Verenigd Koninkrijk (seizoengezuiverd en gecorrigeerd voor het aantal werkdagen).

1) Het EU11-aggregaat heeft betrekking op de 11 landen die op 1 mei 2004 en op 1 januari 2007 tot de EU zijn toetreden (met uitzondering van Slovenië).

2) Het EU14-aggregaat heeft betrekking op de 14 EU-lidstaten buiten het eurogebied op 31 december 2007.

in vergelijking met 2006. De uitvoergroei werd geschaagd door de sterke vraag bij de belangrijkste handelspartners en door de aanzienlijke instroom van buitenlandse directe investeringen in de afgelopen jaren, terwijl de sterke invoergroei werd ondersteund door de robuuste binnenlandse vraag en het relatief hoge invoergehalte van de uitvoer.

Samen met de sterkere economische activiteit bleef ook de situatie op de arbeidsmarkt in 2007 verbeteren in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten. De werkloosheidsgraad nam verder af, vooral onder impuls van de krachtige werkgelegenheids groei. De arbeidsmarktverhoudingen verkraptten verder in heel wat landen, met name in de Baltische staten, Denemarken en het Verenigd Koninkrijk. De internationale arbeidsstromen bleven het arbeidsaanbod van heel wat landen beïnvloeden. Bulgarije, Letland, Litouwen, Polen en Roemenië lijken in de afgelopen jaren een bijzonder grote uitstroom van arbeidskrachten te hebben gekend. Dit was in 2007 ook het geval in Estland. Die uitstroom heeft bijgedragen tot tekorten inzake sommige kwalificaties en tot flessenhalzen in verschillende sectoren van de economie van die landen, waardoor de loondruk toenam. Daarentegen tekenden Tsjechië, Denemarken, Cyprus, Hongarije, Malta, Slowakije, Zweden en het Verenigd Koninkrijk netto positieve migratiestromen op.

PRIJSONTWIKKELINGEN

De HICP-inflatie is in een groot aantal EU-lidstaten buiten het eurogebied aanzienlijk gestegen in 2007 (zie Tabel 7). De inflatie was het hoogst in de snelgroeiende Baltische staten, Bulgarije, Hongarije en Roemenië (tussen 4,9% en 10,1%), en bevond zich in de buurt van of iets boven het gemiddelde van het eurogebied in de meeste andere niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten (tussen 0,7% en 3,0%). De gemiddelde inflatie kwam uit onder 2% in Denemarken, Malta, Slowakije en Zweden in 2007, maar trok ook in die landen aan tegen het einde van het jaar, voornamelijk als gevolg van de stijgende

invoerprijzen voor voedingsmiddelen en energie.

De opwaartse inflatietendens in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in 2007 was deels toe te schrijven aan een significante stijging van de prijzen voor energie en voedingsmiddelen. Daarnaast droeg ook de snelle groei van de binnenlandse vraag in de meeste van die landen bij tot de onderliggende inflatiedruk.

De energieprijzen stegen in de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied. De prijzen van voedingsmiddelen stegen eveneens fors, waarbij de sterkste stijgingen werden opgetekend in de Baltische staten, Bulgarije en Hongarije, in het algemeen als gevolg van ongunstige weersomstandigheden, de prijzen van voedingsmiddelen op de wereldmarkten en de grotere mondiale vraag. Bovendien bleef de robuuste binnenlandse vraag de inflatoire druk in de hand werken, met name in de landen met een krachtige groei van de particuliere consumptie, die werd aangewakkerd door de sterke groei van de kredietverlening onder impuls van negatieve reële rentevoeten en substantiële kapitaalinstromen. De inflatoire druk vloeide ook voort uit de forse loongroei in heel wat landen, naarmate de arbeidsmarktverhoudingen verder verkraptten. De groei van de nominale lonen was bijzonder uitgesproken in de landen met hogere productiegroeicijfers (d.w.z. de Baltische staten, Bulgarije en Roemenië), waar die groei de productiviteitsstijgingen overtrof, hetgeen een snelle groei (in de meeste gevallen met twee cijfers) van de arbeidskosten per eenheid product teweegbracht. De tendensen van de invoerprijzen vertoonden aanzienlijke onderlinge verschillen tussen de landen, deels als gevolg van uiteenlopende wisselkoersontwikkelingen. In de landen die ruimte laten voor een aanzienlijke mate van wisselkoersflexibiliteit, had de muntappreciatie een grotendeels dempende invloed op de invoerprijzen en uiteindelijk – gezien de relatief grote openheidsgraad van die landen – op de totale inflatie.

Tabel 7 HICP-inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)

	2004	2005	2006	2007	2007 kw 1	2007 kw 2	2007 kw 3	2007 kw 4
Bulgarije	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Tsjechië	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Denemarken	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estland	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Cyprus	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Letland	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litouwen	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Hongarije	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polen	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Roemenië	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slowakije	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Zweden	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Verenigd Koninkrijk	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
EU-11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
EU-14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Eurogebied	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Bron: Eurostat.

1) Het EU11-aggregaat heeft betrekking op de 11 landen die op 1 mei 2004 en op 1 januari 2007 tot de EU zijn toegetreden (met uitzondering van Slovenië).

2) Het EU14-aggregaat heeft betrekking op de 14 EU-lidstaten buiten het eurogebied op 31 december 2007.

BEGROTINGSBELEID

Het begrotingsbeleid in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten bleef in 2007 een heterogeen beeld vertonen. Bulgarije, Denemarken, Estland, Cyprus, Letland en Zweden boekten een begrotingsoverschot, terwijl de overige landen een begrotingstekort lieten optekenen (zie Tabel 8). Met uitzondering van Roemenië en het Verenigd Koninkrijk waren de begrotingsresultaten voor 2007 in overeenstemming met, of beter dan, de begrotingsdoelstellingen van de eind 2006 of begin 2007 voorgelegde bijgewerkte convergentieprogramma's. In vele gevallen was dit echter toe te schrijven aan de beter dan de in de programma's verwachte uitgangspositie eind 2006 en aan de stevige belastingontvangsten, die ten dele kunnen worden verklaard door de hogere bbp-groei dan aanvankelijk verwacht. Aan de vooruitgang inzake de structurele begrotingsconsolidatie lijkt in de meeste landen een einde te zijn gekomen. Alleen Cyprus, Hongarije, Polen en Zweden hebben naar raming een positieve verandering in het voor de conjunctuur gezuiverde begrotingssaldo ten

belope van minstens 0,5% bbp verwezenlijkt tussen 2006 en 2007 (ongerekend de eenmalige en andere tijdelijke maatregelen). Daarentegen werd het begrotingsbeleid in een aantal landen zelfs op procyclische wijze versoepeld, ondanks de krachtige productiegroei.

Eind 2007 waren Tsjechië, Hongarije, Polen en Slowakije onderworpen aan procedures inzake buitensporige tekorten. Uitgaande van de bijwerkingen van de convergentieprogramma's voor 2007-08, daalde de tekortquote in al die landen in 2007, behalve in Tsjechië. Het Tsjechische ministerie van Financiën kondigde in januari 2008 echter aan dat het tekort voor 2007 wordt geraamd op slechts 1,9% bbp, in plaats van 3,4% bbp zoals vermeld in het convergentieprogramma. Enkel in het geval van Slowakije wees het convergentieprogramma op een terugkeer van de tekortquote onder de referentiewaarde van 3% bbp in 2007.

Wat de belangrijkste besluiten van de Ecofin-Raad met betrekking tot de procedure inzake buitensporige tekorten in 2007 betreft, werd

Tabel 8 Begrotingsposities in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied

(procenten bbp)				
Overschot (+)/tekort (-) van de gezamenlijke overheid	Gegevens inzake het convergentieprogramma			
	2004	2005	2006	2007
Bulgarije	2,3	2,0	3,2	3,1
Tsjechië	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Denemarken	1,9	4,6	4,6	3,8
Estland	1,8	1,9	3,6	2,6
Cyprus	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Letland	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litouwen	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Hongarije	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polen	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Roemenië	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slowakije	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Zweden	0,8	2,4	2,5	3,0
Verenigd Koninkrijk	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
EU-11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
EU-14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Eurogebied	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid	Gegevens inzake het convergentieprogramma			
	2004	2005	2006	2007
Bulgarije	37,9	29,2	22,8	19,8
Tsjechië	30,4	30,2	30,1	30,4
Denemarken	44,0	36,3	30,3	25,6
Estland	5,1	4,4	4,0	2,7
Cyprus	70,2	69,1	65,2	60,0
Letland	14,5	12,5	10,6	9,4
Litouwen	19,4	18,6	18,2	17,6
Hongarije	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polen	45,7	47,1	47,6	47,0
Roemenië	18,8	15,8	12,4	11,9
Slowakije	41,4	34,2	30,4	30,6
Zweden	52,4	52,2	47,0	39,7
Verenigd Koninkrijk	40,4	42,1	43,2	43,9
EU-11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
EU-14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Eurogebied	69,6	70,3	68,6	66,7

Bronnen: Europese Commissie (voor 2004-2006), bijgewerkte convergentieprogramma's (voor 2007) en berekeningen van de ECB.
 Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de definitie van de procedure bij buitensporige tekorten. De begrotingsaldi (gegevens van de Commissie) zijn exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties. De cijfers voor 2007 in de convergentieprogramma's zijn ramingen door de nationale regeringen, en kunnen derhalve verschillen van de eindresultaten.
 1) Het EU11-aggregaat heeft betrekking op de 11 landen die op 1 mei 2004 en op 1 januari 2007 tot de EU zijn toegetreden (met uitzondering van Slovenië).
 2) Het EU14-aggregaat heeft betrekking op de 14 EU-lidstaten buiten het eurogebied op 31 december 2007.

deze procedure voor Malta en het Verenigd Koninkrijk respectievelijk in juni en oktober opgeschort, nadat een tekortquote onder de referentiewaarde van 3% bbp werd opgegeven voor het begrotingsjaar 2006-07, evenals verbeteringen in het structurele saldo. Wat Polen betreft, keurde de Ecofin-Raad in november 2007 een besluit goed waarin werd

gesteld dat de door de Poolse autoriteiten ondernomen acties in overeenstemming waren met de aanbevelingen die de Raad in februari 2007 had geformuleerd; toch werd de procedure inzake buitensporige tekorten niet opgeheven, omdat werd geoordeeld dat de correctie van het buitensporige tekort kwetsbaar was voor ernstige risico's.

De overheidsschuldquote bleef in 2007 in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten ruim onder 60% bbp. Alleen in Malta en Hongarije bleef de schuldquote boven de referentiewaarde van 60% uitstijgen, ondanks de daling in 2007. In de meeste andere niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten daalde de schuldquote of bleef deze grotendeels ongewijzigd.

BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

De gecombineerde lopende en kapitaalrekening van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten bleef in 2007 aanzienlijk variëren van land tot land (zie Tabel 9), hoewel het algemene beeld een verslechtering te zien gaf in vergelijking met 2006. Terwijl Denemarken en Zweden een overschot boekten, lieten alle andere landen een tekort optekenen. In vergelijking met 2006 namen die tekorten in de meeste landen toe, behalve in het geval van Hongarije, Malta en Slowakije. De tekorten in

Bulgarije en Letland bedroegen meer dan 20% bbp en kwamen uit boven 10% bbp in Estland, Litouwen en Roemenië. In Cyprus, Hongarije, Slowakije en het Verenigd Koninkrijk varieerde het tekort van 4% tot 8% bbp. De externe onevenwichtigheden in de meeste landen kwamen voor rekening van de tekorten op de goederenrekening, behalve in Tsjechië, Hongarije, Polen en Slowakije, waar de tekorten op de inkomensrekening – die vaak verband houden met de herinvestering van winsten door ondernemingen die in buitenlandse handen zijn – de belangrijkste factor uitmaakten.

In veel van de landen die op 1 mei 2004 en op 1 januari 2007 tot de EU toetraden, kunnen de tekorten tot op zekere hoogte als een normaal kenmerk van het inhaalproces worden beschouwd, voor zover ze een weerspiegeling zijn van de gunstige investeringsmogelijkheden en de spreiding van het consumptiegedrag in de tijd. De zeer omvangrijke tekorten op de lopende

Tabel 9 Betalingsbalans van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en van het eurogebied

(procenten bbp)

	Lopende rekening en kapitaalrekening samen				Nettostromen van directe investeringen				Nettostromen uit hoofde van het effectenverkeer			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bulgarije	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Tsjechië	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Denemarken	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estland	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Cyprus	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Letland	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Litouwen	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Hongarije	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polen	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Roemenië	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slowakije	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Zweden	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Verenigd Koninkrijk	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
EU-11 ¹⁾	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
EU-14 ²⁾	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Eurogebied	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Bron: ECB.

1) Het EU11-aggregaat omvat de gewogen bijdragen van de 11 landen die op 1 mei 2004 en op 1 januari 2007 tot de EU zijn toegetreden (met uitzondering van Slovenië).

2) Het EU14-aggregaat omvat de gewogen bijdragen van de 14 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten op 31 december 2007.

3) De gegevens voor 2007 hebben betrekking op het cumulatieve totaal over vier kwartalen tot het derde kwartaal van 2007. Voor Malta hebben de gegevens voor 2007 betrekking op het cumulatieve totaal over vier kwartalen tot het tweede kwartaal van 2007.

en kapitaalrekening van een aantal niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten werden echter ook in de hand gewerkt door conjuncturele factoren en door de krachtige binnenlandse vraag, hetgeen wijst op risico's voor de houdbaarheid van de externe posities, vooral als deze gepaard gaan met een verslechtering van de internationale concurrentiepositie in termen van prijzen en kosten en met een vertraging van de exportgroei.

In vergelijking met 2006 namen de netto directe investeringen in 2007 fors af in Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk. Ze bleven vrij stabiel voor het EU11-aggregaat, hoewel een forse afname werd opgetekend in Hongarije, Slowakije en Malta. Vooral voor dat laatste land zou de aanmerkelijke daling kunnen worden beschouwd als een normalisering na de hoge niveaus die in 2006 werden opgetekend. Hoewel de netto directe investeringen in een aantal EU-lidstaten buiten het eurogebied een belangrijke bron van financiering bleven vormen, beliep het tekort op het basissaldo - dat wil zeggen de som van het saldo op de gecombineerde lopende en kapitaalrekening en de netto directe investeringen - in het geval van de Baltische staten, Hongarije, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk meer dan 4% bbp, en voor Letland zelfs meer dan 15% bbp. Wat de netto-instroom uit hoofde van het effectenverkeer betreft, bleef het saldo negatief of grotendeels neutraal in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied, met uitzondering van Denemarken en Hongarije. In die twee landen vloeide de netto-instroom uit hoofde van het effectenverkeer voort uit de substantiële netto-instroom uit hoofde van schuld, die in het geval van Hongarije verband hield met de rendementsecarts, terwijl de nettostromen uit het aandelenverkeer negatief waren. De nettostromen uit "overige investeringen" waren in de meeste landen die op 1 mei 2004 en op 1 januari 2007 tot de EU toetraden grotendeels positief, vooral als gevolg van de leningen die moederbanken in buitenlandse eigendom aan hun dochtermaatschappijen in de regio verstrekten.

WISSELKOERSONTWIKKELINGEN

De wisselkoersontwikkelingen in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten weerspiegelden in 2007 grotendeels de wisselkoersstelsels van de afzonderlijke landen. De munten van Denemarken, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Malta en Slowakije namen deel aan het ERM II. Ze handhaafden een standaard fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ rond hun spilkoers ten opzichte van de euro, behalve de Deense kroon, waarvoor een smallere marge van $\pm 2,25\%$ gold. De deelname aan het ERM II gaat in sommige gevallen ook gepaard met unilaterale verbintenissen vanwege de betrokken landen om nauwere fluctuatiemarges te handhaven. Die unilaterale verbintenissen brachten geen extra verplichtingen voor de ECB met zich mee. Zo werd met name overeengekomen dat de Estlandse kroon en de Litouwse litas tot het ERM II mochten toetreden met behoud van hun bestaande currency board-stelsels. De Maltese autoriteiten spraken hun voornemen uit om de wisselkoers van de Maltese lire te handhaven op zijn spilkoers ten opzichte van de euro, en de Letlandse autoriteiten besloten de wisselkoers van de lats te handhaven op zijn spilkoers ten opzichte van de euro met een fluctuatiemarge van $\pm 1\%$. De overeenkomsten met betrekking tot de deelname van de landen waarvan de munten tot het ERM II toetraden na 2004 (d.w.z. al de voornoemde landen behalve Denemarken) zijn alle gebaseerd op een aantal door de respectieve autoriteiten aangegeven beleidsverbintenissen ten aanzien van, onder meer, het volgen van een gezond begrotingsbeleid, het bevorderen van loonmatiging en loonontwikkelingen in de pas met de productiviteitsgroei, het beperken van de kredietgroei en het uitvoeren van verdere structurele hervormingen.

De Deense kroon, de Estlandse kroon, het Cypriotische pond, de Litouwse litas en de Maltese lire bleven stabiel ten opzichte van de euro in 2007, en werden voortdurend tegen of zeer dicht in de buurt van hun spilkoers verhandeld. Bovendien werd voor het Cypriotische pond en de Maltese lire een onherroepelijk vastgestelde wisselkoers ten

Tabel 10 Ontwikkelingen in ERM II

Valuta	Toetredingsdatum	Hoogste koers	Spilkoers	Laagste koers	Maximumafwijking (%)	
					Opwaarts	Neerwaarts
DKK	1 januari 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28 juni 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2 mei 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2 mei 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28 juni 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2 mei 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28 november 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (post-revaluatie)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Bron: ECB.

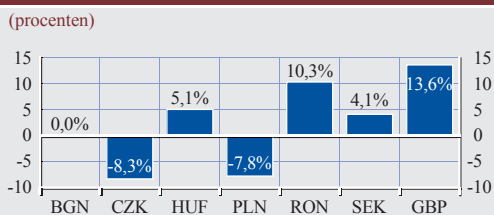
Toelichting: Een neerwaartse (opwaartse) afwijking stemt overeen met een beweging naar de laagste (hoogste) koers en komt neer op een versteviging (verzwakking) van de munt ten opzichte van de euro. De spilkoers van de Slowaakse kroon werd op 16 maart 2007 met 8,5% gerevalueerd. De referentieperiode voor de vermelde maximumafwijkingen van de respectieve ERM II-spilkoersen loopt van 2 januari 2007 tot 29 februari 2008.

opzichte van de euro bepaald, na de uitbreiding van het eurogebied op 1 januari 2008.

De Slowaakse kroon, daarentegen, was onderhevig aan een vrij hoge mate van volatiliteit (zie Tabel 10). Tegen de achtergrond van verbeterende macro-economische fundamentals en gunstige economische vooruitzichten kwam de kroon medio 2006 terecht in een periode van langdurige appreciatie, die nog verder werd versterkt in de loop van februari en in de eerste helft van maart 2007. Om de wisselkoersvolatiliteit en de overmatige druk op de markt in te tomen, intervenueerde de Národná banka Slovenska begin maart 2007 om de munt te verzwakken. Op 19 maart 2007 werd de spilkoers van de Slowaakse kroon, op verzoek van de Slowaakse autoriteiten, in onderling overleg en na een gemeenschappelijke procedure, met 8,5% gerevalueerd ten opzichte van de euro. Als gevolg van de gematigder inflatievooruitzichten verlaagde de Národná banka Slovenska haar beleidsrente met in totaal 50 basispunten eind maart en eind april 2007 tot 4,25%, wat bijdroeg tot de stabilisering van de kroon ten opzichte van de euro. Sedert april 2007 is de Slowaakse kroon vrij stabiel gebleven, en schommelde zij rond waarden die tussen 5% en 8% hoger lagen dan de nieuwe spilkoers. De Letlandse lats was eveneens onderhevig aan een hogere volatiliteit dan de voorgaande jaren, hoewel

de schommelingen zich binnen de eenzijdige smalle marge van $\pm 1\%$ rond zijn spilkoers handhaafden. Nadat de lats gedurende het grootste deel van 2006 ongeveer 1% boven zijn spilkoers binnen het ERM II was verhandeld, verschoof hij twee keer (medio februari 2007 en in september 2007) naar de zwakkere kant van zijn eenzijdige smalle fluctuatiemarge. Het eerste voorval volgde op de ratingverlaging door Standard & Poor's – van stabiel naar negatief – voor de toekomstige vooruitzichten van Letland op 19 februari 2007, en op geruchten over een mogelijke devaluatie van de spilkoers van de Letlandse munt binnen het ERM II. Medio maart 2007 greep Latvijas Banka in om een verdere verzwakking van de lats te voorkomen door te intervenueerden op de valutamarkten en door de herfinancieringsrente op te trekken van 5,0% naar 5,5% vanaf eind maart 2007 en verder naar 6,0% bijna twee maanden later. De eenmaands rente voor interbancaire deposito's steeg fors, en schommelde tussen 100 en 400 basispunten boven de herfinancieringsrente. In april 2007 ebden de spanningen op de valutamarkten geleidelijk weg, tegen de achtergrond van de verbintenis vanwege de regering om een inflatiebestrijdingsplan ten uitvoer te brengen. Toch bleef de eenmaands rente ruim boven de minimale inschrijvingsrente van de ECB uitstijgen. Op 12 mei 2007 bereikte de lats opnieuw de sterkere kant van zijn fluctuatiemarge van $\pm 1\%$, en

Grafiek 38 Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van de niet tot het ERM II behorende EU-valuta's



Bron: Berekeningen door ECB-medewerkers.
 Toelichting: Een positieve (negatieve) waarde wijst op een appreciatie (depreciatie) van de valuta ten opzichte van de euro. De wijzigingen hebben betrekking op de periode van 2 januari 2007 tot 29 februari 2008.

kwam de centrale bank tussenbeide om een verdere appreciatie te voorkomen. In september 2007 kwam de lats opnieuw onder druk te staan, na een ratingverlaging door Moody's en als gevolg van de bezorgdheid omtrent een verdere toename van het tekort op de lopende rekening en van de inflatie. De Latvijase Banka intervenieerde niet bij deze gelegenheid, maar de geldmarktverhoudingen bleven niettemin krap.

Inzake de valuta's van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die niet aan het ERM II deelnemen, varieerden de ontwikkelingen aanzienlijk van land tot land (zie Grafiek 38). De Tsjechische kroon en de Poolse zloty stegen ten opzichte van de euro gedurende het grootste deel van 2007 in waarde, en noteerden op 29 februari 2008, vergeleken met begin 2007, respectievelijk 8,3% en 7,8% hoger ten opzichte van de euro. Na een periode van relatieve stabiliteit tijdens de eerste drie kwartalen van 2007, verzwakte het Britse pond aanzienlijk ten opzichte van de euro, als gevolg van de toegenomen economische onzekerheid die deels kan worden toegeschreven aan de minder gunstige economische groeivoorzichten, die ook verband houden met de verzwakking van de woningmarkt. Hierdoor bevond het pond zich op 29 februari 2008 13,6% onder zijn niveau van 2 januari 2007 ten opzichte van de euro. Onder impuls van zowel binnenlandse factoren als de algemene sterkte van de euro verzwakten

ook de Roemeense leu en de Zweedse kroon ten opzichte van de euro, en deprecieerden ze met respectievelijk 10,3% en 4,1% tijdens de beschouwde periode. Ondanks enkele schommelingen bleef de Hongaarse forint grotendeels ongewijzigd in 2007, en deprecieerde zij enigszins aan het begin van 2008. Op 25 februari 2008 besloot de Magyar Nemzeti Bank, in samenspraak met de Hongaarse regering, de fluctuatiemarges rond de forint af te schaffen en een vrij zwevende wisselkoers in te stellen. De Bulgaarse lev, ten slotte, bleef stabiel op BGN/EUR 1,95583, een gevolg van het ongewijzigde Bulgaarse wisselkoersbeleid overeenkomstig het op de euro gebaseerde currency board-stelsel.

FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

Tussen januari 2007 en februari 2008 vertoonden de rendementen op de langlopende overheidsobligaties in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten¹⁰ een soortgelijk verloop als die in het eurogebied, met een stijging in het eerste deel van het jaar, gevolgd door een daling vanaf augustus 2007 tegen de achtergrond van de wereldwijde onrust op de financiële markten.

In februari 2008 was de lange rente in de EU-lidstaten buiten het eurogebied gemiddeld circa 25 basispunten hoger dan begin 2007, in vergelijking met een stijging met meer dan 30 basispunten in het eurogebied. De grootste stijgingen werden opgetekend in Bulgarije (bijna 100 basispunten), Tsjechië, Hongarije en Polen (ongeveer 80 basispunten), grotendeels als gevolg van de verslechtering van de inflatievooruitzichten. Hoewel de lange rente in Roemenië toch vrij hoog bleef, daalde deze met 50 basispunten tussen januari 2007 en februari 2008.

In vergelijking met de rentetarieven in het eurogebied werden de rendementsecarts op overheidsobligaties in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in februari 2008 ten opzichte van het begin van vorig jaar gekenmerkt door uiteenlopende

¹⁰ Er is geen vergelijkbare lange rente beschikbaar voor Estland.

ontwikkelingen. Het renteverskil op de lange termijn bleef betrekkelijk groot in Roemenië en Hongarije, waar het respectievelijk circa 340 en 280 basispunten beliep. In die landen droegen de begrotingsontwikkelingen en de externe onevenwichtigheden ertoe bij dat de rendementsecarts op langlopende obligaties hoog bleven. In het geval van Roemenië is die ontwikkeling daarenboven toe te schrijven aan de hogere inflatiegraad in de afgelopen jaren.

Algemeen beschouwd, lieten de aandelenmarkten in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten tussen januari 2007 en februari 2008 een positieve groei optekenen. De aandelenkoersen stegen het sterkst in Bulgarije, Cyprus en Roemenië, waar ze het gemiddelde verloop van de aandelenkoersen in het eurogebied - afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX-index - ruimschoots overtroffen. In Estland en Letland, daarentegen, waren de aandelenkoersen tegen eind februari 2008 gezakt tot op het gemiddelde niveau dat in 2006 werd opgetekend, na de historische piekwaarden die in 2007 werden bereikt. De beursindices in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-

lidstaten zakten aanvankelijk in de nasleep van de onrust op de mondiale financiële markten tijdens de zomermaanden, doordat een aantal beleggers hun activa uit de aandelenmarkten terugtrokken om hun algemene liquiditeit te verbeteren. Het negatieve sentiment op de beurzen verbeterde enigszins in september en oktober 2007. Later gingen de aandelenmarkten in de meeste van de EU14-landen echter opnieuw achteruit als gevolg van de geringere mondiale risicobereidheid, in de pas met de aandelenmarkten van het eurogebied en van andere grote economieën.

In 2007 bleef de groei van de kredietverlening aan de particuliere sector krachtig in alle niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten. Tegen eind 2007 leek de jaarlijkse groei van de kredietverlening zich in vele landen te stabiliseren, deels als gevolg van de stijging van de bancaire rentetarieven. Hij bleef echter versnellen in een aantal landen, waaronder Bulgarije, Tsjechië, Litouwen en Polen. De kredietexpansie was het meest dynamisch in de snelgroeiende Baltische staten, Bulgarije, Polen en Roemenië, waar het groeitempo eind 2007 varieerde tussen 32% en 62%. In Tsjechië, Cyprus, Hongarije en Slowakije beliep de jaarlijkse groei van de kredietverlening aan de particuliere sector tussen 19% en 29% in 2007. De snelle kredietexpansie in die economieën, met uitzondering van Cyprus, moet worden gezien tegen de achtergrond van de financiële verdieping. De verhouding van de kredietverlening aan de particuliere sector tot het bbp blijft in de EU11-landen, met uitzondering van Cyprus en Malta, immers ruim onder het gemiddelde van het eurogebied. Toch houdt de snelle kredietexpansie tevens een risico in, aangezien ze in een aantal landen bijdraagt tot de krachtige binnenlandse vraag en zodoende tot overmatige externe en interne onevenwichtigheden. Bovendien vormt het grote en toenemende aandeel van de in buitenlandse valuta luidende kredietopneming in een aantal landen een bijzondere reden tot bezorgdheid. In Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk bedroeg de jaarlijkse groei

Grafiek 39 Kredietverlening aan de particuliere sector in 2007



Bronnen: BIB, ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus en Bank of England.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de binnenlandse kredietverlening aan niet-MFI's m.u.v. de overheid. Voor de kredietgroei in 2007 werd voor elk land de laatst beschikbare maand gebruikt. De gegevens voor het Verenigd Koninkrijk zijn gebaseerd op een nationale definitie.

Tabel II Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten

	Monetaire-beleidsstrategie	Valuta	Kenmerken
Bulgarije	Wisselkoersdoelstelling	Bulgaarse lev	Wisselkoersdoelstelling: vaste koppeling aan de euro tegen BGN 1,95583 per euro in het kader van een currency board-stelsel.
Tsjechië	Inflatiedoelstelling	Tsjechische kroon	Doelstelling: 3% ±1 procentpunt tot eind 2009, daarna 2% ±1 procentpunt. Geleid zwevende wisselkoers.
Denemarken	Wisselkoersdoelstelling	Deense kroon	Neemt deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±2,25% boven en onder de spilkoers van DKK 7,46038 per euro.
Estland	Wisselkoersdoelstelling	Estlandse kroon	Neemt deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van EEK 15,6466 per euro. Estland blijft zijn currency board hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Cyprus	Wisselkoersdoelstelling	Cypriotisch pond	Nam deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van CYP 0,585274 per euro.
Letland	Wisselkoersdoelstelling	Letlandse lats	Neemt deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van LVL 0,702804 per euro. Letland blijft zijn fluctuatiemarge van ±1% hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Litouwen	Wisselkoersdoelstelling	Litouwse litas	Neemt deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van LTL 3,45280 per euro. Litouwen blijft zijn currency board hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Hongarije	Inflatiedoelstelling	Hongaarse forint	Inflatiedoelstelling: doelstelling op de middellange termijn van 3% ± 1 procentpunt. Vrij zwevende wisselkoers sinds februari 2008, toen de wisselkoerskoppeling aan de euro werd afgeschaft.
Malta	Wisselkoersdoelstelling	Maltese lire	Nam deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van MTL 0,429300 per euro. Malta handhaafde zijn wisselkoers t.o.v. de euro ongewijzigd op de spilkoers als een eenzijdige verbintenis.
Polen	Inflatiedoelstelling	Poolse zloty	Inflatiedoelstelling: 2,5% ±1 procentpunt (jaarlijkse verandering van de CPI). Vrij zwevende wisselkoers.
Roemenië	Inflatiedoelstelling	Roemeense leu	Inflatiedoelstelling: 4%, 3,8% en 3,5% ±1 procentpunt tegen respectievelijk eind 2007, 2008 en 2009. Geleid zwevende wisselkoers.
Slowakije	Inflatiedoelstelling overeenkomstig de voorwaarden van ERM II	Slowaakse koruna	Neemt deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van SKK 35,4424 per euro. De inflatiedoelstelling voor de periode 2006-08 wordt vastgelegd op een inflatie van minder dan 2,5% tegen eind 2006 en van minder dan 2% tegen eind 2007 en eind 2008.
Zweden	Inflatiedoelstelling	Zweedse kroon	Inflatiedoelstelling: 2% stijging van de CPI met een tolerantie van ±1 procentpunt. Vrij zwevende wisselkoers.
Verenigd Koninkrijk	Inflatiedoelstelling	Brits pond	Inflatiedoelstelling: 2% zoals afgemeten aan de twaalfmaands stijging van de CPI ¹⁾ . Bij een afwijking van meer dan 1 procentpunt dient het Monetary Policy Committee een open brief aan de minister van Financiën te richten. Vrij zwevende wisselkoers.

Bron: ESCB.

1) De CPI stemt overeen met de HICP.

van de kredietverlening aan de particuliere sector eind 2007 nagenoeg 13%.

MONETAIR BELEID

In alle niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten is prijsstabiliteit de hoofddoelstelling van het monetaire beleid. De monetaire-beleidsstrategieën vertonen evenwel aanzienlijke verschillen van land tot land (zie Tabel 11).

In 2007 bleven het monetaire beleid en de wisselkoersstelsels van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten grotendeels ongewijzigd, hoewel in een aantal landen enkele verfijningen aan het monetaire-beleidskader werden aangebracht met het oog op de toekomstige monetaire integratie. In februari 2008 schafte Hongarije echter zijn wisselkoerskoppeling ten opzichte van de euro af, en schakelde het over op een volwaardige inflatiedoelstelling met een vrij zwevende wisselkoers.

Wat de tussen januari 2007 en februari 2008 genomen monetaire-beleidsbeslissingen betreft, keurden de meeste centrale banken die aan het ERM II deelnamen maatregelen goed om de monetaire-beleidsverhoudingen te verstrakken. Die maatregelen weerspiegelden vaak acties van de ECB, die in 2007 de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem in twee stappen (in maart en juni) met in totaal 50 basispunten optrok tot 4,0%.

De Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank), Eesti Pank en Lietuvos bankas hanteren geen officiële beleidsrente, gelet op hun currency board-stelsels; ze passen zich automatisch aan de door de ECB vastgestelde rentetarieven aan. In het licht van de hoge inflatie namen verschillende NCB's echter aanvullende maatregelen. De Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) schafte vanaf januari 2007 de verplichting af om aanvullende reserves aan te houden voor banken die bepaalde plafonds inzake de groei van de kredietverlening overschreden. Terzelfder tijd besloot zij - om de krachtige groei van de kredietverlening op te vangen - de minimumreserveverplichting met

400 basispunten te verhogen tot 12%. Omdat zij zich geconfronteerd zag met een toenemende volatiliteit van de nominale wisselkoers van de Letlandse lats, met een aanhoudend zeer hoge inflatie en met een oververhitting van de binnenlandse vraag, trok de Latvijas Banka haar herfinancieringsrente met in totaal 100 basispunten op tot 6,0%, evenals de rente op de marginale beleningsfaciliteit met in totaal 150 basispunten tot 7,5% in de eerste vijf maanden van 2007, en intervenieerde ze verscheidene keren op de valutamarkt. Ondanks de stijging van de beleidsrente blijven de korte reële rentevoeten (in de vier bovenvermelde landen) negatief, tegen de achtergrond van de snelle reële bbp-groei, de stijgende inflatiedruk en de omvangrijke en aanhoudende externe onevenwichtigheden.

Na de acties van de ECB trok de Danmarks Nationalbank haar beleningsrente in twee stappen op tot 4,25%. Op 12 maart en 6 juni 2007 verhoogde de Central Bank of Cyprus haar marginale beleningsrente en de rente op de kortlopende depositofaciliteit telkens met 25 basispunten tot respectievelijk 5,00% en 3,00%, in een actie om geleidelijk een marge van 1 procentpunt in te stellen tussen de twee rentes en de Cypriotische basis-herfinancieringsrente, die op 4,5% bleef staan. In december 2007 werd de basis-herfinancieringsrente verlaagd met 50 basispunten, zodat ze weer aansloot bij die van het eurogebied, die 4% bedroeg. De Central Bank of Malta trok op 25 januari en 29 mei 2007 haar centrale interventierente twee keer met 25 basispunten op tot 4,25%. Die beslissingen werden genomen tegen de achtergrond van een verdere afname van de externe reserves en een aanmerkelijke vernauwing van het kortere renteverskil ten opzichte van de euro ten gunste van de Maltese lire, vooral als gevolg van de stijging van de rente in het eurogebied. In december 2007 werd het voornaamste rentetarief met 25 basispunten verlaagd, zodat het opnieuw aansloot bij dat van het eurogebied. De laatste rentebeslissingen door de centrale banken van Cyprus en Malta maakten deel uit van hun laatste voorbereidingen alvorens tot het eurogebied toe te treden op 1 januari 2008.

De Národná banka Slovenska verlaagde haar reporente met in totaal 50 basispunten tot 4,25% op 25 april 2007 (en verruimde de bandbreedte van de daggeldrente rond die rente), uitgaande van meer gematigde inflatievooruitzichten.

De monetaire-beleidsbeslissingen van de NCB's met inflatiedoelstellingen die niet aan het ERM II deelnamen, verschilden van land tot land, vooral als gevolg van hun verschillen inzake conjunctuursituatie en inflatievooruitzichten. In het licht van de toenemende inflatiedruk en een opwaartse herziening van haar inflatievooruitzichten voor 2007 en 2008, verhoogde de Česká národní banka haar basisherfinancieringsrente vier maal in 2007 – met in totaal 100 basispunten – tot 3,5%. De Narodowy Bank Polski verhoogde haar voornaamste rentetarief in vier verschillende stappen – met in totaal 100 basispunten – tot 5%. In januari en februari 2008 werd het voornaamste rentetarief opnieuw met in totaal 50 basispunten opgetrokken tot 5,5%. Een verkrapping werd noodzakelijk geacht omdat werd verwacht dat de inflatie de inflatiedoelstelling zou overschrijden doordat de reële bbp-groei de potentiële groei overtrof, maar ook wegens de hoge groei van de loonkosten en de arbeidskosten per eenheid product, evenals de versoepeling van het begrotingsbeleid. De Sveriges Riksbank trok haar voornaamste rentetarief in vijf stappen met in totaal 125 basispunten op tot 4,25% in februari 2008, om de inflatievoorspellingen terug te dringen tot het streefniveau van 2%.

In 2007 verhoogde de Bank of England haar voornaamste rentetarief in drie keer – met in totaal 75 basispunten – tot 5,75%, vooral tegen de achtergrond van de krachtige groei en de hoge inflatie. Nadien verlaagde de Bank of England dat tarief echter met 50 basispunten tot 5,25%. Die laatste beslissingen werden genomen tegen de achtergrond van een zwakker groeitempo.

In tegenstelling tot wat het geval was in de meeste andere landen, verlaagde de Magyar Nemzeti Bank haar belangrijkste rentetarief in twee stappen – met een totaal van 50 basispunten – tot 7,5%, omdat de inflatiedoelstelling voor

de middellange termijn haalbaar leek. In 2007 verlaagde de Banca Națională a României haar belangrijkste rentetarief in vier stappen – met in totaal 175 basispunten – tot 7,0% in juni 2007, in het licht van de verbeterde inflatievooruitzichten en een sterker dan verwachte appreciatie van de nominale wisselkoers. In oktober 2007 en in januari en februari 2008 werd de beleidsrente evenwel met in totaal 200 basispunten opgetrokken tot 9,0%, wegens de verslechtering van de inflatievooruitzichten als gevolg van zowel vraag- als aanbodschokken.



HOOFDSTUK 2

**CENTRALE-
BANKTRANSACTIES EN
-ACTIVITEITEN**

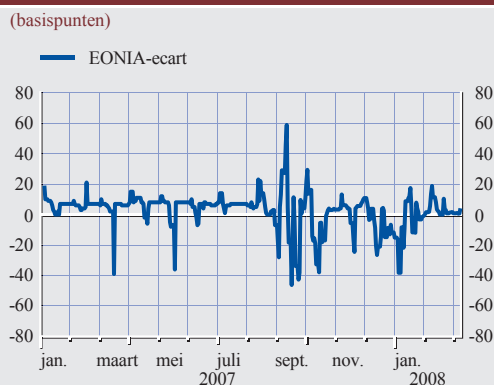
I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

I.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem omvatten enerzijds open-markttransacties, zoals basisherfinancieringstransacties (BHT's), langerlopende herfinancieringstransacties (LHT's) en "fine-tuning"-transacties, en anderzijds permanente faciliteiten. Binnen het operationele kader voor de uitvoering van het monetaire beleid, dat eveneens het stelsel van de reserveverplichtingen omvat, worden deze instrumenten gebruikt voor het beheer van de liquiditeitsverhoudingen in de interbancaire geldmarkt, in de eerste plaats teneinde de zeer korte rente – met name de daggeldrente – in de buurt te houden van de minimale inschrijvingsrente van de BHT's, het belangrijkste rentetarief van het Eurosysteem.

In 2007 heeft de Raad van Bestuur de minimale inschrijvingsrente tweemaal met 25 basispunten verhoogd, namelijk op 8 maart en 6 juni, tot respectievelijk 3,75% en 4,00%. Net als de vorige veranderingen van de rente sinds de aanpassing van het operationele kader in maart 2004, hebben deze verhogingen de liquiditeitsverhoudingen of de daggeldrente niet significant beïnvloed vooraleer ze daadwerkelijk van kracht werden. Dit toont aan dat het herziene kader in aanzienlijke mate heeft bijgedragen tot het afschermen van de zeer korte marktrente van de weerslag van verwachtingen omtrent veranderingen in de monetaire-beleidskoers. Na 9 augustus 2007 beleefde het Eurosysteem echter één van de moeilijkste periodes voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid sedert de invoering van de euro, toen de onrust op de financiële markten, die ontstaan was in de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt, oversloeg naar de eurogeldmarkt. In de uren na het opdrogen van de liquiditeit op de eurogeldmarkt in de voormiddag van 9 augustus, reageerde het Eurosysteem door €95 miljard extra liquiditeiten te injecteren in de markt tegen de basisrente van 4,00%, door middel van een "fine-tuning"-transactie met een looptijd van één dag. Dit was het grootste volume dat tot dan toe ooit in een "fine-tuning"-

Grafiek 40 EONIA-ecart



Bron: ECB.

transactie was toegewezen. Daarna bleven de open-markttransacties van het Eurosysteem tot het einde van 2007 sterk beïnvloed door de beroering. Kader 9 beschrijft de specifieke operationele maatregelen die het Eurosysteem nam als reactie op de spanningen op de geldmarkt en belicht de rol van het onderpandkader bij de ondersteuning van de uitvoering van het monetaire beleid in deze periode van volatiliteit op de financiële markten.

Een bijzonder belangrijke indicator om het succes van de ECB te beoordelen bij het sturen van de zeer korte rente is het ecart tussen de daggeldrente, zoals afgemeten aan de EONIA (euro overnight index average), een belangrijke referentierente voor de geldmarkt, en de minimale inschrijvingsrente voor de BHT's (zie Grafiek 40). In 2007 beliep dit EONIA-ecart gemiddeld 3 basispunten, minder dan de in 2006 opgetekende 8 basispunten. Tegelijkertijd steeg de volatiliteit van het EONIA-ecart, gemeten aan de hand van de standaardafwijking, tot 12 basispunten in 2007, tegen 5 basispunten in het voorgaande jaar. Deze ontwikkelingen weerspiegelen voornamelijk de meer volatiele marktomgeving vanaf 9 augustus: hoewel de ECB erin slaagde de gemiddelde daggeldrente gedurende het hele jaar vrij dicht in de buurt te houden van de minimale inschrijvingsrente, ging dit gepaard met een stijging van de standaardafwijking van het EONIA-ecart van 6

basispunten vóór 9 augustus tot 17 basispunten erna. Tijdens dezelfde periode daalde het gemiddelde niveau van het ecart van 6 basispunten tot -3 basispunten.

LIQUIDITEITSBEHOEFEN VAN HET BANKWEZEN

Bij het verstrekken van liquiditeit via de openmarkttransacties, houdt het Eurosysteem rekening met een dagelijkse beoordeling van de liquiditeitsbehoeften van het totale bankwezen van het eurogebied. Deze liquiditeitsbehoeften worden gedefinieerd als de som van de reserveverplichtingen, het overschot aan verplichte reserves op de rekeningen-courant van de kredietinstellingen bij het Eurosysteem (overreserves) en de autonome factoren. De autonome factoren zijn die posten op de balans van het Eurosysteem, zoals “bankbiljettencirculatie” en “overheidsdeposito’s”, die een weerslag hebben op de rekening-couranttegoeden van de kredietinstellingen, maar die niet onder de rechtstreekse controle van het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem vallen.

In 2007 beliepen de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied (zie Grafiek 41) €441,5 miljard, 5% meer dan in 2006. De belangrijkste reden voor de toename was de aanhoudende stijging van de gemiddelde reserveverplichtingen, met

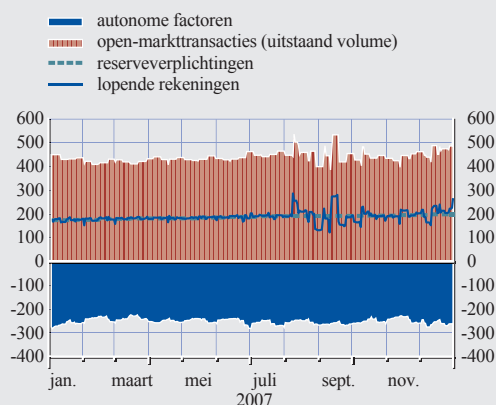
14%, tot €187,4 miljard, die slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door een afname van de autonome factoren met 2%, tot €252,2 miljard. Bij de autonome factoren nam de bankbiljettencirculatie aanzienlijk toe, hoewel het groeitempo daalde tot 9%, tegen 11% in 2006. Het liquiditeitsonttrekkende effect van de bankbiljettengroei werd evenwel ruimschoots gecompenseerd door andere autonome factoren. Hoewel de gemiddelde overreserves voor de in 2007 eindigende aanhoudingsperiodes met €0,2 miljard toenamen tot €0,9 miljard, bleven ze relatief gezien verwaarloosbaar, met 0,5% van de reserveverplichtingen.

STELSEL VAN RESERVEVERPLICHTINGEN

De kredietinstellingen in het eurogebied moeten minimumreserves aanhouden op rekeningen-courant bij het Eurosysteem. Zoals het geval is geweest sinds 1999, beliepen de reserveverplichtingen in 2007 2% van de reservebasis van de kredietinstellingen. Het is de groei van de reservebasis, die bepaald wordt door een aantal kortlopende passiva op de balansen van de kredietinstellingen, die ten grondslag ligt aan de hierboven vermelde stijging, met 14%, van het totale bedrag van de reserveverplichtingen in 2007. Aangezien het Eurosysteem de aangehouden reserves voor elke aanhoudingsperiode remunereert tegen een rente die het gemiddelde is van de marginale rente van de BHT's, brengt het stelsel van de reserveverplichtingen geen aanzienlijke kosten mee voor de banksector. Tegelijkertijd vervult het twee belangrijke functies in het operationele kader voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid: ten eerste stabiliseert het de korte geldmarktrente, aangezien de reserveverplichtingen slechts als gemiddelde over de aanhoudingsperiode moeten worden nageleefd, wat de kredietinstellingen de mogelijkheid geeft tijdelijke en onverwachte liquiditeitsinstromen en -uitstromen op hun rekeningen uit te vlakken; ten tweede vergroot het het liquiditeitstekort van het bankwezen, met andere woorden de totale behoefte van de banken aan herfinanciering door het Eurosysteem.

Grafiek 41 Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2007

(miljarden euro's)



Bron: ECB.

OPEN-MARKTTRANSACTIES

Het Eurosysteem gebruikt BHT's, LHT's en "fine-tuning"-transacties om de liquiditeitsverhoudingen in de geldmarkt te beheren. Alle liquiditeitsverschaffende transacties moeten volledig door onderpand worden gedekt. BHT's zijn reguliere transacties met een wekelijkse frequentie en hebben normaliter een looptijd van een week. Ze zijn het belangrijkste instrument voor het beheer van de liquiditeitsverhoudingen in de markt en het afgeven van signalen omtrent de monetaire-beleidskoers. In 2007 werden ze uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente, die de belangrijkste monetaire-beleidsrente is van de ECB. Hoewel een breed scala van tegenpartijen (1.693 eind 2007) in aanmerking komt voor deze transacties, namen er in 2007 gemiddeld 338 effectief deel, 10% minder dan in 2006 (377). Tot 8 augustus wees de ECB gemiddeld €292 miljard euro toe in de BHT's. De ECB verschaftte bij elke BHT €1 miljard méér liquiditeit dan de referentietoewijzing, het bedrag dat de tegenpartijen in staat stelt op een soepele wijze aan hun reserveverplichtingen te voldoen tot de verrekening van de volgende BHT¹, behalve één keer (toen €2 miljard meer dan het referentiebedrag werd toegewezen). De ECB zette daarmee het in oktober 2005 ingezette beleid voort om iets meer liquiditeit te verschaffen dan het referentiebedrag en zo de

duidelijke opwaartse druk op het EONIA-ecart te verlichten. Na 9 augustus daalde de gemiddelde toewijzing tot €200 miljard, als gevolg van de extra liquiditeitsverschaffing in supplementaire LHT's (zie verderop en Kader 9).

LHT's zijn maandelijkse liquiditeitsverschaffende transacties met een looptijd van drie maanden. Ze worden uitgevoerd als zuivere variabele-rentetenders (zonder begrenzing van de inschrijvingsrentes) met een vooraf aangekondigd toewijzingsvolume, dat begin 2007 werd vastgesteld op €50 miljard. LHT's staan open voor dezelfde tegenpartijen als BHT's, waarvan er in 2007 gemiddeld 145 deelnamen aan de LHT's, tegen 162 in 2006. Na 9 augustus 2007 werden twee extra LHT's uitgevoerd (met verrekening op 24 augustus en 13 september) en later vernieuwd, voor eenzelfde totaal bedrag, doch met een andere verdeling. Eind 2007 beliep het uitstaande bedrag van de LHT's €268 miljard, bijna 80% meer dan het uitstaande bedrag van begin augustus.

1 De referentietoewijzing stelt de tegenpartijen in staat om, alles bij elkaar genomen, de rekeningen-courant in de buurt te houden van hun reserveverplichtingen, rekening houdend met de verwachte liquiditeitsbehoeften en de liquiditeitstekorten of -overschotten die zich in dezelfde aanhoudingsperiode reeds hebben gevormd. Voor een exacte definitie van de referentietoewijzing, zie het kader "Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations" in het Maandbericht van april 2004.

Kader 9

MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES TIJDENS DE PERIODE VAN VOLATILITEIT OP DE FINANCIËLE MARKTEN

Liquiditeitsvoorziening op een vroeger tijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode

In zijn open-markttransacties verschaft het Eurosysteem gewoonlijk liquiditeiten op een manier die de kredietinstellingen in staat stelt lopende rekeningen bij het Eurosysteem aan te houden die nauw aansluiten bij hun reserveverplichtingen, zodat ze deze verplichtingen evenwichtig verspreid over de aanhoudingsperiode kunnen nakomen. Dit wordt gerealiseerd door in de basis-herfinancieringstransacties (BHT's) bedragen toe te wijzen die in de buurt liggen van het benchmarkbedrag. De bedoeling van dit toewijzingsbeleid bestaat erin de zeer korte rentetarieven in de buurt te houden van de belangrijkste officiële rente, namelijk de minimale inschrijvingsrente

in de BHT's van het Eurosysteem. Nadat de onrust op de financiële markten was overgeslagen naar de daggeldmarkt in euro tijdens de ochtend van 9 augustus 2007, bleek echter dat de kredietinstellingen een voorkeur hadden ontwikkeld om relatief vroeg in de aanhoudingsperiode aan hun reserveverplichtingen te voldoen, tegen de achtergrond van aanwijzingen voor een afname van de omzet in de langerlopende geldmarktsegmenten.

Om haar doelstelling voor de zeer korte rente te bereiken, heeft de ECB de liquiditeitsvoorziening “gefrontload”, d.w.z. ze heeft de liquiditeitsvoorziening verhoogd bij het begin van de aanhoudingsperiode, terwijl ze de voorziening heeft teruggeschroefd tegen het einde van de periode¹. Dit frontloaden van de reserves in de eerste dagen na 9 augustus werd uitgevoerd door aanvullende liquiditeiten via vier fine-tuning-transacties te injecteren in de daggeldmarkt. Een vijfde fine-tuning-transactie op de daggeldmarkt werd uitgevoerd begin september. Daarna werden de aanvullende liquiditeiten bij de aanvang van de aanhoudingsperiode vooral verstrekt in de reguliere BHT's. In alle gevallen bleef de liquiditeitsvoorziening voor de aanhoudingsperiode in haar geheel ongewijzigd, alleen de timing van de voorziening werd aangepast. Dit wordt geïllustreerd door het verloop van de dagelijkse overreserves, dit is het verschil tussen de op rekening-courant aangehouden bedragen van de kredietinstellingen en de reserveverplichtingen in de loop van de aanhoudingsperiode (zie de grafiek). Terwijl de dagelijkse overreserves gemiddeld genomen vrij dicht in de buurt van nul lagen tijdens de aanhoudingsperiodes vóór augustus 2007, lagen ze ruim boven nul in het begin van de daaropvolgende aanhoudingsperiodes, en ver onder nul tegen het einde van die periodes.

Op 8 oktober en 23 november kondigde de ECB² (via de elektronische nieuwsagentschappen) aan dat ze dit beleid van “frontloading” zou versterken, en dat ze ook tijdens de periode de liquiditeitsverhoudingen naar een groter evenwicht zou sturen als dit nodig bleek om de korte rente in de buurt van de minimale inschrijvingsrente te houden. In aansluiting op deze mededeling wees de ECB constant ruim boven het toewijzingsbedrag bedragen toe in de BHT's, en telkens er een aanmerkelijke neerwaartse druk op de daggeldrente begon op te treden, voerde de ECB liquiditeitsverkrappende fine-tuning-transacties uit. Naast de gebruikelijke fine-tuning-transacties op de laatste dag van de aanhoudingsperiode werden dergelijke liquiditeitsverkrappende fine-tuning-transacties ook uitgevoerd op 12 oktober, 7 december, 17 december en tegen het einde van het jaar, zoals hieronder beschreven. Op 14 januari 2008 bevestigde de ECB dat ze haar beleid van “frontloading” zolang als nodig zou voortzetten.

Op 8 oktober en 23 november kondigde de ECB² (via de elektronische nieuwsagentschappen) aan dat ze dit beleid van “frontloading” zou versterken, en dat ze ook tijdens de periode de liquiditeitsverhoudingen naar een groter evenwicht zou sturen als dit nodig bleek om de korte rente in de buurt van de minimale inschrijvingsrente te houden. In aansluiting op deze mededeling wees de ECB constant ruim boven het toewijzingsbedrag bedragen toe in de BHT's, en telkens er een aanmerkelijke neerwaartse druk op de daggeldrente begon op te treden, voerde de ECB liquiditeitsverkrappende fine-tuning-transacties uit. Naast de gebruikelijke fine-tuning-transacties op de laatste dag van de aanhoudingsperiode werden dergelijke liquiditeitsverkrappende fine-tuning-transacties ook uitgevoerd op 12 oktober, 7 december, 17 december en tegen het einde van het jaar, zoals hieronder beschreven. Op 14 januari 2008 bevestigde de ECB dat ze haar beleid van “frontloading” zolang als nodig zou voortzetten.

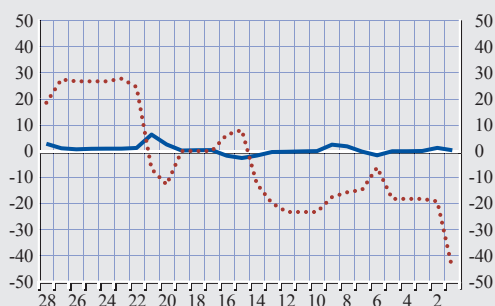
1 Het Eurosysteem had de liquiditeitsvoorziening gefrontload door reeds in de BHT's vóór de onrust liquiditeiten net boven de referentietoewijzing te verschaffen. De frontloading was echter veel groter in omvang tijdens de periode van onrust, zoals blijkt uit de grafiek.

2 De volledige lijst van de door de ECB uitgegeven verklaringen bevindt zich op: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/Implement/omo/html/communication.en.html>.

Dagelijkse overreserve in de loop van een aanhoudingsperiode

x-as: aantal dagen tot het einde van de aanhoudingsperiode
y-as: gemiddelde dagelijkse overreserve in miljarden euro's

— dagelijkse overreserve (aanhoudingsperiodes eindigend tussen augustus 2005 en augustus 2007)
... dagelijkse overreserve (aanhoudingsperiodes eindigend tussen september 2007 en februari 2008)



Bron: ECB.

Aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties

De volatiliteit op de financiële markten leek de voorkeur van de banken voor een verlaging van hun toekomstige liquiditeitsbehoeften te bevorderen, hetgeen leidde tot aanzienlijke spanningen op de geldmarkt, niet alleen in het kortlopende segment, maar ook in het langerlopende segment, waar de omzet naar verluidt zeer laag was. Om een normalisering van de verhoudingen te ondersteunen, verhoogde het Eurosysteem het aandeel van de door driemaands langerlopende herfinancieringstransacties (LHFT's) geleverde herfinanciering, terwijl het tegelijk het door de eenweekse BHT's geleverde aandeel verminderde. Dienovereenkomstig bleef het totale bedrag van de uitstaande herfinanciering ongewijzigd, terwijl de gemiddelde looptijd werd verlengd, waardoor de toekomstige liquiditeitsbehoeften van het bankwezen tijdelijk werden verminderd. Meer bepaald werden twee aanvullende LHFT's met een looptijd van drie maanden uitgevoerd, één op 23 augustus en één op 12 september, voor een bedrag van respectievelijk €40 miljard en €75 miljard. Aangezien de reguliere maandelijkse LHFT's zoals gebruikelijk werden uitgevoerd, steeg het totale bedrag aan herfinanciering via LHFT's van €150 miljard (drie toewijzingen van €50 miljard) tot €265 miljard, terwijl de omvang van de BHT's dienovereenkomstig afnam van circa €300 miljard tot minder dan €200 miljard. De aanvullende LHFT's werden hernieuwd toen ze vervielen in november en december, met een aanpassing van de toewijzingsbedragen tot telkens €60 miljard. Op 7 februari 2008 werd aangekondigd dat ze nogmaals zouden worden hernieuwd in februari en maart 2008.

Speciale maatregelen rond de jaarwisseling

De banken zijn gewoonlijk terughoudender om op de geldmarkt te lenen tijdens de laatste weken van het jaar, wegens balansgerelateerde overwegingen. Verwacht werd dat dit bekende fenomeen zich uitzonderlijk sterk zou doen gevoelen in 2007. In een persbericht op 30 november kondigde de ECB daarom speciale maatregelen aan om de spanningen op de geldmarkt tijdens deze periode te verlichten. De looptijd van de op 18 december toegewezen BHT werd uitzonderlijk verlengd van één tot twee weken, zodat de banken hun liquiditeitsbehoeften voor Kerstmis en voor de dagen rond de jaarwisseling vóór deze moeilijke periode konden dekken. Op 17 december deelde de ECB ook via de elektronische nieuwsagentschappen mee dat ze voor deze tweeweekse BHT zou afwijken van de gangbare toewijzingsprocedure, en dat ze alle inschrijvingen zou toewijzen tegen of boven de gewogen gemiddelde rente van de vorige BHT, die 4,21% bedroeg. Deze beslissing werd vooral ingegeven door aanwijzingen dat de liquiditeitsbehoeften de inschrijvingsrente zouden kunnen opdrijven tot ongewenste hoogten. De ECB wees aldus €348,6 miljard toe, €168,1 miljard meer dan het benchmarkbedrag. De voorziening van zulke overvloedige liquiditeiten resulteerde in een neerwaartse druk op de daggeldrente. Om deze druk te verlagen, voerde de ECB een reeks liquiditeitsverkrappende fine-tuning-transacties uit. De laatste van deze fine-tuning-transacties werd uitgevoerd op 3 januari, de dag vóór de verrekening van de eerste BHT in 2008. Gemiddeld genomen onttrok de ECB €143,8 miljard per dag via fine-tuning-transacties. De ECB verstreekte echter ook €20 miljard aan aanvullende liquiditeiten tegen een marginale tenderrente van 4,20% in de BHT rond het jaareinde, en kwam aldus tegemoet aan de extra liquiditeitsbehoeften van de tegenpartijen tijdens deze periode. Als gevolg van de zeer ruime liquiditeitsvoorziening bevond de EONIA zich 8 basispunten onder de minimale inschrijvingsrente op de laatste handelsdag van 2007, terwijl deze zich de twee voorgaande jaren 19 en 17 basispunten boven de minimale inschrijvingsrente had bevonden.

Transacties in samenhang met de US dollar Term Auction Facility

Aangezien de banken van het eurogebied naar verluidt uitermate bezorgd waren over de beschikbaarheid van hun in Amerikaanse dollar luidende financieringsmiddelen, stelde de ECB een wederzijdse valutaregeling (swapfaciliteit) op in samenhang met de US dollar Term Auction Facility van het Federal Reserve System. Het Eurosysteem verstreekte de via deze swapfaciliteit ontvangen financieringsmiddelen in Amerikaanse dollar aan zijn tegenpartijen tegen beleenbaar onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem door middel van twee transacties verrekend op 20 en 27 december. Soortgelijke transacties werden eveneens uitgevoerd door de Zwitserse centrale bank. In elk van de transacties van het Eurosysteem werden middelen in Amerikaanse dollar voor een waarde van USD 10 miljard verstrekt aan de tegenpartijen die toegang hebben tot de marginale beleningsfaciliteit voor een looptijd van circa één maand. Beide transacties werden uitgevoerd tegen een vaste rente gelijk aan de marginale rente van de gelijktijdige tenders van de Federal Reserve, die respectievelijk 4,65% en 4,67% bedroeg, en er werd op ingeschreven voor USD 22 miljard op 17 december en voor USD 14 miljard op 20 december. Die transacties hadden geen rechtstreekse weerslag op de liquiditeitsverhoudingen van de euro, maar waren erop gericht de globale financieringsvoorwaarden te verbeteren. De transacties werden hernieuwd in januari 2008, maar de liquiditeitsbehoeften waren afgenomen, zoals aangetoond door het dalende volume van de inschrijvingen. De ECB voerde in februari geen financieringsoperaties in Amerikaanse dollar uit.

Het onderpandskader in de periode van volatiliteit op de financiële markten

Doordat het een breed scala van onderpand aanvaardt, was het onderpandskader van het Eurosysteem goed geplaatst om de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid te ondersteunen tijdens de aanhoudende onrust op de markten. Zoals blijkt uit de grafieken 42 en 43, vormde de toereikendheid van onderpand geen probleem voor het Eurosysteem, zelfs niet op het hoogtepunt van het uitstaande krediet tijdens de periode van onrust. Tegen deze achtergrond vergemakkelijkte het onderpandskader de toegang van een groot aantal tegenpartijen tot het centrale-bankgeld.

De ECB voert liquiditeitsverschaffende en liquiditeitsverkrappende “fine-tuning”-transacties uit op ad-hocbasis, teneinde de liquiditeitsverhoudingen in de markt te beheren en de rente te sturen. Het Eurosysteem heeft voor deze transacties een beperkt aantal tegenpartijen (127 eind 2007) geselecteerd die het meest actief zijn op de geldmarkt. In 2007 voerde de ECB 24 “fine-tuning”-transacties uit, waarvan er 18 plaatsvonden na 9 augustus, als gevolg van de onrust op de financiële markten. Ter vergelijking: in de periode van acht jaar tussen 1999 en 2006 werden 31 “fine-tuning”-transacties uitgevoerd. De zes transacties die werden uitgevoerd vóór 9 augustus waren bedoeld om het evenwicht in de liquiditeitsverhoudingen te herstellen op de

laatste dag van de aanhoudingsperiode, zoals gebruikelijk was sedert november 2004. Vier transacties waren liquiditeitsverkrappend en twee liquiditeitsverschaffend, wat de iets grotere kans weerspiegelt op een liquiditeitsoverschot na een toewijzing boven het standaardbedrag in de laatste BHT van de aanhoudingsperiode. Tweemaal kon het voorgenomen bedrag in een liquiditeitsverkrappende transactie niet worden bereikt, als gevolg van een ontoereikend inschrijvingsvolume. Het gebruik van “fine-tuning”-transacties aan het einde van de periode werd voortgezet na 9 augustus. De meeste “fine-tuning”-transacties na deze datum (14 in totaal) waren evenwel bedoeld om de met de beroering op de financiële markten gepaard gaande schommelingen in de

liquiditeitsverhoudingen en de daggeldrente tijdens de aanhoudingsperiode tegen te gaan (zie Kader 9).

PERMANENTE FACILITEITEN

De tegenpartijen kunnen op eigen initiatief gebruik maken van de twee permanente faciliteiten om zeer kortlopende liquiditeiten te verkrijgen tegen beleenbaar onderpand of om girale deposito's te plaatsen bij het Eurosysteem. Eind 2007 hadden 2.122 tegenpartijen toegang tot de marginale beleningsfaciliteit en 2.798 tegenpartijen hadden toegang tot de depositofaciliteit. De rente op deze faciliteiten, respectievelijk 100 basispunten boven en onder de minimale inschrijvingsrente voor de BHT's, vormt in principe een boven- en ondergrens voor de daggeldrente en speelt daarom een belangrijke rol in de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. In 2007 werd de marginale beleningsfaciliteit gebruikt voor een gemiddeld bedrag van €0,2 miljard en de depositofaciliteit voor €0,5 miljard per dag. Dat is een stijging met respectievelijk €0,1 en €0,3 miljard ten opzichte van het voorgaande jaar. De toename van het gemiddelde gebruik van de depositofaciliteit kan worden toegeschreven aan de ontwikkelingen van na 9 augustus.

BELEENBARE ACTIVA TEN BEHOEVE VAN DE MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

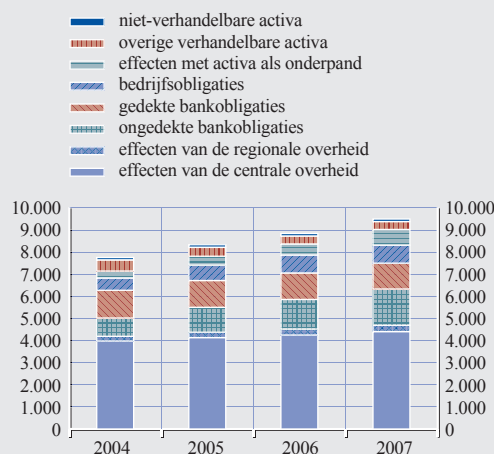
In overeenstemming met de centrale-bankpraktijk wereldwijd, moeten alle krediettransacties van het Eurosysteem gedekt worden door toereikend onderpand. Het begrip toereikendheid impliceert ten eerste dat het Eurosysteem gevrijwaard wordt van verliezen als gevolg van krediettransacties en ten tweede, dat voldoende onderpand beschikbaar moet zijn voor een groot aantal tegenpartijen, zodat het Eurosysteem het liquiditeitsbedrag kan verschaffen dat het noodzakelijk acht, zowel via monetaire-beleidstransacties als via betalingssysteemtransacties. Om een en ander te vergemakkelijken accepteert het Eurosysteem een breed scala van activa als onderpand. Dit bleek een stabiliserend effect uit te oefenen in de

aanhoudende onrust op de financiële markten, aangezien het ervoor zorgde dat de tegenpartijen konden beschikken over voldoende onderpand om deel te nemen aan de krediettransacties van het Eurosysteem.

In 2007 steeg het gemiddelde bedrag aan beleenbaar onderpand met 7,7% vergeleken met 2006, naar een totaal van €9.500 miljard (zie Grafiek 42). Overheidsschuld van in totaal €4.700 miljard vertegenwoordigde 49% van het geheel, terwijl de rest van het verhandelbare onderpand bestond uit ongedekte obligaties van de kredietinstellingen (€1.600 miljard ofwel 17%), gedekte obligaties van de kredietinstellingen (€1.200 miljard, of 12%), bedrijfsobligaties (€800 miljard, ofwel 9%), effecten met activa als onderpand (€700 miljard, ofwel 8%), en andere effecten, zoals door supranationale organisaties uitgegeven obligaties (€400 miljard, ofwel 4%). Bovendien werden sedert 1 januari 2007 niet-verhandelbare activa, voornamelijk kredietvorderingen (ook bankleningen genoemd), opgenomen in de enkelvoudige lijst van beleenbare activa. Aangezien de beleenbaarheid van deze activa niet wordt beoordeeld vóór hun acceptatie, kan het potentiële volume van dergelijke

Grafiek 42 Beleenbaar onderpand naar de verschillende types van activa

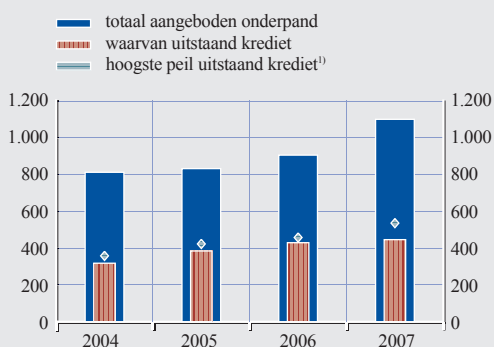
(miljarden euro's; jaargemiddelden)



Bron: ECB.

Grafiek 43 Voor krediettransacties van het Eurosysteem ingezet onderpand versus uitstaand krediet in monetaire-beleidstransacties

(miljarden euro's)

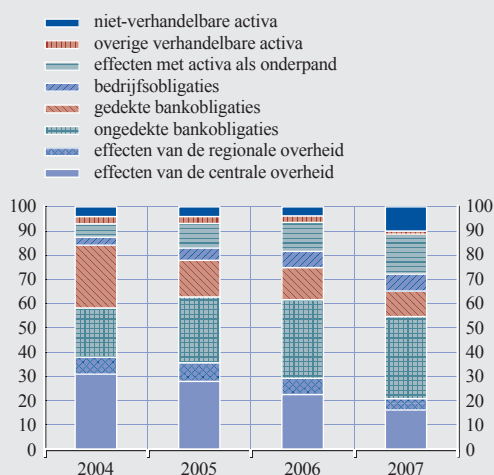


Bron: ECB.

1) Hoogste peil op jaarbasis van het uitstaande krediet voor monetaire-beleidstransacties.

Grafiek 44 Uitsplitsing van als onderpand gebruikte activa (met inbegrip van kredietvorderingen) naar type van activum

(procenten; jaargemiddelden)



Bron: ECB.

activa niet gemakkelijk worden gemeten. Het gebruik ervan beliep in 2007 €100 miljard, goed voor 1% van het totale beleenbare onderpand in het Eurosysteem.

De gemiddelde waarde van de verhandelbare en niet-verhandelbare activa die door de tegenpartijen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem werden aangehouden, nam aanzienlijk toe, van gemiddeld €906 miljard in 2006 tot €1.101 miljard in 2007. Deze stijging was voornamelijk toe te schrijven aan het feit dat de tegenpartijen grote extra bedragen aan onderpand aanboden bij het Eurosysteem na het uitbreken van de onrust op de financiële markten in augustus (zie Grafiek 43). Zoals de vergelijking tussen het onderpand en het uitstaande krediet aan de tegenpartijen van het Eurosysteem aangeeft, bleef het gedeelte van het aangeboden onderpand dat niet werd gebruikt om krediet uit monetaire-beleidstransacties te dekken hoog. Dit duidt erop dat de toereikendheid van onderpand in de nasleep van de financiële beroering geen belemmering vormde voor de tegenpartijen van het Eurosysteem.

Met betrekking tot de verschillende types van activa die bij het Eurosysteem als onderpand worden aangeboden, daalde het jaarlijkse gemiddelde aandeel van de obligaties van de centrale overheid van 23% in 2006 tot 15% in 2007. Ongedekte obligaties van kredietinstellingen bleven de grootste categorie van activa die bij het Eurosysteem werden aangeboden (gemiddeld 33% in 2007). Het gemiddelde aandeel van de activa met effecten als onderpand nam toe van 12% in 2006 tot 16% in 2007.

Nadat niet-verhandelbare activa op 1 januari 2007 in heel het eurogebied in het onderpandskader van de krediettransacties van het Eurosysteem werden opgenomen, begonnen de tegenpartijen deze extra bron van onderpand te gebruiken. Op jaarbasis vertegenwoordigde deze groep van activa gemiddeld 10% van het totale bedrag van aangeboden onderpand, tegen 4% in 2006 (zie Grafiek 44). Het aantal kredietvorderingen waarvan de kredietwaardigheid kon worden geraamd bleef in 2007 beperkt (zie het gedeelte over de problemen inzake risicobeheer). Het potentieel van deze extra bron van onderpand kon derhalve nog niet volledig worden benut.

Op 24 mei 2007 keurde de Raad van Bestuur de volgende twee kleine aanpassingen goed aan het onderpandskader:

- De kalender voor de uitfasering van verhandelbare activa op de tweede lijst die beleenbaar zijn als onderpand voor krediettransacties van het eurosysteem werd gewijzigd².
- De criteria inzake vestiging voor activa die beleenbaar zijn als onderpand voor krediettransacties van het eurosysteem werden verder verfijnd³.

PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER

Het Eurosysteem beperkt het risico dat een tegenpartij in een krediettransactie van het Eurosysteem in gebreke blijft door de tegenpartijen te verplichten toereikend onderpand aan te bieden. Desondanks kan het Eurosysteem nog steeds worden blootgesteld aan een aantal financiële risico's wanneer een tegenpartij haar verplichtingen niet nakomt. Deze risico's omvatten het kredietrisico dat verbonden is met het geaccepteerde onderpand en het markt- en liquiditeitsrisico ten gevolge van een ongunstig beloop van de prijs van het onderpand tijdens de verrekeningsperiode na het in gebreke blijven van een tegenpartij. Om deze risico's terug te brengen tot aanvaardbare niveaus, hanteert het Eurosysteem strenge kredietnormen voor als onderpand geaccepteerde activa, waardeert het dagelijks het onderpand en neemt het passende risicobeheersingsmaatregelen. De financiële risico's in krediettransacties worden gekwantificeerd en gerapporteerd aan de besluitvormende organen van de ECB.

Om te garanderen dat aan de strenge kredietnormen voor onderpand wordt voldaan, heeft het Eurosysteem een reeks procedures, reglementen en technieken uitgewerkt die samen het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem vormen. De kredietkwaliteitsdrempel voor het onderpand dat beleenbaar is voor krediettransacties van het Eurosysteem wordt in het kredietbeoordelingskader gedefinieerd als

een "single A"-rating⁴. Het kader voorziet in een aantal alternatieve kredietbeoordelingsbronnen. De opname van niet-verhandelbare activa in het onderpandskader van het Eurosysteem in heel het eurogebied op 1 januari 2007 ging gepaard met het eerste, zij het nog beperkte gebruik door de tegenpartijen van op interne ratings gebaseerde systemen als nieuwe bron van kredietbeoordeling. Als gevolg van het beperkte gebruik van de op interne ratings gebaseerde systemen, waren de meeste kredietvorderingen die op 1 januari 2007 beleenbaar waren geworden en daarna bij het Eurosysteem werden aangeboden vorderingen op de overheidssector waarvoor een impliciete kredietbeoordeling wordt afgeleid van de rating van het land waar de debiteur of garant van de kredietvordering is gevestigd.

In 2007 werd het kredietbeoordelingskader op een aantal punten aangevuld. Krachtens een besluit van de Raad van Bestuur van 19 oktober 2007, wordt de kredietbeoordelaar DBRS sedert 1 januari 2008 gebruikt als extra externe bron voor kredietbeoordeling binnen het kredietbeoordelingskader. De Raad van Bestuur besliste in 2007 eveneens dat gedekte bankobligaties die strikt voldoen aan de criteria in Artikel 22, lid 4, van de Richtlijn betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE-richtlijn) en die werden uitgegeven

2 Verhandelbare activa die zijn uitgegeven vóór 31 mei 2007 en worden verhandeld op niet-gereguleerde markten die thans voldoen aan de Eurosysteem-vereisten betreffende veiligheid en toegankelijkheid, maar niet aan die betreffende transparantie, zullen beleenbaar blijven tot en met 31 december 2009 en daarna niet-beleenbaar worden.

3 Als gevolg van de voltooiing van het enkelvoudige onderpandskader op 1 januari 2007, heeft het Eurosysteem aangegeven dat, met uitzondering van internationale of supranationale instellingen, emittenten van verhandelbare activa die beleenbaar zijn voor krediettransacties van het Eurosysteem, hetzij gevestigd moeten zijn in de EER (Europese Economische Ruimte) of in een van de vier G10-landen die niet tot de EER behoren (Canada, Japan, Zwitserland en de Verenigde Staten). Activa die na 1 januari 2007 worden uitgegeven door buiten de EER of de niet tot de EER behorende G10-landen gevestigde entiteiten zijn niet-beleenbaar, ongeacht of er een garantie van een in de EER gevestigde entiteit beschikbaar is. Activa die vóór 1 januari 2007 zijn uitgegeven zullen echter tot en met 31 december 2011 beleenbaar blijven en pas na laatstgenoemde datum niet-beleenbaar worden.

4 "Single A" betekent minimaal een langetermijnrating "A-" door Fitch of Standard & Poor's, "A3" door Moody's of "AL" door DBRS.

na 1 januari 2008 aan dezelfde vereisten inzake kredietbeoordeling zullen worden onderworpen als de andere verhandelbare activa.

1.2 VALUTATRANSACTIES

In 2007 ondernam het Eurosysteem geen interventies om beleidsredenen op de valutamarkt. De valutatransacties van de ECB hielden uitsluitend verband met investeringsactiviteiten. Voorts verrichtte de ECB geen valutatransacties in niet tot het eurogebied behorende valuta's die deelnemen aan het ERM II. In 2007 werd 18 keer gebruik gemaakt van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het IMF. Krachtens deze overeenkomst kan het IMF namens de ECB transacties in bijzondere trekkingsrechten (SDR-special drawing rights) initiëren met andere houders van bijzondere trekkingsrechten.

Tegen de achtergrond van de volatiliteit op de financiële markten in 2007, voerde het Eurosysteem ook twee transacties uit in het kader van de "US dollar Term Auction Facility" van het Federal Reserve System. In beide gevallen werd een bedrag van USD 10 miljard verschafte aan de tegenpartijen van het Eurosysteem (zie Kader 9 voor meer bijzonderheden).

1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

De investeringsactiviteiten van de ECB zijn zodanig georganiseerd dat er geen vertrouwelijke informatie over het centrale-bankbeleid kan worden gebruikt bij het nemen van de investeringsbeslissingen. Een reeks regels en procedures, bekend als de *Chinese Wall*, schermt de zich met operationele investeringen bezighoudende eenheden af van de andere afdelingen.

BEHEER VAN EXTERNE RESERVES

De deviezenportefeuille van de ECB werd oorspronkelijk samengesteld door overdrachten van externe reserves van de NCB's van het

eurogebied. De samenstelling van de portefeuille doorheen de tijd weerspiegelt veranderingen in de marktwaarde van de geïnvesteerde activa, alsook valuta- en goudtransacties van de ECB. Het beheer van de externe reserves van de ECB strekt er op de eerste plaats toe te waarborgen dat de ECB te allen tijde kan beschikken over een toereikend bedrag aan liquide middelen voor het verrichten van valutabeleidstransacties met betrekking tot niet-EU-valuta's. De doelstellingen voor het beheer van de externe reserves van de ECB zijn, in volgorde van belang, liquiditeit, veiligheid en rendement.

De deviezenportefeuille van de ECB bestaat uit Amerikaanse dollars, Japanse yen, goud en speciale trekkingsrechten. De reserves in Amerikaanse dollar en Japanse yen worden actief beheerd door de ECB en de NCB's van het eurogebied, als gevolmachtigden van de ECB. Sedert januari 2006 is een "currency specialisation model" van kracht om de efficiëntie van de investeringstransacties van het Eurosysteem te vergroten. Volgens dit model wordt elke NCB in de regel een aandeel toegewezen in ofwel de Amerikaanse-dollarportefeuille ofwel de Japanse-yenportefeuille, met thans twee NCB's die er twee beheren⁵. In januari 2007 voegden twee NCB's (Banka Slovenije en de Banque centrale du Luxembourg) hun operationele activiteiten samen voor het beheer van hun gedeelte van de deviezenreserves van de ECB. In januari 2008 traden twee andere pooling-systemen in werking, met de intrede van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta in het Eurosysteem (zie Hoofdstuk 3).

In 2007 verkocht de ECB in totaal ongeveer 79 ton goud. Deze goudverkopen waren volledig in overeenstemming met de goudovereenkomst tussen de centrale banken van 27 september 2004, die door de ECB werd ondertekend. Het grootste gedeelte van de opbrengst van de goudverkopen werd toegevoegd

⁵ Voor meer gegevens, zie het artikel getiteld "Portfolio management at the ECB" in het ECB Maandbericht van april 2006.

aan de portefeuille in Japanse yen en, in mindere mate, aan de portefeuille in Amerikaanse dollar.

De waarde van de netto externe reserves⁶ van de ECB tegen huidige wisselkoersen en marktprijzen steeg van €42,3 miljard aan het einde van 2006 tot €42,8 miljard eind 2007, waarvan €32,1 miljard luidde in vreemde valuta - de Japanse yen en de Amerikaanse dollar - en €10,7 miljard in goud en SDR's. Op basis van de wisselkoersen van eind 2007 vertegenwoordigden in Amerikaanse dollar luidende activa 79,7% van de deviezenreserves en bestond de overige 20,3% uit in Japanse yen luidende activa. De meest fundamentele verandering in 2007 werd derhalve opgetekend in de marktwaarde van goud en SDR's, die toenam tot €10,7 miljard, tegen €10,3 miljard in 2006, vooral als gevolg van de appreciatie van goud met zowat 18%, uitgedrukt in euro. De marktwaarde van de vreemde valuta's in de portefeuille bleef in 2007 vrijwel onveranderd, aangezien de depreciatie van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen ten opzichte van de euro gecompenseerd werd door de positieve nettorendementen (met inbegrip van kapitaalwinsten en rentebaten) uit portefeuillebeheeractiviteiten en de opbrengsten van de goudverkoop door de ECB.

In 2007 werd de lijst van beleenbare instrumenten waarin de externe reserves van de ECB kunnen worden belegd, uitgebreid met renteswaps. Bovendien werd flinke vooruitgang geboekt bij het proefproject voor het opzetten van een *automatic securities lending programme* voor de in Amerikaanse dollar luidende activa van de ECB. Verwacht wordt dat het project in de loop van 2008 ten uitvoer zal worden gelegd.

BEHEER VAN HET EIGEN VERMOGEN

De eigen-vermogenportefeuille van de ECB bestaat uit de belegde tegenwaarde van het volgestorte kapitaal van de ECB, evenals bedragen die van tijd tot tijd worden aangehouden in haar algemeen reservefonds en haar voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's. De bedoeling van

deze portefeuille is de ECB inkomsten te verschaffen om haar operationele uitgaven te dekken. Het beheer ervan moet het verwachte rendement maximaliseren, rekening houdend met een *no-loss constraint* op een bepaald betrouwbaarheidsniveau. De portefeuille belegt in in euro luidende activa.

De waarde van de portefeuille tegen huidige marktprijzen groeide van €7,5 miljard eind 2006 naar €9,3 miljard eind 2007. Het grootste deel van de stijging in marktwaarde was het gevolg van de investering van de in 2005 door de ECB gecreëerde voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico in de eigen-vermogenportefeuille. Beleggingsrendementen droegen eveneens positief bij aan de stijging in marktwaarde.

In de loop van het jaar werden leningen met variabele rente toegevoegd aan de beleggingsalternatieven die ter beschikking staan voor het beheer van deze portefeuille. Bovendien werd de lijst van in aanmerking komende emittenten van gedekte obligaties en obligaties zonder onderpand verder uitgebreid.

PROBLEMEN INZAKE RISICIBEHEER

De financiële risico's waaraan de ECB bij haar investeringsactiviteiten is blootgesteld worden nauwlettend gevolgd en gemeten, teneinde ze binnen de door de besluitvormende organen van de ECB vastgelegde niveaus te houden. Daartoe bestaat een gedetailleerde limietstructuur en worden de limieten dagelijks gecontroleerd. Alle belanghebbenden worden via regelmatige verslaggeving op de hoogte gehouden van het niveau van deze risico's.

In 2007 voerde de ECB haar vermogen inzake risicobeheersing verder op door haar IT-systemen te verbeteren en te actualiseren. De verbeteringen houden in dat vele taken op het

⁶ De netto externe reserves worden berekend als officiële reserves, plus door ingezetenen aangehouden deposito's in buitenlandse valuta, min toekomstige vaststaande aanspraken op deviezenreserves als gevolg van repo- en termijntransacties. Voor gedetailleerde informatie over de gegevensbronnen, zie <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>

vlak van controle, meting en rapportage van risico's kunnen worden geautomatiseerd binnen een robuuste en flexibele infrastructuur. Bovendien werd een resultatenanalysekader op basis van modellen ontwikkeld, waarmee een relatie kan worden gelegd tussen de resultaten van een portefeuille en de blootstelling aan afzonderlijke risicofactoren. Ten slotte, gelet op het feit dat de technieken voor kredietrisicobeheersing aan belang winnen binnen de gemeenschap van centrale banken, zat de ECB een speciale Task Force voor van het *Market Operations Committee*, die een comparatieve analyse uitvoerde van de door de centrale banken van het Eurosysteem gebruikte kredietrisicomodellen voor portefeuilles. De resultaten van deze analyse werden gepubliceerd in de reeks Occasional Papers van de ECB⁷.

Een van de indicatoren die worden gebruikt om het marktrisico te volgen is de Value-at-Risk (VaR)-methode, die het maximale verlies definieert dat een activaportefeuille met een bepaalde waarschijnlijkheid aan het einde van een specifieke periode zal lijden. De waarde van deze indicator hangt af van een reeks parameters die voor de berekening worden gebruikt, meer bepaald het betrouwbaarheidsniveau, de duur van de periode en het staal dat wordt gebruikt om de volatiliteit van de activaprijzen te ramen. Ter illustratie, een berekening van deze indicator voor de beleggingsportefeuille van de ECB, met als parameters een betrouwbaarheidsniveau van 95%, een tijdshorizon van een jaar en een staal van een jaar voor de volatiliteit van de activaprijzen, zou resulteren in een VaR van €3.500 miljoen. De berekening van dezelfde indicator met een steekproef van vijf in plaats van één jaar zou resulteren in een VaR van €4.800 miljoen. Het grootste gedeelte van dit marktrisico houdt verband met valuta- en goudprijsrisico's. Het lage renterisico is het gevolg van het feit dat de gewijzigde duration van de beleggingsportefeuilles van de ECB relatief laag bleef.



7 Voor meer bijzonderheden, zie "The use of portfolio credit risk models in central banks" door de Task Force van het Comité Markttransacties van het ESCB, ECB Occasional Paper nr. 64, juli 2007.

2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Het Eurosysteem heeft de statutaire taak om de goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen. Het belangrijkste instrument voor het vervullen van die taak bestaat – naast het uitoefenen van toezicht (zie Hoofdstuk 4, Paragraaf 4) – uit het bieden van faciliteiten ter waarborging van efficiënte en gedegen clearing- en betalingssystemen. Daartoe heeft het Eurosysteem TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) ontwikkeld voor grote en spoedeisende betalingen in euro. Het technisch gedecentraliseerde TARGET-systeem wordt geleidelijk vervangen door het TARGET2-systeem, dat is gebaseerd op een gemeenschappelijk platform waarvan alle deelnemers gebruik maken. Een eerste groep gebruikers is op 19 november 2007 op TARGET2 overgegaan.

Met betrekking tot het onderpandbeheer wordt door het Eurosysteem en de markt een aantal kanalen geboden om het gebruik van onderpand over de nationale grenzen heen te vergemakkelijken. Voorts is het Eurosysteem, tezamen met marktdeelnemers, doende de gebruikerseisen op te stellen voor het leveren van diensten op het gebied van effectenafwikkeling in centrale-bankgeld via een gemeenschappelijk Europees platform met geharmoniseerde processen en procedures (TARGET2-Securities). Door de tenuitvoerlegging van dit initiatief kan worden bewerkstelligd dat er binnen het eurogebied geen verschil meer zal bestaan tussen binnenlandse en grensoverschrijdende afwikkeling van effectentransacties.

2.1 TARGET

TARGET speelt een belangrijke rol bij de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid en de goede functionering van de eurogeldmarkt. Vanwege de door het systeem geboden real-time verrekening in centrale-bankgeld en de brede marktdekking wordt TARGET ook gebruikt voor een verscheidenheid aan andere betalingen. TARGET kan worden gebruikt voor alle in euro

luidende overboekingen tussen aangesloten banken, waarbij ten aanzien van het bedrag geen boven- of ondergrens geldt. Dergelijke overboekingen kunnen zowel worden verricht tussen banken binnen dezelfde lidstaat (binnenlandse betalingen) als tussen banken in verschillende lidstaten (grensoverschrijdende betalingen).

TARGET heeft in 2007 soepel gefunctioneerd, waarbij wederom een groter aantal betalingen in euro is verwerkt. Dit spoort met de beleidsdoelstelling van het Eurosysteem om verrekening in centrale-bankgeld te bevorderen als een uitzonderlijk veilige manier van betalen. In 2007 werd 89% van de totale omzet aan grote betalingen in euro via TARGET verwerkt. De invoering van TARGET2 op 19 november 2007 is ook zeer soepel verlopen (zie Paragraaf 2.2 in dit Hoofdstuk).

Ongeveer 9.300 banken, met inbegrip van bijkantoren en dochterinstellingen, maken gebruik van TARGET voor het verrichten van

Tabel 12 Betalingsverkeer in TARGET¹

Aantal betalingen	2006	2007	Mutatie (%)
Totaal algemeen			
Totaal	83.179.996	93.375.701	
Daggemiddelde	326.196	366.179	12,3
Binnenlands²			
Totaal	64.162.211	72.574.446	
Daggemiddelde	251.617	284.606	13,1
Grensoverschrijdend			
Totaal	19.017.785	20.801.255	
Daggemiddelde	74.580	81.574	9,4
Bedrag (EUR miljard)			
Totaal algemeen			
Totaal	533.541	616.731	
Daggemiddelde	2.092	2.419	15,6
Binnenlands²			
Totaal	348.764	395.412	
Daggemiddelde	1.368	1.551	13,4
Grensoverschrijdend			
Totaal	184.777	221.319	
Daggemiddelde	725	868	19,7

Bron: ECB.
 1) 255 werkdagen in 2006 en 2007.
 2) Met inbegrip van het betalingsverkeer van deelnemers op afstand.

betalingen hetzij voor eigen rekening hetzij ten behoeve van hun cliënten. In totaal kunnen rond 52.000 instellingen, waaronder vooral bijkantoren van deelnemers, via TARGET worden bereikt met behulp van een Bank Identifier Code.

DOOR TARGET VERWERKTE TRANSACTIES

In 2007 zijn de gemiddeld door TARGET per dag verwerkte betalingen in aantal met 12,3% en in waarde met 15,6% toegenomen. In Tabel 12 wordt een overzicht gegeven van het door TARGET in 2007 verwerkte betalingsverkeer, waarbij ook een vergelijking wordt gemaakt met het voorgaande jaar. In 2007 bereikte de algehele beschikbaarheid van TARGET, d.w.z. de tijd dat TARGET gedurende de openingstijden door de deelnemers zonder incidenten kon worden gebruikt, een niveau van 99,90%. Van de grensoverschrijdende betalingen werd 97,9% binnen vijf minuten verwerkt.

NOODVOORZIENINGEN BINNEN TARGET VOOR STELSELKRITISCHE BETALINGEN

Als gevolg van de centrale rol die TARGET binnen de markt speelt en de door het systeem geboden brede marktdekking, is het voor een betrouwbare en soepele werking ervan van essentieel belang dat een gedegen bescherming wordt geboden tegen een groot aantal bedreigingen. Het is van het allergrootste belang dat stelselkritische betalingen – betalingen die, als ze niet tijdig worden verwerkt, een systeemrisico met zich meebrengen, met name de verrekeningstransacties uit het Continuous Linked Settlement (CLS)-systeem en EURO1 (zie Hoofdstuk 4, Paragraaf 4.1), alsmede margestortingen voor centrale tegenpartijen – onverwijld worden uitgevoerd, ook onder abnormale omstandigheden. Het Eurosysteem heeft noodvoorzieningen getroffen om te waarborgen dat dergelijke betalingen op ordelijke wijze worden verwerkt, ook als TARGET niet zou functioneren. In 2007 is door centrale banken een aantal proeven uitgevoerd (veelal met inschakeling van commerciële banken), waarbij de goede werking van de noodvoorzieningen binnen TARGET is

vastgesteld. De proeven hebben uitgewezen dat het Eurosysteem goed in staat is te waarborgen dat de betalingssystemen en de financiële markten in een crisissituatie zonder problemen blijven functioneren.

AANSLUITING OP TARGET VAN DE NATIONALE CENTRALE BANKEN VAN DE LIDSTATEN DIE IN 2004 EN 2007 TOT DE EU ZIJN TOEGETREDEN

In oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, na de uitbreiding van de EU in 2004, de nationale centrale banken van de nieuwe lidstaten de mogelijkheid – maar niet de verplichting – zouden krijgen tot aansluiting op het toenmalige TARGET-systeem. Narodowy Bank Polski en Eesti Pank hebben hun RTGS-systemen in respectievelijk 2005 en 2006 op TARGET aangesloten via het RTGS-systeem van de Banca d'Italia. Met betrekking tot de toetreding van Slovenië tot het eurogebied in januari 2007 heeft de Banka Slovenije uit doelmatigheidsoverwegingen besloten geen eigen RTGS-systeem te ontwikkelen, maar om voor de aansluiting op TARGET gebruik te maken van het RTGS-systeem van de Deutsche Bundesbank. Toen TARGET2 in november 2007 in gebruik werd genomen, zijn Cyprus, Letland, Litouwen en Malta gebruik gaan maken van het gemeenschappelijke platform van TARGET2.

BETREKKINGEN MET GEBRUIKERS VAN TARGET EN BEHEERDERS VAN RTGS-SYSTEMEN IN ANDERE MUNTGEBIEDEN

Het ESCB onderhoudt nauwe betrekkingen met de gebruikers van TARGET om te waarborgen dat aan de wensen van deze gebruikers terdege aandacht wordt geschonken en dat daaraan op passende wijze wordt tegemoetgekomen. Evenals in voorgaande jaren zijn in 2007 regelmatig bijeenkomsten gehouden tussen de aan TARGET gekoppelde nationale centrale banken en de nationale TARGET-gebruikersgroepen. Daarnaast hebben gezamenlijke bijeenkomsten plaatsgehad van de TARGET2-Werkgroep van het ESCB en de TARGET-Werkgroep van het Europese bankwezen om te spreken over operationele onderwerpen met betrekking tot TARGET en over de implementatie van en de migratie naar TARGET2. Strategische

onderwerpen zijn behandeld in de Contact Group on Euro Payments Strategy, waarin hoge functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben. Het Eurosysteem heeft in 2007 als beheerder van het qua verwerkte bedragen grootste RTGS-systeem ter wereld nauwe contacten onderhouden met de beheerders van dergelijke systemen in andere belangrijke muntgebieden. Door de toenemende gemeenschappelijke belangen, onder meer als gevolg van de activiteiten in het kader van Continuous Linked Settlement (CLS), is de behoefte ontstaan aan gezamenlijk overleg over operationele aangelegenheden.

2.2 TARGET2

Het TARGET2-systeem is op 19 november 2007 in gebruik genomen toen een eerste groep landen (Duitsland, Cyprus, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Oostenrijk en Slovenië) op het gemeenschappelijke platform is overgegaan. De tweede groep landen (België, Ierland, Spanje, Frankrijk, Nederland, Portugal en Finland) is op 18 februari 2008 op TARGET2 overgegaan. De derde en laatste groep (bestaande uit Denemarken, Estland, Griekenland, Italië, Portugal en de ECB) zal dat op 19 mei 2008 doen.

De start van TARGET2 is zeer goed verlopen. Het gemeenschappelijke platform (namens het Eurosysteem beheerd door de Banque de France, de Banca d'Italia en de Deutsche Bundesbank) bereikte een zeer hoog prestatieniveau. Ook de technische communicatie met de nog resterende TARGET-componenten functioneerde goed. Met de eerste groep landen is van het totale TARGET-verkeer zo'n 50% qua aantal en 30% qua bedrag naar TARGET2 overgegaan. Met de overgang van de tweede groep zijn deze aandelen beide tot rond 80% gestegen. Met de ingebruikneming van TARGET2 is het nu mogelijk zowel interbancaire automatische incasso's als overboekingen te verwerken. Bovendien is het met TARGET2 voor systemen van derden ook mogelijk op het gemeenschappelijke platform tot rechtstreekse

afwikkeling te komen. Elke deelnemer kan in beginsel via één enkele centrale-bankrekening in TARGET2 met elk systeem van derden tot verrekening in geld komen.

Met het oog op de ingebruikneming van TARGET2 is gedurende geheel 2007 gewerkt aan het voltooiën van de operationele en juridische kaders. Met name zijn daarbij met toekomstige gebruikers het testen van en de migratie naar het nieuwe systeem zorgvuldig voorbereid en uitgevoerd. In de periode februari-april 2007 zijn tests uitgevoerd om vast te stellen of het gemeenschappelijke platform van TARGET2 voldeed aan de door het Eurosysteem in samenwerking met gebruikers vastgestelde systeemspecificaties (algemene functiespecificaties en gedetailleerde gebruikersfunctiespecificaties). Met het testen met inschakeling van gebruikers van TARGET2 is conform de planning op 2 mei 2007 begonnen; van de resultaten is regelmatig verslag gedaan in statusrapporten. Deze tests boden ook een goede mogelijkheid om de planning voor de overgangsweekeinden kritisch te bezien. Op 29 en 30 september 2007 is met alle nationale centrale banken een volledige "generale repetitie" gehouden voor het eerste overgangsweekeinde. Op 9 november 2007 heeft het Eurosysteem, na de geslaagde tests, in een persbericht bekendgemaakt dat het nationale bankwezen in de eerste groep landen gereed was voor de overgang en daarbij bevestigd dat het nieuwe systeem conform de planning op 19 november 2007 in gebruik zou worden genomen.

Op 22 juni 2007 heeft de Raad van Bestuur het vierde voortgangsverslag over TARGET2 gepubliceerd. Dit verslag had ten doel de marktdeelnemers op de hoogte te brengen van de besluiten van het Eurosysteem met betrekking tot nog uitstaande onderwerpen aangaande de tarifiering, alsmede van de vaststelling van het TARGET2-Richtsnoer; ook werden daarin enkele eerdere besluiten nader aangepast. In het verslag was ook de uiteindelijke versie van de algemene functiespecificaties opgenomen en werd informatie verschaft over

juridische aangelegenheden, over recente wijzigingen in de beoogde functionaliteit van het gemeenschappelijke platform, en over de werkzaamheden met betrekking tot het testen en de migratie.

Vervolgens heeft de Raad van Bestuur op 29 oktober 2007 het vijfde voortgangsverslag over TARGET2 gepubliceerd, waarin de marktdeelnemers op de hoogte werden gesteld van de besluiten van het Eurosysteem over nog resterende operationele onderwerpen. In het verslag was tevens een informatiebulletin voor gebruikers van TARGET2 opgenomen alsmede een informatiebulletin over de tarieven binnen TARGET2 voor gebruikers.

In het informatiebulletin voor gebruikers van TARGET2 wordt aan banken en systemen van derden die van TARGET2 gebruik maken een standaardpakket informatie geboden om de deelnemers in staat te stellen zich een beter begrip te vormen van de algehele werking van TARGET2, zodat deze daarvan zo doelmatig mogelijk gebruik kunnen maken. In het bulletin wordt antwoord gegeven op de meest gestelde vragen met betrekking tot TARGET2 en wordt met name getracht aan gebruikers een helder beeld te verschaffen van de kenmerken die gemeenschappelijk zijn en die welke landspecifiek zijn. Voorts bevat het bulletin informatie over de operationele procedures die gelden in normale en meer in het bijzonder abnormale situaties.

In het informatiebulletin over de tarieven binnen TARGET2 wordt aan gebruikers een uitgebreid overzicht geboden van de tarieven met betrekking tot TARGET2 (kerndiensten, poolen van liquiditeit en diensten van derdensystemen) en wordt gedetailleerd ingegaan op de grondslagen van de voor de verschillende transacties in rekening te brengen tarieven en op de te factureren instellingen.

In aanvulling op deze voortgangsverslagen en op de nauwe samenwerking met gebruikers met betrekking tot het testen en de overgang, zijn gebruikers over de geboekte voortgang

geïnformeerd via de aan TARGET2 gewijde websites van de ECB en de nationale centrale banken. De op de websites geboden informatie betrof de volgende onderwerpen:

- Gedurende 2007 is een gebruikersgericht plan met betrekking tot TARGET2 opgesteld en regelmatig bijgewerkt als hulpmiddel bij de interne planning van gebruikers en de afstemming daarvan op de planning van het Eurosysteem.
- In de loop van 2007 zijn op nationaal niveau regelmatig workshops met gebruikers gehouden. Daarnaast is op 14 juni 2007 bij de ECB een TARGET2-informatiebijeenkomst voor gebruikers gehouden op Europees niveau.
- Het TARGET2-Richtsnoer is op 26 april 2007 door de Raad van Bestuur vastgesteld en vervolgens op 11 juni 2007 in alle officiële talen van de EU gepubliceerd. Het Richtsnoer geldt voor de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan (nationale centrale banken van het Eurosysteem) en ook, op basis van een afzonderlijke overeenkomst, voor de nationale centrale banken van niet aan het eurogebied deelnemende lidstaten die op TARGET2 zijn of zullen worden aangesloten (aangesloten nationale centrale banken). In Bijlage II bij het Richtsnoer zijn de geharmoniseerde voorwaarden voor deelname aan TARGET2 opgenomen, die moeten worden uitgewerkt in de TARGET2-documentatie van alle deelnemende en aangesloten nationale centrale banken. Het Richtsnoer is gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie van 8 september 2007 en kan ook in alle talen van de EU worden geraadpleegd op de website van de ECB.
- De nationale migratieprofielen en de profielen voor de systemen van derden zijn gedurende het jaar regelmatig bijgewerkt. In deze profielen wordt voor elke centrale bank aangegeven welke modules van het

gemeenschappelijke platform zullen worden gebruikt en hoe de systemen van derden na de migratie naar TARGET2 zullen verevenen.

- De uiteindelijke versie van het gebruikershandboek voor de informatie- en besturingsmodule van het gemeenschappelijke platform is op 2 november gepubliceerd, terwijl de uiteindelijke versies van de gedetailleerde gebruikersfunctiespecificaties (boeken 1, 2 en 4 over XML-boodschappen en de daarmee corresponderende XML-bestanden) op 9 oktober 2007 zijn gepubliceerd.

2.3 TARGET2-SECURITIES

Het doel van het TARGET2-Securities-initiatief (T2S) is te komen tot een geharmoniseerde en doelmatige afwikkeling van effectentransacties in centrale-bankgeld in euro, door de effectenafwikkeling en de geldafwikkeling in euro in een gemeenschappelijk platform onder te brengen. Met een dergelijk systeem zou er binnen het eurogebied bij de deelnemende centrale effectenbewaarinstellingen geen verschil meer bestaan tussen binnenlandse en grensoverschrijdende afwikkeling van effectentransacties. Het systeem zou derhalve werken als katalysator bij de integratie en de harmonisatie van de financiële dienstverlening binnen Europa voor de afwikkeling van handelsactiviteiten. T2S zou ook de concurrentie bevorderen doordat het systeem een gelijke, goedkopere en geharmoniseerde toegang zou bieden tot afwikkelingsdiensten binnen de Europese financiële markt.

Op 8 maart 2007 heeft de Raad van Bestuur de haalbaarheid van T2S¹ positief beoordeeld en besloten de volgende fase van het project in gang te zetten, bestaande uit de vaststelling van de gebruikerseisen voor T2S, en zulks te doen in volledige openheid en in samenwerking met marktdeelnemers, waaronder met name centrale effectenbewaarinstellingen en hun cliënten. Op 26 april 2007 heeft de Raad van Bestuur de eerste openbare consultatie gestart over de

algemene T2S-beginselen en de voorstellen voor de vaststelling van de aard en de omvang van T2S, en de totstandbrenging van een kader goedgekeurd voor de organisatie en de bestuurlijke structuur voor de voorbereiding van de gebruikerseisen voor T2S. De Adviesgroep – met de opdracht de gebruikerseisen vast te stellen – heeft het werk verdeeld over zes verschillende technische groepen die zich elk richten op specifieke technische onderdelen van de afwikkeling. De Adviesgroep en de technische groepen zijn in de vroege zomer van 2007 met hun werkzaamheden begonnen en hebben in totaal zeven “miniconsultaties” gehouden waarbij is gevraagd om bijdragen van nationale gebruikersgroepen en Europese overkoepelende organisaties om aldus gebruik te kunnen maken van de schat aan kennis en ervaring die in de verschillende marktsegmenten is opgebouwd. De bevindingen en de in de voortgangsrapporten vervatte informatie zijn gedurende drie in juni, augustus en november 2007 gehouden informatiebijeenkomsten met de marktdeelnemers gedeeld. Alle documenten met betrekking tot T2S, waaronder miniconsultaties, nieuwsbrieven, voortgangsrapporten, agenda’s en samenvattingen van vergaderingen, zijn beschikbaar op de website van de ECB. In totaal omvat de bestuurlijke structuur voor het T2S-project gedurende deze fase ruim 188 personen uit 77 organisaties², waardoor wordt gewaarborgd dat aan alle door de marktdeelnemers gewenste gebruikerseisen en functionaliteiten aandacht wordt besteed en dat deze, waar dat nodig is, in het project worden opgenomen. De Adviesgroep, die rechtstreeks aan de Raad van Bestuur rapporteert, heeft de eerste conceptversie van de gebruikerseisen voor T2S in december 2007 voltooid.

Op 8 maart 2007 heeft de Raad van Bestuur tevens besloten dat T2S volledig in eigendom en beheer van het Eurosysteem zal worden

1 De haalbaarheidsstudie, die betrekking had op operationele, technische, juridische en economische aspecten van het project, is gepubliceerd op de website van de ECB.

2 Hierin zijn alle centrale effectenbewaarinstellingen begrepen die in euro afwikkelen alsmede 33 banken met een bewaarmemingsfunctie.

geëxploiteerd op het TARGET2-platform om aldus de synergievoordelen ten volle te kunnen benutten. Kredietinstellingen zullen alle effecten en centrale-bankgeld op één enkel platform kunnen samenbrengen, in plaats van deze te verdelen over en toe te wijzen aan verschillende onafhankelijke nationale platforms, en zullen derhalve kunnen profiteren van de synergie tussen TARGET2 en T2S. Dit zal leiden tot een hogere doelmatigheid bij het onderpandbeheer. T2S zal het ook mogelijk maken effecten en centrale-bankgeld weer sneller te hergebruiken, wat voordelen oplevert voor de marktdeelnemers. Vier nationale centrale banken uit het eurogebied (de Deutsche Bundesbank, de Banco de España, de Banque de France en de Banca d'Italia) zijn bereid T2S te ontwikkelen en te exploiteren.

Overheidsinstellingen, zoals het Europees Parlement, de Ecofin-Raad en de Europese Commissie zijn in de loop van 2007 regelmatig geïnformeerd over de meest recente ontwikkelingen met betrekking tot het T2S-initiatief en hebben hun steun voor het project uitgesproken.

Met betrekking tot de juridische aspecten is in 2007 een uitgebreide inventarisatie gehouden van alle EU-wetgeving en nationale wetgeving alsmede andere nationale regelingen en usances die van invloed kunnen zijn op de juridische haalbaarheid van T2S. Daarbij is aandacht besteed aan afwikkelingsprocedures en aan eisen ten aanzien van gegevensopslag, verslaggeving en accountantscontrole. Daarbij zijn geen belangrijke belemmeringen voor het T2S-initiatief vastgesteld.

Een verdere openbare consultatie, over de volledig uitgewerkte gebruikerseisen en de methodiek voor de analyse van de economische gevolgen, is eind 2007 gestart, waarbij aan de marktdeelnemers is gevraagd om vóór 2 april 2008 commentaar en suggesties te leveren. Na deze openbare consultatie zullen de definitieve gebruikerseisen worden vastgesteld, tezamen met een beoordeling van de economische, juridische en bestuurlijke structuur van het T2S-

initiatief. De Raad van Bestuur zal dan besluiten al dan niet door te gaan met de volgende fase van het project.

Als T2S daadwerkelijk tot stand komt, dan zal het eurogebied de voordelen plukken van een veilige en doelmatige infrastructuur voor de afwikkeling in centrale-bankgeld van effectentransacties in euro, waarbij nationale grenzen geen rol meer spelen. Van de via deze infrastructuur te verlenen diensten kan dan op verzoek ook gebruik worden gemaakt door centrale effectenbewaarinstellingen, centrale banken en banken in andere landen van de EU en de EER. De marktdeelnemers zullen dan kunnen profiteren van één gezamenlijk geheel van geharmoniseerde afwikkelingsprocedures en -processen, ongeacht hun plaats van vestiging en de plaats waar de transactie wordt afgesloten.

2.4 AFWIKKELINGSPROCEDURES VOOR ONDERPAND

Beleenbare activa kunnen zowel binnenlands worden gebruikt als onderpand voor alle soorten krediettransacties van het Eurosysteem als ook grensoverschrijdend en wel door middel van het correspondentenmodel voor centrale banken of via goedgekeurde koppelingen tussen effectenafwikkelingsystemen in het eurogebied. Het correspondentenmodel wordt door het Eurosysteem geboden, terwijl de goedgekeurde koppelingen een initiatief vanuit de markt betreffen.

Het bedrag aan door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdend onderpand is gestegen van €514 miljard in december 2006 tot €683 miljard in december 2007. Al met al maakte het grensoverschrijdende onderpand per ultimo 2007 48,5% uit van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand.

HET CORRESPONDENTENMODEL VOOR CENTRALE BANKEN

Het correspondentenmodel voor centrale banken was wederom het belangrijkste instrument voor de grensoverschrijdende overdracht van

onderpand bij de monetaire-beleidstransacties en krediettransacties van het Eurosysteem gedurende de werkdag. Het model nam 39,6% van het totale in 2007 aan het Eurosysteem verstrekte onderpand voor zijn rekening. De via het correspondentenmodel voor centrale banken in bewaring gehouden activa zijn toegenomen van €414 miljard per ultimo 2006 tot €558 miljard per ultimo 2007.

Het aan het correspondentenmodel voor centrale banken ten grondslag liggende kader is herzien met het oog op de toetreding van nieuwe landen tot het eurogebied. In dit verband is op 22 november 2007 een akkoord over het model gesloten met de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en de Central Bank of Cyprus.

Ondanks het succes van het model en de aanzienlijke bijdrage die het levert aan het proces van financiële integratie, kent het model ook enkele nadelen. Deze houden hoofdzakelijk verband met het feit dat het was bedoeld als tussenoplossing en uitgaat van het beginsel van minimale harmonisatie. De nadelen hebben, tezamen met het toenemende belang van grensoverschrijdend onderpand, aanleiding gegeven tot het besluit van de Raad van Bestuur van 8 maart 2007³ om de huidige door het Eurosysteem gebruikte procedures voor het onderpandbeheer te herzien en te komen tot een nieuw systeem van onderpandbeheer voor het Eurosysteem (gebaseerd op bestaande systemen zoals dat van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en De Nederlandsche Bank), onder de naam Collateral Central Bank Management. Deelname van de nationale centrale banken van de eurolanden aan het nieuwe systeem is vrijwillig.

Hoewel het Collateral Central Bank Management-systeem primair is ontworpen om te komen tot een hogere doelmatigheid van het onderpandbeheer door de centrale banken van het Eurosysteem, voor zowel grensoverschrijdende als binnenlandse transacties, zal het ook nieuwe kansen bieden aan tegenpartijen van het Eurosysteem, met name banken met vestigingen in meerdere landen, voor de optimalisatie van

het onderpandgebruik en het liquiditeitsbeheer. De reikwijdte van het Collateral Central Bank Management-systeem gaat die van het huidige correspondentenmodel voor centrale banken te boven en zal gekenmerkt worden door doelmatige methoden voor de levering en acceptatie van zowel effecten als kredietvorderingen op binnenlands en grensoverschrijdend niveau, met een geharmoniseerd niveau van dienstverlening op basis van de SWIFT-communicatieprotocollen. Het Collateral Central Bank Management-systeem zal ten uitvoer worden gelegd met inachtneming van het beginsel van gedecentraliseerde krediettoegang en zal volledig verenigbaar zijn met TARGET2 en T2S. Het Collateral Central Bank Management-systeem zal opdrachten onmiddellijk op *straight-through* basis verwerken, waardoor de levering van onderpand mogelijk wordt ter onmiddellijke verkrijging van het daartegenover staande krediet in TARGET2. Door het systeem zal onderpand kunnen worden aanvaard van alle effectenafwikkelingsystemen en goedgekeurde koppelingen daartussen. Om op geïntegreerde wijze te voorzien in de behoeften van tegenpartijen, ontwikkelt het Eurosysteem het Collateral Central Bank Management-systeem parallel aan T2S en in nauwe samenwerking met de marktdeelnemers. Met een eerste openbare consultatie over de beginselen voor de ontwikkeling ervan is op 26 april 2007 een begin gemaakt. Van het ontvangen commentaar is gebruik gemaakt bij de vaststelling van de gebruikerseisen voor het nieuwe platform. Begin 2008 wordt een tweede consultatie over deze gebruikerseisen gehouden, waarna de gebruikerseisen voor het Collateral Central Bank Management-systeem definitief zullen worden vastgesteld.

GOEDGEKEURDE KOPPELINGEN TUSSEN NATIONALE EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Nationale effectenafwikkelingsystemen kunnen door middel van contractuele en operationele regelingen worden gekoppeld om de grensoverschrijdende overdracht van

³ Zie <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>.

beleenbare effecten tussen die systemen mogelijk te maken. Als beleenbare effecten eenmaal via dergelijke koppelingen aan een ander effectenafwikkelingssysteem zijn overgedragen, kunnen zij via de plaatselijke procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Momenteel zijn voor tegenpartijen 59 directe en 5 indirecte koppelingen beschikbaar, waarvan echter slechts een beperkt aantal actief wordt benut. Bovendien bestrijken deze koppelingen slechts een deel van het eurogebied. Koppelingen mogen worden gebruikt voor de krediettransacties van het Eurosysteem als zij voldoen aan de gebruikersnormen van het Eurosysteem (zie Hoofdstuk 4, Paragraaf 4).

Het bedrag aan via koppelingen aangehouden onderpand is toegenomen van €99 miljard in december 2006 tot €125 miljard in december 2007, maar maakte slechts 8,9% uit van het totale door het Eurosysteem in 2007 aangehouden grensoverschrijdende en binnenlandse onderpand.

3 BANKBIJETTEN EN MUNTEN

3.1 DE OMLOOP VAN BANKBIJETTEN EN MUNTEN EN DE GELDYVERWERKING

VRAAG NAAR EUROBANKBIJETTEN EN -MUNTEN

Eind 2007 waren er 12,1 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een waarde van €676,6 miljard, wat een toename van 6,7% in aantal en van 7,7% in waarde betekende ten opzichte van de niveaus per eind 2006 (11,3 miljard bankbiljetten met een waarde van €628,2 miljard).

Het aantal bankbiljetten in omloop is sinds de overgang op de chartale euro in 2002 bij voortduring gestegen, zij het met een afnemend twaalfmaands groeitempo (zie Grafiek 45 en 46). Eind 2007 bedroeg de gemiddelde waarde van een bankbiljet in omloop €55,85 (tegen €55,36 een jaar eerder).

Naar waarde gemeten wordt naar schatting tussen de 10% en 20% – en waarschijnlijk een percentage dat eerder aan de boven- dan aan de onderkant van deze marge ligt – van de eurobiljetten in omloop aangehouden door niet-ingezetenen van het eurogebied, die vraag naar

eurobankbiljetten blijven genereren, vooral als opotmiddel of als parallelvaluta.

Uit een uitsplitsing naar coupure blijkt dat de biljetten van €50 en €100 in aantal gemeten de sterkste groei hebben laten zien, van respectievelijk 8,9% en 8,3%, gevolgd door het biljet van €500, dat een groei vertoonde van 7,9%. Voor de andere coupures in omloop lag de stijging tussen 2% en 6% (Grafiek 47).

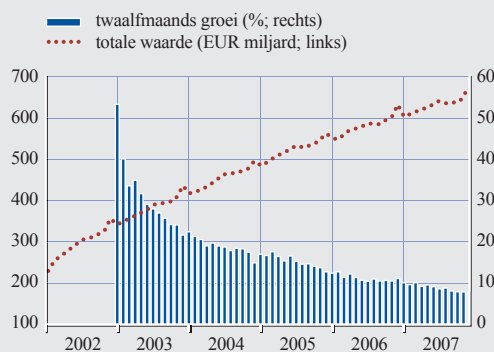
In 2007 is het totale aantal euromunten in omloop (d.w.z. de netto omloop ongerekend de door de nationale centrale banken aangehouden voorraden) met 9,1% toegenomen tot 75,8 miljard, terwijl de waarde van de muntenomloop met 7,6% is gestegen tot €19,2 miljard. Het aandeel van de lage coupures – de munten van 1, 2 en 5 cent – in het totale aantal munten in omloop is gestegen tot 58,0% (tegen 57,3% een jaar eerder). Uit fragmentarische gegevens blijkt dat deze aanhoudend sterke vraag naar munten met een lage waarde wordt veroorzaakt door betrekkelijk hoge verliespercentages en oppingting.

Grafiek 45 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2007



Bron: ECB.

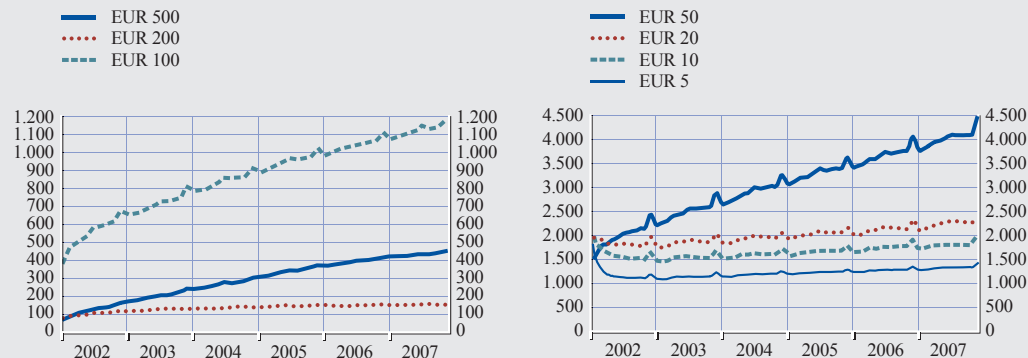
Grafiek 46 Totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2007



Bron: ECB.

Grafiek 47 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2007

(miljoenen)



Bron: ECB.

VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

De licht opwaartse tendens bij de aantallen uitgegeven en terugontvangen eurobiljetten van de afgelopen jaren heeft zich voortgezet. In 2007 gaven de nationale centrale banken in het eurogebied 33,4 miljard bankbiljetten uit, en werden door hen 32,7 miljard biljetten terugontvangen. De terugkeerfrequentie⁴ daalde licht, van 3,03 in 2006 tot 2,93 in 2007.

De bij de nationale centrale banken van het eurogebied teruggestorte eurobankbiljetten worden op echtheid en kwaliteit gecontroleerd met behulp van volledig geautomatiseerde bankbiljettenapparatuur om de kwaliteit en de integriteit van de bankbiljettenomloop te handhaven. In 2007 werden daarbij door de nationale centrale banken ongeveer 5,5 miljard bankbiljetten afgekeurd en vervangen. Dit betekende een toename van 5,1% ten opzichte van het voorgaande jaar en een afkeuringspercentage⁵ van 17,0% (tegen 16,9% in 2006).

3.2 VERVALSING VAN BANKBIJETTEN EN BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ

VALSE EUROBIJETTEN

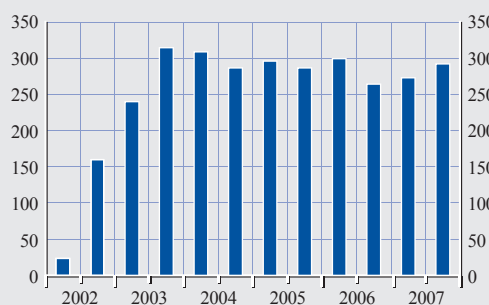
Het aantal uit de omloop genomen valse eurobankbiljetten is de afgelopen vier jaar stabiel gebleven, ondanks de toename van het

aantal echte bankbiljetten in omloop gedurende die periode. Grafiek 48 laat het beloop van de uit de omloop genomen vervalsingen zien, op basis van sinds de invoering van de chartale euro geregistreerde halfjaarcijfers. In 2007 bedroeg het totale aantal door de Nationale Analysecentra⁶ ontvangen valse biljetten ongeveer 566.000.⁷ In verhouding tot het aantal echte eurobankbiljetten in omloop, dat gemiddeld

- 4 Het totale aantal bij de nationale centrale banken gedurende een bepaalde periode teruggestorte bankbiljetten gedeeld door het gemiddelde aantal bankbiljetten in omloop gedurende diezelfde periode.
- 5 Het aantal gedurende een bepaalde periode afgekeurde bankbiljetten gedeeld door het aantal gedurende diezelfde periode gesorteerde bankbiljetten.
- 6 In elke EU-lidstaat gevestigde centra voor de eerste analyse van vervalste eurobiljetten op nationaal niveau.
- 7 Dit cijfer is nog onderhevig aan een zeer geringe correctie vanwege verlate rapportages, met name van buiten de EU.

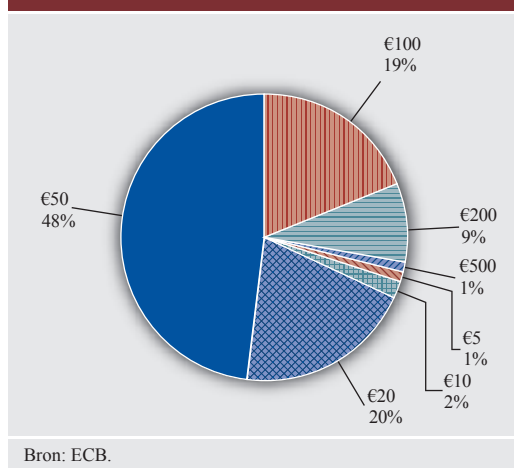
Grafiek 48 Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten in de periode 2002-2007

(duizenden)



Bron: Eurosysteem.

Grafiek 49 Uitsplitsing vervalsingen naar coupure



in 2007 ruim 11 miljard bedroeg, is het aantal vervalsingen zeer gering. Valsemunter richtten zich vooral op het €50-biljet, dat bijna de helft van het aantal vervalsingen voor zijn rekening nam. In Grafiek 49 wordt een gedetailleerde uitsplitsing naar coupure gegeven van de aantallen valse biljetten.

Het publiek kan vertrouwen blijven stellen in de veiligheid van de euro; de euro is een goed beschermde valuta gebleken, zowel wat betreft de geavanceerdheid van de echtheidskenmerken als de doeltreffendheid van de Europese en nationale rechtshandhavers. Dit vertrouwen mag echter geen aanleiding geven tot zelfgenoegzaamheid, en de ECB raadt het publiek dan ook aan alert te blijven op mogelijke vervalsingen en de “voel-kijk-kantel”-test toe te passen.⁸

BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ

Het Eurosysteem heeft in 2007 wederom nauw samengewerkt met Europol en de Europese Commissie (met name het Europees Bureau voor Fraudebestrijding, OLAF) bij de bestrijding van vervalsing van de euro. Zowel binnen de EU als daarbuiten verzorgt het Eurosysteem actieve opleidingen voor professionele geldverwerkers om deze te trainen in de herkenning en verwerking van valse bankbiljetten.

Het Eurosysteem neemt actief deel aan de werkzaamheden van de Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG – een werkgroep van 30 centrale banken en bankbiljettendrukkerijen die onder auspiciën van de G-10 samenwerken). De ECB treedt op als gastheer voor het International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC), dat als technisch centrum fungeert voor alle leden van de CBCDG. De voornaamste functie van het centrum bestaat uit het verlenen van technische ondersteuning en het beheren van een gecentraliseerd communicatiesysteem dat ten dienste staat aan alle partijen die betrokken zijn bij de bestrijding van valsemunterij. Het ICDC onderhoudt ook een openbare website, waarop informatie en advies wordt gegeven over de reproductie van bankbiljetten en waarop links worden geboden naar landspecifieke websites.

3.3 UITGIFTE EN PRODUCTIE VAN BANKBIJETTEN

KADER VOOR HET OPSPOREN VAN VALSE BANKBIJETTEN EN HET SORTEREN VAN BANKBIJETTEN OP KWALITEIT

Na de omzetting door alle nationale centrale banken van het eurogebied (met uitzondering van één, waarvoor het proces nog gaande is) van het kader van de ECB voor de opsporing van valse bankbiljetten en het sorteren van bankbiljetten op kwaliteit door kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers (het Banknote Recycling Framework, oftewel BRF) in nationale regelingen, is aan kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers een overgangperiode gegund voor de aanpassing van hun geldverwerkingsprocedures.

Bij de implementatie van het BRF is door de nationale centrale banken een verscheidenheid aan benaderingen toegepast al naar gelang de nationale omstandigheden (bijvoorbeeld met betrekking tot de economische en juridische situatie en de rol van de nationale centrale bank bij de chartale cyclus). In enkele landen is het BRF geïmplementeerd door middel van wetgeving

⁸ Voor nadere gegevens wordt verwezen naar <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.

(aangevuld met verplicht met de desbetreffende nationale centrale bank af te sluiten contracten); in andere landen heeft de nationale centrale bank bindende instructies uitgevaardigd (die in sommige gevallen alleen bindend zijn voor kredietinstellingen) of heeft de nationale centrale bank bilaterale contractuele overeenkomsten gesloten (waarbij kredietinstellingen zich ertoe verplichten zich aan de regels van het BRF te houden en deze op te nemen in de contracten met hun dienstverleners). In december 2007 heeft de Raad van Bestuur in een advies met instemming kennis genomen van het voorstel van de Europese Commissie tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1338/2001 inzake de bescherming van de euro tegen vals munterij. Volgens dat voorstel zal in Artikel 6 van de Verordening een uitdrukkelijke verplichting worden opgenomen voor kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers om de door hen ontvangen en weer in omloop te brengen eurobankbiljetten en -munten te controleren en zal daarin tevens een verwijzing worden opgenomen naar de door de ECB vast te stellen procedures met betrekking tot de methoden voor een dergelijke controle.

De ECB heeft zich wederom in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van het eurogebied ingespannen om de uniforme interpretatie van de bepalingen van het BRF in het gehele eurogebied te waarborgen, met name met betrekking tot de gezamenlijke testprocedures van het Eurosysteem voor bankbiljettensoortemachines.

Door hun werkwijzen aan het BRF aan te passen zullen kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers beter in staat zijn mogelijke vervalsingen op te sporen. Dit zal hen dan weer beter in staat stellen aan hun wettelijke verplichting te voldoen om mogelijke vervalsingen onmiddellijk uit de omloop te nemen en deze voor nader onderzoek aan de met de rechtshandhaving belaste autoriteiten ter beschikking te stellen. Voorts wordt aldus gewaarborgd dat kredietinstellingen hun cliënten voorzien van kwalitatief goede bankbiljetten, waardoor deze laatste gemakkelijker echte van valse biljetten kunnen onderscheiden.

EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY PROEFPROGRAMMA

In 2006 heeft de Raad van Bestuur besloten in Azië een Extended Custodial Inventory (ECI) proefprogramma uit te voeren. ECI depot is een door een particuliere bank krachtens een bewaarnemingsovereenkomst aangehouden eurobankbiljettendepot. Deze chartale depots zullen naar verwachting de internationale distributievaneurobankbiljettenvergemakkelijken en statistische informatie opleveren met betrekking tot de eurobankbiljettenomloop buiten het eurogebied alsmede informatie aangaande vervalsingen. In 2007 zijn twee grote commerciële banken die actief zijn in het wholesale-segment van de bankbiljettenmarkt elk voor een periode van een jaar begonnen met de exploitatie van een ECI voor eurobankbiljetten, één in Hongkong en één in Singapore.

Gedurende de proefperiode hebben de betrokken banken ervoor gezorgd dat, conform de in het BRF vastgelegde normen, alleen kwalitatief goede biljetten opnieuw in omloop zijn gebracht en dat vervalsingen uit de omloop zijn genomen. Overtollige bankbiljetten en bankbiljetten die kwalitatief ongeschikt waren om weer in omloop te worden gebracht zijn naar de Deutsche Bundesbank verzonden, die is opgetreden als logistieke en administratieve tegenpartij van de betrokken banken. De werkzaamheden met betrekking tot de ECI's en de statistische rapportages door de betrokken banken zijn goed verlopen.

Op basis van deze proef zal de Raad van Bestuur in 2008 besluiten of het programma op permanente basis zal worden voortgezet.

ROUTEKAART NAAR MEER CONVERGENTIE VAN DOOR DE NATIONALE CENTRALE BANKEN AANGEBODEN CHARTALE DIENSTEN

In februari 2007 heeft de Raad van Bestuur een routekaart vastgesteld om op de middellange termijn te komen tot een hogere mate van convergentie van de door het Eurosysteem aangeboden chartale diensten.

Een hogere mate van convergentie is van belang om aldus belanghebbenden – met name die met aanzienlijke grensoverschrijdende chartale activiteiten – in staat te stellen ten volle te profiteren van de gemeenschappelijke munt en om te komen tot gelijke concurrentievoorwaarden. Gezien de verschillende economische en geografische omstandigheden streeft het Eurosysteem niet naar een uniform chartaal systeem. Bij het convergentieproces zal enige flexibiliteit nodig zijn ten aanzien van de gebruikerseisen, de chartale infrastructuur en de overgangperiodes voor implementatie.

Als onderdeel van de routekaart hebben de nationale centrale banken sinds juli 2007 op verzoek chartale diensten verleend aan buiten hun jurisdictie gevestigde kredietinstellingen uit het eurogebied (zogenoemde niet-ingezeten banken) en sinds eind 2007 worden bij alle nationale centrale banken van het eurogebied deponeringen van euromunten geaccepteerd van professionele cliënten.

Het Eurosysteem overweegt nog een aantal verdere stappen, waaronder elektronische uitwisseling van gegevens met kredietinstellingen voor chartale stortingen en opnamen, storting en opname van bankbiljetten ongeacht van de positie waarin deze zich bevinden, als gezamenlijke gratis dienstverlening door de nationale centrale banken, en gezamenlijke verpakkingsstandaarden voor de gratis chartale diensten van de nationale centrale banken.

Aangezien dit alles ook van invloed is op de andere partijen die bij de chartale cyclus zijn betrokken en mogelijk consequenties voor werkwijzen en kosten kan hebben, zijn consultaties gehouden op zowel het nationale als het Europese niveau.

BANKBIJETTENPRODUCTIE

In 2007 werden in totaal 6,3 miljard eurobankbiljetten geproduceerd, tegen 7,0 miljard in 2006. Deze daling van het productievolume kwam vooral doordat de groei van de bankbiljettenomloop in 2006 iets geringer was dan in het voorgaande jaar en

Tabel 13 In 2007 toegewezen bankbiljettenproductiequota

Coupure	Aantal (miljoenen bankbiljetten)	Nationale centrale bank belast met productie
€5	980,0	DE, ES, FR
€10	1.280,0	DE, GR, FR, NL, AT
€20	1.890,0	IE, GR, ES, FR, IT, PT, FI
€50	1.730,0	BE, DE, ES, IT
€100	230,0	IT, LU, NL
€200	-	-
€500	190,0	DE
Totaal	6.300,0	-

Bron: ECB.

doordat in 2006 was voorzien in een deel van de toekomstige behoefte aan bankbiljetten.

De productie van eurobankbiljetten is wederom toegewezen op basis van het in 2002 vastgestelde gedecentraliseerde productieschema op basis van taakverdeling. Krachtens dit schema is elke nationale centrale bank in het eurogebied verantwoordelijk voor de levering van een aan haar toegewezen deel van de totale productie van bepaalde coupures (zie Tabel 13).

DE TWEEDE REEKS EUROBANKBIJETTEN

In april 2005 heeft de Raad van Bestuur een algeheel plan goedgekeurd voor de ontwikkeling en invoering van de tweede reeks eurobankbiljetten. Sindsdien heeft de ECB de aan de biljetten te stellen functionele en technische eisen vastgesteld met behulp van bijdragen van verschillende belanghebbenden, bijvoorbeeld door middel van kwalitatief onderzoek onder leden van het grote publiek en door wetenschappelijke studies aangaande waarneming en voelbaarheid. Deze werkzaamheden leidden tot een lijst van gebruikersvriendelijke echtheidskenmerken die werden beschouwd als mogelijk geschikt voor opname in de tweede reeks bankbiljetten. Gedurende de daaropvolgende industriële valideringsfase is de lijst ingekort op basis van de ervaringen met de echtheidskenmerken in een grootschalige productie-omgeving. Daarbij zijn ook andere aspecten in aanmerking genomen, zoals de moeilijkheidsgraad bij het namaken van de echtheidskenmerken, eisen ten aanzien van kwaliteitscontrole, kosten, intellectuele-

eigendomsrechten, overwegingen met betrekking tot de aanvoerlijnen en gezondheids-, veiligheids- en milieuoverwegingen.

In augustus 2007 was de industriële valideringsfase grotendeels voltooid. Daaruit vloeide een pakket echtheidskenmerken voort dat in oktober 2007 door de Raad van Bestuur is vastgesteld. Naast traditionele echtheidskenmerken die hun waarde reeds bewezen hebben zullen in de tweede reeks bankbiljetten verschillende innovatieve visuele en automatisch leesbare echtheidskenmerken worden opgenomen om effectief weerstand te bieden aan moderne vervalsingstechnieken. De gekozen echtheidskenmerken zijn nu opgenomen in het artistieke ontwerp, dat is gebaseerd op het thema “stijlperiodes” uit de huidige reeks. Door dit thema te handhaven, met nieuw ontworpen grafische elementen, wordt bereikt dat de nieuwe bankbiljetten onmiddellijk als eurobiljetten zullen worden herkend, terwijl gebruikers toch ook gemakkelijk de nieuwe reeks van de oude zullen kunnen onderscheiden. In december 2007 heeft de Raad van Bestuur het concept-ontwerp van de nieuwe reeks bankbiljetten goedgekeurd, waardoor nu de weg vrij is voor de productievoorbereidingsfase.⁹ De nieuwe reeks bankbiljetten zal gespreid over een periode van meerdere jaren in omloop worden gebracht, en de eerste coupure zal naar verwachting over enkele jaren worden uitgegeven. De ECB zal het publiek ruim tevoren over de modaliteiten van de invoering van de nieuwe bankbiljetten informeren.

⁹ De productievoorbereiding omvat het proces van de totstandkoming van de kwalitatief hoogwaardige beelden en de omzetting van de ontwerpen in productiemiddelen, zoals drukplaten.

4 STATISTIEKEN

De ECB houdt zich, bijgestaan door de nationale centrale banken, bezig met de ontwikkeling, verzameling, samenstelling en publicatie van een breed scala aan statistieken ter ondersteuning van het monetaire beleid van het eurogebied alsmede verscheidende taken van het ESCB. Van deze statistieken wordt ook in toenemende mate gebruik gemaakt door de financiële markten en het grote publiek. Evenals in voorgaande jaren is de verzameling van statistieken voor het eurogebied in 2007 soepel verlopen. In juni 2007 werd met betrekking tot de strategie van de ECB op de middellange termijn inzake statistieken een belangrijke mijlpaal bereikt, met de eerste gezamenlijke publicatie door de ECB en Eurostat van een reeks geïntegreerde niet-financiële en financiële kwartaalrekeningen voor de institutionele sectoren binnen het eurogebied. Daarnaast heeft de ECB, in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken, wederom bijgedragen aan de verdere harmonisatie van statistische begrippen binnen Europa en aan de herziening van belangrijke mondiale statistische standaarden.

4.1 NIEUWE OF VERBETERDE STATISTIEKEN VOOR HET EUROGEBIED

In juni 2007 hebben de ECB en Eurostat gezamenlijk voor het eerst een reeks geïntegreerde kwartaalrekeningen van de niet-financiële en financiële sectoren in het eurogebied gepubliceerd vanaf het eerste kwartaal van 1999. Deze rekeningen voor het eurogebied, die kunnen worden beschouwd als “nationale rekeningen” voor het eurogebied, worden door het Eurosysteem tezamen met Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek samengesteld. Op basis daarvan kan onder meer worden gekomen tot een uitgebreide analyse van de verbanden tussen de financiële en de niet-financiële ontwikkelingen binnen de economie en van de onderlinge verbanden tussen de verschillende economische sectoren (huishoudens, niet-financiële vennootschappen, financiële vennootschappen en de overheid),

alsook tussen deze sectoren en de rest van de wereld.

De rekeningen voor het eurogebied bieden ook een kader voor een uitgebreide analyse van gegevens met een hogere frequentie. In dit opzicht heeft de publicatie sinds november 2007 van een uitsplitsing naar sector van het ruime monetaire aggregaat M3 de mogelijkheden voor de monetaire analyse verder verruimd.

In april 2007 zijn de bestaande maandstatistieken omtrent de uitstaande bedragen aan Short-Term European Paper (STEP) uitgebreid met daggegevens over rendementen, met uitsplitsingen naar oorspronkelijke looptijd en sector van de emittent (zie Hoofdstuk 4, Paragraaf 3).

In juli 2007 heeft de ECB een aanvang gemaakt met de elektronische publicatie van dagelijkse rendementscurves waarin de impliciete marktrendementen van in euro luidende staatsobligaties van het eurogebied (op basis van de couponrente en de marktcoers) tot uitdrukking komen voor een groot aantal looptijden van 3 maanden tot 30 jaar. De rendementscurves voor het eurogebied kunnen een hulpmiddel vormen bij het peilen van de marktverwachtingen ten aanzien van de economische en financiële bedrijvigheid op de middellange tot lange termijn.

De ECB heeft voorts, bij wijze van experiment, maandelijks op de HICP gebaseerde ramingen van de door de overheid gereguleerde prijzen in het eurogebied samengesteld en gepubliceerd, op basis van door Eurostat gepubliceerde informatie over sub-indices van de HICP en binnen het ESCB overeengekomen definities.

Voor de betalingsbalansstromen op kwartaalbasis en de internationale investeringspositie op jaarbasis zijn aanvullende geografische uitsplitsingen¹⁰ beschikbaar gesteld via regelmatige persberichten en via het

¹⁰ Voor Brazilië, Rusland, India, China en Hongkong.

on-line Statistical Data Warehouse (SDW)¹¹ van de ECB.

Het juridische kader voor het verzamelen van monetaire en financiële statistieken is verbeterd door middel van een nieuwe Verordening van de ECB inzake statistieken betreffende de activa en passiva van beleggingsfondsen (anders dan geldmarktfondsen), op grond waarvan beleggingsfondsen vanaf begin 2009 geharmoniseerde gegevens zullen rapporteren. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur een herzien Richtsnoer vastgesteld betreffende monetaire statistieken en statistieken inzake financiële instellingen en markten, waarin nu nadere bepalingen zijn opgenomen ten aanzien van statistieken inzake de activa en passiva van beleggingsfondsen en inzake het betalingsverkeer. Voorts heeft de Raad van Bestuur het Richtsnoer en de Aanbeveling van de ECB inzake betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves aangepast.

Op verscheidene gebieden wordt gewerkt aan een verdere verbetering van de monetaire en financiële statistieken voor het eurogebied gedurende de komende jaren. Met name zijn voorbereidingen getroffen voor een geïntegreerde benadering van securitisatie-activiteiten door MFI's en de activiteiten van "financial vehicle corporations", waarmee de weg wordt vrijgemaakt voor een sterk verbeterde beschikbaarheid van gegevens over verkopen en securitisatie van leningen.

Daarnaast onderzoekt het Eurosysteem de haalbaarheid van een verbetering van de statistische gegevens met betrekking tot verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen. Het regelgevende kader voor de balansstatistieken en rentestatistieken van MFI's wordt ook kritisch bezien, om op doelmatige wijze tegemoet te kunnen komen aan nieuwe behoeften onder gebruikers en aan de eisen die door de zich verder ontwikkelende financiële markten worden gesteld.

Bij de ECB is verder gewerkt aan de ontwikkeling van een gecentraliseerde effectendatabase

(Centralised Securities Database – CSDB). De CSDB, een het gehele ESCB omspannend project, is een gemeenschappelijke database met referentie-informatie over alle afzonderlijke effecten die van belang zijn voor de statistische doeleinden van het ESCB. Het project is van cruciaal belang bij de ontwikkeling van een rapportage naar afzonderlijke effecten, waardoor de rapportagelast voor de rapporterende instellingen sterk kan worden verlicht en de kwaliteit en flexibiliteit van de statistieken voor het eurogebied kan worden verbeterd. De database wordt reeds door enkele nationale centrale banken gebruikt bij het samenstellen van nationale financiële statistieken.

4.2 OVERIGE ONTWIKKELINGEN MET BETREKKING TOT STATISTIEKEN

In 2007 heeft het Eurosysteem een gedetailleerde analyse gemaakt van de mogelijkheden om de doelmatigheid bij de productie van de statistieken van de ECB verder te verbeteren, mede om de daaraan verbonden last tot een minimum te beperken. In dit kader is verder de mogelijkheid bezien van het hergebruik van bestaande micro-gegevens, met name uit kredietregisters en van instellingen die balansgegevens verzamelen. Daarnaast zijn de werkzaamheden voortgezet die zijn gericht op een betere aansluiting tussen statistische begrippen en gegevens en begrippen en gegevens uit het toezicht, waarbij in eerste instantie met name wordt gekeken naar de rapportageverplichtingen van kredietinstellingen.

Met verscheidene in 2007 gepubliceerde documenten is een bijdrage geleverd aan een hogere mate van transparantie met betrekking tot de bestuurlijke standaarden en kwaliteitsnormen

¹¹ De openbare versie van het SDW op internet is eind 2006 in gebruik genomen en heeft onder gebruikers van statistieken voor het eurogebied veel lof ge oogst. Dankzij de sterke en gebruiksvriendelijke koppelingen heeft het zich in korte tijd ontwikkeld tot een populair instrument bij het zoeken naar gegevens omtrent het eurogebied op internet. Maandelijks maken ongeveer 20.000 personen gebruik van het SDW voor het zoeken naar en het downloaden van gegevens omtrent het eurogebied, waaronder nationale uitsplitsingen.

die thans bij de productie en publicatie van de statistieken van de ECB en het ESCB worden toegepast. In het document “The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics” wordt een kort overzicht gegeven van de bestuurlijke structuur met betrekking tot de productie van statistieken door de ECB en de nationale centrale banken. Onder de kop “Public commitment with respect to the ESCB’s statistical function” op de eerste pagina van de sectie statistieken op de website van de ECB worden de statistische beginselen en de ethische normen en kwaliteitsstandaarden vermeld waaraan de ECB en de nationale centrale banken zijn gebonden bij de tenuitvoerlegging van hun statistische taken. Voorts wordt onder “ECB Statistics Quality Framework” ingegaan op de kwaliteitsprincipes die ten grondslag liggen aan de productie van de statistieken van de ECB. Kwalitatieve beoordelingen en kwantitatieve indicatoren, zoals die in het jaarlijkse rapport over de kwaliteit van de statistieken aangaande de betalingsbalans van het eurogebied en de statistieken omtrent de internationale investeringspositie, worden regelmatig verstrekt als onderdeel van dit kwaliteitskader.

De verspreiding van de statistieken is verder verbeterd door middel van aanvullende tabellen met statistieken omtrent het eurogebied en alle daarmee corresponderende nationale gegevens op de websites van zowel de ECB als de nationale centrale banken. De statistieken omtrent het betalingsverkeer zijn ook verbeterd en het Addendum bij het zogeheten Blauwe Boek is vervangen door tijdreeksen en tabellen op de website van de ECB (zie Hoofdstuk 2, Paragraaf 2). Daarnaast zijn nieuwe gegevens over de effectenhandel en centrale tegenpartijen beschikbaar gesteld.

Evenals in de afgelopen jaren is de statistische informatie in de publicaties van de ECB verder uitgebreid. Voorbeelden daarvan zijn het brede scala aan indicatoren in het jaarlijkse rapport getiteld “Financial integration in Europe” en de bijlage bij de publicatie “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in

accession countries” (zie Hoofdstuk 4, Paragraaf 3). De jaargegevens omtrent bancaire structuren en de kwartaalgegevens die ten grondslag liggen aan het *Financial Stability Review* zijn verder verbeterd. De enquête met betrekking tot de eurogeldmarkt is ook verder verbeterd met betrekking tot zowel de kwaliteit als de actualiteit van de gegevens, en de achterliggende reeksen zijn nu beschikbaar in het SDW.

In een *Occasional Paper* van de ECB onder de titel “Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers”, dat in juli 2007 is verschenen, wordt een overzicht gegeven van het methodologische kader en de praktische aangelegenheden met betrekking tot de verzameling, samenstelling en publicatie van de betreffende statistieken.

De ECB heeft het afgelopen jaar wederom nauw samengewerkt met Eurostat en andere internationale organisaties en heeft een belangrijke rol gespeeld bij de lopende actualisatie van mondiale statistische standaarden (via de werkzaamheden aan het System of National Accounts (SNA 93) en het IMF Balance of Payments Manual, die in 2008 zullen worden voltooid). Eurostat is met steun van de ECB onlangs begonnen met de voorbereidingen voor de herziening van het ESR 95, waarin de meeste wijzigingen in het SNA op Europees niveau zullen worden aangebracht. De ECB is ook actief betrokken geweest bij de herziening van de centrale definitie van buitenlandse directe investeringen van de OESO. Ten slotte heeft de ECB wederom een aantal mondiale technische standaarden voor gegevensuitwisseling gesteund en geïmplementeerd.¹²

¹² Zoals de Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), een initiatief gesteund door de BIS, de ECB, Eurostat, het IMF, de OESO, de Verenigde Naties en de Wereldbank, gericht op het bevorderen van mondiale standaarden voor de uitwisseling van statistische informatie.

4.3 VOORBEREIDINGEN VOOR DE UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED

Statistieken spelen ook een belangrijke rol bij het volgen van de convergentie van de EU-lidstaten die zich nog niet bij het eurogebied hebben aangesloten, en derhalve bij de samenstelling van de convergentieverslagen (zie Hoofdstuk 5, Paragraaf 1.2).

De statistieken die nodig zijn om de door de lidstaten geboekte vorderingen bij het voldoen aan de convergentiecriteria met betrekking tot prijsstabiliteit, begrotingspositie, wisselkoers en lange rente te beoordelen worden geleverd door Eurostat. De ECB staat, tezamen met de nationale centrale banken van de betrokken lidstaten, Eurostat bij door lange-rentestatistieken te leveren, en houdt zich bezig met het verzamelen en samenstellen van extra statistieken in aanvulling op de vier primaire convergentie-indicatoren.

Aangezien de beoordeling van het convergentieproces sterk afhankelijk is van de kwaliteit en integriteit van de onderliggende statistieken, volgt de ECB nauwgezet de ontwikkelingen met betrekking tot de samenstelling en rapportage van deze statistieken, met name die inzake de overheidsfinanciën.

5 ECONOMISCH ONDERZOEK

Het bij de ECB alsmede binnen het Eurosysteem als geheel verrichte onderzoek strekt ertoe tot onderzoeksresultaten te komen die van belang zijn voor het opstellen van beleidsadviezen omtrent het monetaire beleid en andere taken van het Eurosysteem en de daartoe geëigende modellen en analytische instrumenten te ontwerpen en ten uitvoer te leggen, econometrische modellen voor het opstellen van economische prognoses en het vergelijken van de effecten van beleidsalternatieven te onderhouden en te benutten, en om te communiceren met de academische gemeenschap, bijvoorbeeld door onderzoeksresultaten in externe tijdschriften te publiceren en onderzoeksconferenties te organiseren.

5.1 ONDERZOEKSPRIORITEITEN

Het economische onderzoek bij de ECB wordt voornamelijk verricht door het Directoraat-Generaal Onderzoek, maar ook door verscheidene andere bedrijfsonderdelen. De coördinatie van het onderzoek berust bij het Onderzoekscoördinatiecomité, dat prioriteiten stelt en fungeert als schakel tussen die bedrijfsonderdelen waar behoefte bestaat aan economisch onderzoek en die waar dit onderzoek wordt verricht.

In 2007 bestonden de belangrijkste onderzoeksprioriteiten uit de ontwikkeling van modellen voor economische prognoses, de rol van informatie over de financiële sector, waaronder kredietaggregaten en monetaire aggregaten, bij de monetaire-beleidsanalyse, het verder doorgronden van het transmissieproces van het monetaire beleid, financiële stabiliteit, de doelmatigheid van het Europese financiële stelsel, en internationale aangelegenheden.

Binnen de ontwikkeling van modellen voor het opstellen van economische prognoses lag de nadruk op de verdere ontwikkeling en het gebruik van dynamisch stochastische algemene evenwichtsmodellen en op de implementatie van dynamische factormodellen voor het maken van prognoses op de korte termijn. Dynamisch

stochastische algemene evenwichtsmodellen zijn in het verleden bij de ECB ontwikkeld en gebruikt voor de analyse van een groot en nog groeiend aantal beleidsaangelegenheden. Deze werkzaamheden zijn in 2007 voortgezet, waarbij in het bijzonder de nadruk is gelegd op de invloed van structurele factoren (zoals demografische ontwikkelingen), externe factoren (zoals olieprijschokken), het beloop van de productiviteit en financiële aangelegenheden (zoals kredietschaarste). Voorts is verder gewerkt aan twee middelgrote modellen en aan het gebruik ervan voor de beleidsanalyse, te weten het nieuwe model voor het eurogebied en het model van Christiano, Motto en Rostagno. Het eerste model vormt een instrument ten behoeve van prognose en simulatie dat wordt ontwikkeld om, samen met andere modellen, te worden benut in het kader van door het Eurosysteem en de ECB uit te voeren projecties. Het tweede model betreft een simulatie-instrument waarin met name de nadruk wordt gelegd op financiële factoren. Voor wat de ontwikkeling van instrumenten voor het opstellen van prognoses betreft, zijn factormodellen verder ontwikkeld en worden deze in toenemende mate gebruikt voor een beoordeling van de economische ontwikkelingen op de korte termijn. Tenslotte heeft de ECB actief meegewerkt aan het Onderzoeksnetwerk Conjunctuur Eurogebied, een samenwerkingsverband tussen centrale banken en de academische gemeenschap onder leiding van het Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Het onderzoek met betrekking tot de monetaire-beleidsanalyse heeft zich met name gericht op de ontwikkeling en het gebruik van kwantitatieve methoden voor de monetaire analyse, waarbij de nadruk lag op de ontwikkeling van kwalitatief hoogwaardige instrumenten voor de voorbereiding van beleidsbesluiten. De werkzaamheden betroffen in het bijzonder de ontwikkeling van op monetaire gegevens gebaseerde indicatormodellen voor de inflatie en de analyse van de geldvraag, alsmede de invoering van de bovengenoemde structuurmodellen in de beleidsanalyse.

Het transmissiemechanisme van het monetaire beleid is vanuit aan aantal gezichtspunten onderzocht. Door het Onderzoeksnetwerk Loondynamiek, een netwerk van onderzoekers

van het ESCB dat zich richt op de kenmerken en bronnen van de loondynamiek en de wijze waarop deze in verband staan met de prijzen, werden de werkzaamheden voortgezet op zowel het macro- als het microniveau. De enquêtegroep van het netwerk heeft in 17 landen een ad hoc enquête gehouden over lonen, arbeidskosten en prijsvormingsgedrag op bedrijfsniveau. Bij de enquête is informatie verzameld over het loon- en prijsvormingsgedrag, de neerwaartse starheid van de lonen en de aanpassing van lonen en prijzen aan schokken. De eerste onderzoeksresultaten zullen op een in 2008 te houden conferentie worden gepresenteerd. De huizenmarkten zijn ook aan een analyse onderworpen, alsook de rol van de banken en de kredietverlening bij het monetaire transmissiemechanisme. De werkzaamheden met betrekking tot de financiën van de sector huishoudens zijn voortgezet, waarbij door het Onderzoeksnetwork van het Eurosysteem aangaande Financiën en Consumptie Huishoudens plannen worden ontwikkeld voor een het gehele eurogebied omspannende enquête. Andere binnen dit onderzoeksgebied geanalyseerde onderwerpen betroffen het communicatiebeleid van de centrale banken, verwachtingen en risicopremies in de rendementscurve en de determinanten van de dynamiek van aandelenkoersen.

Voorts is, met name in het kader van de werkzaamheden ten behoeve van het *Financial Stability Review* van de ECB, onderzoek gedaan naar aangelegenheden met betrekking tot de financiële stabiliteit en de invloed daarvan op het monetaire beleid. Het financiële stelsel werd daarbij geanalyseerd aan de hand van twee dimensies, te weten de mate van integratie en de ontwikkeling van de kapitaalmarkten.

Binnen de onderzoeksprioriteit met betrekking tot internationale aangelegenheden betroffen de belangrijkste aandachtsgebieden de mondiale onevenwichtigheden en de internationale rol van de euro. Over het eerstgenoemde onderwerp zal in 2008 een seminar worden gehouden, terwijl de uitkomsten van het werk aan het tweede onderwerp zullen worden benut om de analyse in het jaarlijkse overzicht van de internationale

rol van de euro verder te verbeteren. In het kader van deze onderzoeksprioriteit is een internationale uitbreiding ontwikkeld van het nieuwe model voor het eurogebied.

5.2 PUBLICATIES EN CONFERENTIES

De door de ECB behaalde onderzoeksresultaten zijn in de reeks *Working Papers* van de ECB gepubliceerd en tot op zekere hoogte ook in de reeks *Occasional Papers* en de reeks *Legal Working Papers*. In de reeks *Working Papers* – nu reeds een gevestigd instrument voor de verspreiding van beleidsrelevant intern onderzoek – werden in 2007 meer dan 140 publicaties uitgegeven. Iets meer dan 100 daarvan werden geschreven door medewerkers van de ECB, al dan niet in samenwerking met externe medeauteurs, terwijl de rest van de hand was van externe bezoekers die aan conferenties en workshops deelnamen, werkzaamheden verrichtten in het kader van onderzoeksnetworken of na een lang verblijf bij de ECB een onderzoeksproject hadden afgerond. In overeenstemming met hetgeen inmiddels gebruikelijk is, mag worden verwacht dat de meeste van deze publicaties uiteindelijk zullen worden opgenomen in vooraanstaande wetenschappelijke tijdschriften waarbij het systeem van collegiale toetsing wordt toegepast. In 2007 zijn door medewerkers van de ECB ruim 50 artikelen in wetenschappelijke tijdschriften gepubliceerd.

Om aan de in de reeks *Working Papers* gepubliceerde resultaten een bredere verspreiding te geven is besloten een *Research Bulletin* uit te brengen, met een beschrijving van beleidsrelevant onderzoek, waaronder artikelen en samenvattingen van daarvoor geselecteerde onderzoekspublicaties. De in 2007 beschouwde artikelen gingen onder meer over de effecten van onvolledige informatie en kennis op financiële marktkoersen, over financiële integratie en kapitaalstromen in nieuwe EU-lidstaten, en over de productiviteitsstijging in het eurogebied.



De ECB is opgetreden als organisator of medeorganisator van meer dan tien conferenties of workshops over onderzoeksonderwerpen. Bij de gezamenlijk georganiseerde conferenties waren het CEPR en andere centrale banken, zowel van binnen als buiten het Eurosysteem, betrokken. Voorts is een groot aantal workshops en seminars gehouden om binnen de ECB aan onderzoeksresultaten een bredere bekendheid te geven.

De meeste conferenties en workshops hadden betrekking op specifieke onderzoeksgebieden. In 2007 is aan de ontwikkeling van modellen voor het opstellen van prognoses in gelijke mate aandacht besteed als in voorgaande jaren. In september is een door de ECB, het CEPR en de Banque de France in het kader van het Onderzoeksnetwork Conjunctuur Eurogebied gezamenlijk georganiseerde workshop gehouden over veranderingen in de inflatiedynamiek en de gevolgen daarvan voor het opstellen van prognoses. De tijdens de workshop getrokken conclusies vormden een nuttige bijdrage aan de lopende werkzaamheden binnen de ECB met betrekking tot het voorspellen van de inflatie. Voorts is op een workshop over prognosetechnieken (die door de ECB elke twee jaar wordt georganiseerd) gesproken over de onzekerheid bij prognoses op het macro-economische en financiële terrein, en meer in het bijzonder over de wijze waarop bij de prognoses rekening kan worden gehouden met risicomaatstaven, hetgeen voor vele centrale banken thans een actueel onderwerp is.

Met betrekking tot de onderzoeksprioriteit van de monetaire-beleidsanalyse is in november 2007 bij de ECB een door de Bank of Canada en de ECB gezamenlijk georganiseerde conferentie gehouden over de definitie van prijsstabiliteit. Daarbij werden de theoretische mogelijkheden en de praktische ervaringen inzake de definitie van prijsstabiliteit onder de loep genomen.

Bij een andere in november 2007 gehouden conferentie over de analyse van de rol van de geldmarkten en de daarmee vanuit het oogpunt van het monetaire beleid samenhangende uitdagingen en implicaties is verder inzicht verkregen in het transmissiemechanisme van het monetaire beleid. In mei 2007 is een conferentie gehouden over de implicaties van veranderingen in het bankwezen en de bedrijfsfinanciering voor het transmissiemechanisme van het monetaire beleid.

In juni 2007 is een gezamenlijk met de Bank of England georganiseerde conferentie – over het betalingsverkeer en de monetaire en financiële stabiliteit – gehouden in het kader van de werkzaamheden met betrekking tot het onderzoek aangaande financiële stabiliteit. Verder is in juli 2007 een conferentie gehouden over globalisering en de macro-economie in het kader van de werkzaamheden inzake internationale aangelegenheden.

Als aanvullend mechanisme voor de verspreiding van onderzoeksresultaten is een reeks seminars gehouden, waarvan er twee van bijzonder belang waren, te weten de gezamenlijk met de Deutsche Bundesbank en het Centre for Financial Studies georganiseerde Joint Lunchtime Seminars en de Invited Speakers Seminars. In elke van deze reeksen wordt wekelijks een seminar gehouden waarvoor externe onderzoekers worden uitgenodigd om over hun recente werk te spreken. Verder organiseert de ECB op een meer ad hoc basis onderzoeksseminars buiten het kader van deze reeksen.

6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN

6.1 NALEVING VAN HET VERBOD OP MONETAIRE FINANCIERING EN BEVOORRECHTE TOEGANG

Krachtens artikel 237, lid d, van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving, door de 27 nationale centrale banken van de EU en de ECB, van de verbodsbepalingen voortvloeiend uit artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) Nr. 3603/93 en Nr. 3604/93. Artikel 101 verbiedt de ECB en de nationale centrale banken voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap te verlenen, alsmede van hen rechtstreeks schuldbewijzen te kopen. Artikel 102 verbiedt alle niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen wordt verleend. In samenspraak met de Raad van Bestuur ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

De ECB houdt ook toezicht op de door de centrale banken van de EU op de secundaire markt verrichte aankopen van schuldbewijzen uitgegeven door de binnenlandse overheidssector of door de overheidssector van andere lidstaten. Krachtens de overwegingen van Verordening (EG) Nr. 3603/93 van de Raad mag de aankoop van schuldbewijzen van de overheidssector op de secundaire markt niet worden verricht met het oogmerk artikel 101 van het Verdrag te omzeilen. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector worden.

In 2007 heeft de Raad van Bestuur twee inbreuken op de hierboven omschreven Verdragsbepalingen en aanverwante Raadsverordeningen vastgesteld.

Ten eerste heeft de Národná banka Slovenska op de primaire markt door de Europese Investeringsbank (EIB) uitgegeven schuldbewijzen gekocht. Meer bepaald kocht de Národná banka Slovenska op 6 februari 2007 in USD luidende EIB-obligaties ten bedrage van USD 50 miljoen voor het beheer

van haar deviezenreserves. Aangezien de EIB een communautair orgaan is, maken dergelijke aankopen inbreuk op het verbod inzake monetaire financiering, zoals bepaald in artikel 101 van het Verdrag en in Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93. De Národná banka Slovenska heeft de op de primaire markt gekochte EIB-schuldbewijzen op 22 mei 2007 verkocht en heeft onmiddellijk maatregelen genomen ter voorkoming van dergelijke gebeurtenissen in de toekomst.

Ten tweede overschreed de Banka Slovenije de maximaal door centrale banken aan te houden waarde aan munten die op de rekening van de overheidssector worden gecrediteerd. Op 15 februari 2007 kwam de waarde van de door de overheid uitgegeven en op de rekening van de nationale overheidssector gecrediteerde munten die de Banka Slovenije aanhoudt, op een dagelijkse gemiddelde basis uit boven het plafond van 10% van de in omloop zijnde munten, zoals bepaald bij artikel 6 van Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93. Op die datum bereikte de waarde van de door de Banka Slovenije aangehouden en op de rekening van de overheidssector gecrediteerde munten 12,27% van de waarde van de in omloop zijnde munten. Deze overschrijding was een gevolg van het grote aantal munten die in de eerste helft van februari 2007 naar de Banka Slovenije terugkeerden, na de voorafgaande bevoorrading van de banken met munten in de herfst van 2006, vóór de invoering van de euro. De situatie werd echter meteen volledig rechtgezet, en sinds die datum is aan de Verdragsbepalingen voldaan.

6.2 ADVIESFUNCTIES

Krachtens Artikel 105, lid 4, van het Verdrag moet de ECB worden geraadpleegd over voorgenomen communautaire of nationale wetgeving op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.¹³ Alle adviezen van de ECB worden op de website van de ECB gepubliceerd.

¹³ Overeenkomstig het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland (PB C 191, 29.7.1992, blz. 18), geldt de verplichting tot raadpleging van de ECB niet voor het Verenigd Koninkrijk.

In 2007 heeft de ECB 43 adviezen uitgebracht, waarvan acht in reactie op consultaties van instellingen van de EU en 35 in reactie op consultaties van nationale autoriteiten, tegen een totaal van 62 uitgebrachte adviezen in 2006. Een overzicht van de in 2007 en begin 2008 uitgebrachte adviezen is als bijlage in dit Jaarverslag opgenomen.

Vooraf de navolgende door de ECB op verzoek van de Raad van de EU uitgebrachte adviezen zijn het vermelden waard.

Naast de krachtens Artikel 105, lid 4, van het Verdrag uitgebrachte adviezen, heeft de ECB op 5 juli 2007 een advies¹⁴ uitgebracht krachtens Artikel 48 van het Verdrag met betrekking tot de aanvang van de Intergouvernementele Conferentie (IGC) tot opstelling van het nieuwe Verdrag van Lissabon.¹⁵ De ECB stelde daarin dat zij met instemming kennis had genomen van het feit dat prijsstabiliteit en het instellen van een Economische en Monetaire Unie met de euro als munteenheid als doelstellingen van de EU zouden worden opgenomen alsmede van het feit dat het monetaire beleid expliciet zou worden vermeld als een van de uitsluitende bevoegdheden van de EU (zie Hoofdstuk 5, Paragraaf 1.2). Op 2 augustus 2007, nadat de concepttekst van het nieuwe Verdrag was bekendgemaakt, heeft de President van de ECB een brief gericht aan het Voorzitterschap van de IGC¹⁶ met enkele suggesties aangaande de institutionele status van de ECB en het ESCB.

Na de beëindiging door de Raad van de derogatie van Cyprus en Malta heeft de ECB één enkel advies¹⁷ uitgebracht over de voorstellen van de Europese Commissie tot wijziging van Verordening (EG) nr. 974/98 over de invoering van de euro en Verordening (EG) nr. 2866/98 over de omrekeningskoersen tussen de euro en de munteenheden van de lidstaten die de euro aannemen.¹⁸

De ECB is geraadpleegd over een voorstel voor een richtlijn van de Raad inzake de inventarisatie en aanmerking van Europese kritieke infrastructuren¹⁹, gericht op het verbeteren van

de coördinatie in reactie op terreurdreigingen. De ECB merkte daarbij op dat de nationale bepalingen voor de tenuitvoerlegging van de richtlijn verenigbaar moeten zijn met de verantwoordelijkheden van de centrale banken voor het toezicht op het betalingssysteem, het effectenafwikkelingssysteem en clearinginstellingen en dat vermeden moet worden dat, inzake de door de centrale banken op dit terrein reeds gedane inspanningen, dubbel werk wordt verricht. De ECB benadrukte ook dat de lijst van kritieke Europese infrastructuren vertrouwelijk moet zijn.

In een advies inzake een voorstel voor een verordening tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1338/2001 (met betrekking tot de bescherming van de euro tegen valsemunterij)²⁰ is door de ECB gememoreerd dat, bij wijze van uitzondering, het strafrecht binnen de bevoegdheid van de Gemeenschap kan vallen, indien dit noodzakelijk is om de effectiviteit van de communautaire wetgeving te waarborgen. De ECB merkte op dat de ECB en de nationale centrale banken in beginsel exemplaren van bankbiljetten behoren te ontvangen, ook als deze dienen als bewijsmiddel in strafzaken, en dat de eigen bevoegdheid van de ECB om, krachtens Artikel 106, lid 1, van het Verdrag en Artikel 16 van de Statuten van het ESCB, de integriteit van eurobankbiljetten te waarborgen preciezer in het voorstel tot uiting moet worden gebracht. Met betrekking tot de door de ECB en de Commissie vast te stellen procedures inzake de verplichting te waarborgen dat ontvangen eurobankbiljetten en -munten op echtheid worden gecontroleerd, werd in het advies gesteld dat de betrokken instellingen termijnen dienen te stellen voor de nationale tenuitvoerlegging.

14 CON/2007/20 van 5 juli 2007, PB C 160, 13.7.2007, blz. 2.

15 Voor nadere informatie wordt verwezen naar Hoofdstuk 5, Paragraaf 1.2.

16 De brief is te vinden op de website van de IGC en de website van de ECB.

17 CON/2007/19 van 5 juli 2007, PB C 160, 13.7.2007, blz. 1.

18 Zie Hoofdstuk 3, Paragraaf 2.

19 CON/2007/11 van 13 april 2007, PB C 116, 26.5.2007, blz. 1.

20 CON/2007/42 van 17 december 2007, PB C 27, 31.1.2008, blz. 1

In een advies inzake een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 322/97 betreffende de communautaire statistiek²¹ stelde de ECB met instemming kennis te hebben genomen van het feit dat in het voorstel de noodzaak wordt erkend van nauwe samenwerking tussen het Europees Statistisch Systeem en het ESCB inzake de ontwikkeling, productie en publicatie van Europese statistieken, alsmede van de bepalingen aangaande de uitwisseling van vertrouwelijke gegevens tussen deze instanties.

In juni 2007 heeft een gezamenlijke taakgroep bestaande uit vertegenwoordigers van de Europese Commissie, het Secretariaat van de Raad van de EU en de ECB een rapport uitgebracht over de raadpleging van de ECB inzake voorstellen voor communautaire wetgeving. De taakgroep was opgericht na een voorstel daartoe van de President van de ECB. In het rapport wordt ernaar gestreefd te waarborgen dat alle betrokken partijen hun interne procedures zodanig versnellen dat de ECB in een zo vroeg mogelijk stadium binnen het wetgevingsproces kan worden geraadpleegd en advies kan uitbrengen. In het rapport wordt de noodzaak erkend van de verplichting de ECB te raadplegen met betrekking tot zogeheten *Lamfalussy Level 2*-maatregelen²² die binnen de competentiegebieden van de ECB vallen, en wordt de bevoegdheid van de ECB om advies uit te brengen op de terreinen van het bedrijfseconomische toezicht en de financiële stabiliteit verduidelijkt. De besprekingen binnen de taakgroep hebben geleid tot een breed gedeeld begrip voor de noodzaak van samenwerking ten behoeve van de wetgevingsprocessen van de Gemeenschap als geheel. In het rapport worden de gezamenlijke standpunten van de leden van de taakgroep weergegeven; hun respectieve instellingen zijn formeel niet aan het rapport gebonden.

De ECB werd wederom door nationale autoriteiten geraadpleegd inzake aangelegenheden met betrekking tot de nationale centrale banken, met name inzake wijziging

van de statuten van de Duitse, de Griekse, de Hongaarse en de Oostenrijkse nationale centrale bank.²³ De ECB is geraadpleegd door Tsjechië, Hongarije, Portugal en Roemenië inzake aangelegenheden die van invloed kunnen zijn op de onafhankelijkheid van de nationale centrale bank als lid van het ESCB.²⁴

Op het terrein van het monetaire beleid is de ECB geraadpleegd door Letland, Polen en Roemenië met betrekking tot het stelsel van reserveverplichtingen,²⁵ en door Cyprus, Polen en Slovenië met betrekking tot chartale aangelegenheden en betaalmiddelen.²⁶ De ECB is voorts geraadpleegd door Oostenrijk, Duitsland, Hongarije en Roemenië met betrekking tot statistische aangelegenheden.²⁷

Met betrekking tot het toezicht hebben Bulgarije, Duitsland, Griekenland, Italië, Oostenrijk, Polen en Roemenië²⁸ de ECB geraadpleegd over conceptwetsvoorstellen aangaande belangrijke hervormingen van het kader voor het financiële toezicht en aangelegenheden op het terrein van de financiële stabiliteit. In haar adviezen omtrent een conceptwetsstekst tot wijziging van de Bankwet, de Spaarbankwet, de Wet op de financiële toezichthouder en de Wet op de Oostenrijkse Nationalbank, gericht op een verdere verbetering van het toezichtkader voor kredietinstellingen in Oostenrijk en op een versterking van de rol van de nationale centrale bank, heeft de ECB, conform haar eerdere adviezen op dit terrein, herhaald dat samenwerking (met inbegrip van informatie-

21 CON/2007/35 van 14 november 2007, PB C 291, 5.12.2007, blz. 1.

22 De Lamfalussy-benadering is een uit vier niveaus bestaand proces voor de goedkeuring van wetgeving inzake effecten, bancaire aangelegenheden en verzekeringsaangelegenheden. Voor nadere informatie wordt verwezen naar het rapport "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets" van 15 februari 2001, dat kan worden geraadpleegd op de website van de Europese Commissie. Ook wordt verwezen naar het Jaarverslag van de ECB over 2003 (blz. 118).

23 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 en CON/2007/14.

24 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 en CON/2007/29.

25 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 en CON/2007/22.

26 CON/2007/39, CON/2007/28 en CON/2007/5.

27 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 en CON/2007/24.

28 CON/2007/17, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23, CON/2007/31 en CON/2007/40.

uitwisseling) tussen toezichthouders en centrale banken van het grootste belang is voor het macro-prudentiële toezicht, het toezicht op betalingssystemen en het veiligstellen van andere marktstructuren die essentieel zijn voor een goede monetaire-beleidsvoering. Met name vanuit het oogpunt van de financiële stabiliteit gaf de ECB als haar mening te kennen dat de nationale centrale banken absoluut betrokken moeten zijn bij de beheersing van crisissituaties op de financiële markten.

Op het terrein van betalings- en afwikkelingssystemen is de ECB geraadpleegd door Nederland, Hongarije, Letland, Griekenland, Slovenië, Roemenië en Spanje.²⁹ Daarbij werd de ECB door het Nederlandse Ministerie van Financiën gevraagd om advies over een conceptwetstekst met betrekking tot het systeemspecifieke toezicht op clearing- en afwikkelingsinstellingen. De ECB herhaalde haar standpunt dat, aangezien betalingssystemen zijn gekoppeld met effectenclearing- en afwikkelingssystemen, er sterke argumenten zijn die pleiten voor een rol van de nationale centrale bank als toezichthouder op zowel betalingssystemen als effectenclearing- en afwikkelingssystemen. De ECB heeft daarbij wederom gesteld dat het toezicht op betalingssystemen, met inbegrip van het gedragstoezicht, uitdrukkelijk zou moeten worden toevertrouwd aan de Nederlandsche Bank, hetgeen zou sporen met de status van deze nationale centrale bank als deelnemer aan het Eurosysteem. De ECB merkte daarnaast op dat de nationale centrale bank, als bedrijfseconomische toezichthouder en systeemtoezichthouder, een rol dient te spelen bij de beoordeling van de vraag of de reglementen van de clearing- en afwikkelingsinstellingen criteria bevatten die toetreding door deelnemers op andere gronden dan risico in de weg staan.

Met betrekking tot het wettelijke kader voor de invoering van de euro is de ECB geraadpleegd door Cyprus.³⁰ Slowakije raadpleegde de ECB over een conceptwetstekst ter vergemakkelijking van de toekomstige invoering van de euro

en strekkende tot wijziging van de Wet op de Národná banka Slovenska en 27 andere wetten die binnen de bevoegdheid van de ECB vallen en die van belang zijn voor de juridische convergentie met het Verdrag en de Statuten van het ESCB.³¹

Vanaf 2008 wordt in het Jaarverslag ook informatie opgenomen omtrent de belangrijkste gevallen waarin niet is voldaan aan de verplichting de ECB te raadplegen over voorgenomen nationale en communautaire wetgeving. In 2007 is in zes gevallen de ECB ten onrechte niet geraadpleegd. In één geval hebben de Poolse autoriteiten nagelaten het advies van de ECB in te winnen over een wetsvoorstel aangaande informatieverschaffing. Met het wetsvoorstel werd beoogd bepaalde personen te verplichten informatie te verschaffen over door hen in de periode 1944-1990 ondernomen activiteiten die zouden kunnen worden aangemerkt als samenwerking met de staatsveiligheidsdiensten. Sommige bepalingen uit het wetsvoorstel konden van invloed zijn op de onafhankelijkheid van de centrale bank en voorzagen in aanpassing van enkele aspecten van het institutionele bestuurskader van de nationale centrale bank krachtens de Wet op Narodowy Bank Polski, met consequenties voor leden van de bestuursorganen en het personeel van Narodowy Bank Polski. Als de ECB over deze voorgenomen wetgeving was geraadpleegd, dan zou zij belangrijke bezwaren hebben geuit. De ECB heeft een briefwisseling gevoerd met de Sejm Marshal (de voorzitter van de tweede kamer van het Poolse parlement) over de verplichting tot raadpleging, maar heeft daarbij antwoorden ontvangen waarin de bevoegdheid van de ECB om over de genoemde wetsvoorstellen te worden geraadpleegd werd betwist. Vervolgens zijn sommige bepalingen uit de wet aangaande informatieverschaffing die voor het ESCB van belang waren door het Poolse Constitutionele Hof buiten werking gesteld.

²⁹ CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 en CON/2007/27.

³⁰ CON/2007/1.

³¹ CON/2007/43.

In een ander geval hebben de Letse autoriteiten nagelaten de ECB te raadplegen omtrent een voorgenomen wettelijke bepaling inzake de munteenheid, zoals dat door de communautaire wetgeving wordt vereist. De betreffende bepaling, die op 18 december 2007 werd vastgesteld, betrof een wijziging van de verordening van het Letse kabinet over de spelling van de naam van de gemeenschappelijke munt van de Europese Unie in het Lets, die aanvankelijk op 26 juli 2005 was vastgesteld en waarover de Letse autoriteiten ook hadden nagelaten de ECB te raadplegen. In de oorspronkelijke verordening was de naam van de gemeenschappelijke munt in het Lets vastgesteld op “eiro”; deze bepaling is nu zodanig gewijzigd dat in Letse rechtsdocumenten de naam “euro” moet worden gebruikt. Daarbuiten heet de gemeenschappelijke munt in Letland nog steeds officieel “eiro”. Na de vaststelling van de oorspronkelijke verordening in 2005 heeft de ECB op 1 september 2005 een brief gericht aan de Letse Minister van Financiën en daarin duidelijk aangegeven dat, conform de van toepassing zijnde jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie, lidstaten geen wetgeving mogen aannemen over aangelegenheden waarin wordt voorzien door rechtstreeks van toepassing zijnde communautaire wetgeving en dat de Gemeenschap met uitsluiting van alle anderen bevoegd is wetgeving inzake de gemeenschappelijke munt en de naam ervan vast te stellen.

6.3 HET BEHEER VAN DE KREDIETRANSACTIES VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAP

Krachtens artikel 123, lid 2, van het Verdrag en artikel 9 van Raadsverordening (EG) nr. 332/2002 van 18 februari 2002 blijft de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de door de Europese Gemeenschap afgesloten krediettransacties in het kader van het mechanisme voor financiële bijstand op de middellange termijn. In 2007 heeft de ECB geen beheerstaken verricht. Er stond aan het eind van 2006 geen saldo open en er zijn gedurende het jaar geen nieuwe transacties aangegaan.

6.4 DIENSTEN VAN HET EUROSISTEEM INZAKE RESERVEBEHEER

In 2007 is wederom een uitgebreid scala aan diensten aangeboden krachtens het in 2005 ingevoerde kader voor het beheer van in euro luidende reserves van cliënten van het Eurosysteem. Het volledige pakket diensten – dat beschikbaar wordt gesteld aan centrale banken, monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied alsook aan internationale organisaties – wordt aangeboden door afzonderlijke centrale banken van het Eurosysteem (de “Eurosystem Service Providers”) onder geharmoniseerde voorwaarden en overeenkomstig algemeen geldende marktstandaarden. De ECB speelt hierbij een coördinerende rol om de goede werking van het kader te waarborgen. Het aantal cliënten dat in 2007 een zakelijke relatie met het Eurosysteem onderhield, bleef ten opzichte van 2006 gelijk. Met betrekking tot de dienstverlening zelf geldt dat de totale saldi op de geld- en effectenrekeningen van cliënten een toename lieten zien. In 2007 heeft het Eurosysteem een klanttevredenheidsonderzoek gehouden; de resultaten daarvan bevestigden dat de cliënten over het geheel genomen tevreden waren met het aangeboden pakket diensten en met de kwaliteit daarvan.



HOOFDSTUK 3

TOETREDING VAN CYPRUS EN MALTA TOT HET EUROGEBIED

I. ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN CYPRUS EN MALTA

Op 10 juli 2007 nam de Ecofin-Raad een besluit aan dat Cyprus en Malta toestond om vanaf 1 januari 2008 de euro in te voeren als hun munteenheid, waardoor het aantal eurolanden gestegen is van 13 naar 15. Het besluit van de Raad werd genomen op basis van de door de ECB en de Europese Commissie in mei 2007 gepubliceerde convergentieverslagen, en na een discussie door de EU-Raad in de samenstelling van staatshoofden en regeringsleiders, een advies van het Europees Parlement en een voorstel van de Europese Commissie. Diezelfde dag stelde de Ecofin-Raad een verordening vast waarbij de onherroepelijke wisselkoersen tussen het Cypriotisch pond en de Maltese lire, enerzijds, en de euro, anderzijds, werden vastgelegd. De omrekeningskoersen werden vastgesteld op CYP 0,585274 en MTL 0,429300 voor één euro en bleven aldus ongewijzigd ten opzichte van de spilkoersen die golden vanaf 2 mei 2005, toen die valuta's werden opgenomen in het ERM II. Het Cypriotisch pond was dicht bij zijn spilkoers ten opzichte van de euro gebleven aan de sterke zijde van de schommelingsmarge, terwijl de

Maltese lire gedurende de hele periode van deelname aan het ERM II op haar spilkoers was gebleven. Op de dag dat de omrekeningskoersen werden vastgesteld, noteerden beide valuta's zeer dicht bij of op deze respectieve koersen.

Een terugblik over de laatste tien jaar leert dat de HICP-inflatie in zowel Cyprus als Malta relatief onder controle kon worden gehouden; zij schommelde meestal tussen 2% en 3% (zie de Tabellen 14 en 15). Dit vrij gunstige inflatieverloop zou moeten worden beschouwd tegen de achtergrond van reeds lang bestaande wisselkoersarrangementen op basis van een vaste koppeling. In Cyprus kwam de HICP-inflatie in 2000 en in 2003 hoger uit, voornamelijk als gevolg van de sterke stijgingen van de energie- en voedselprijzen, alsook van de met de EU-harmonisatie verband houdende geleidelijke verhogingen van de energie-accijnzen en van het btw-tarief van 10% tot 15% in de periode 2002-03. In Malta werd in 1997 en in 1998 een iets hogere HICP-inflatie opgetekend, grotendeels vanwege de relatief sterke stijgingen van de horeca- en

Tabel 14 Belangrijkste economische indicatoren voor Cyprus

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reële bbp-groei	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei (procentpunten)</i>										
Binnenlandse vraag, met uitzondering van voorraden	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Netto-uitvoer	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
HICP-inflatie ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Loonsom per werknemer	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominale arbeidskosten per eenheid product (gehele economie)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Invoerdeflator (goederen en diensten)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Saldo van lopende en kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Totale werkgelegenheid	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Overheidssurplus (+)/deficit (-)	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Bruto overheidsschuld	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
Driemaands rente (% per jaar) ¹⁾	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Rendementen op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ¹⁾	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Wisselkoers t.o.v. de euro ^{1),3)}	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Bronnen: ECB en Eurostat.

1) Periodegemiddelde.

2) De gegevens voor 2007 hebben betrekking op het vierkwaartaals gemiddelde tot het derde kwartaal van 2007.

3) Cypriotische ponden per euro.

Tabel 15 Belangrijkste economische indicatoren voor Malta

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reële bbp-groei	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei</i>										
<i>(procentpunten)</i>										
Binnenlandse vraag, met uitzondering van voorraden	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Netto-uitvoer	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
HICP-inflatie ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Loonsom per werknemer	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominale arbeidskosten per eenheid product (gehele economie)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Invoerdeflator (goederen en diensten)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Saldo van lopende en kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Totale werkgelegenheid	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Overheidsplus (+)/deficit (-)	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Bruto overheidsschuld	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
Driemaands rente (% per jaar) ¹⁾	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Rendementen op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ¹⁾	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Wisselkoers t.o.v. de euro ^{1),3)}	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Bronnen: ECB en Eurostat.
 1) Periodegemiddelde.
 2) De gegevens voor 2007 hebben betrekking op het vierkwartaals gemiddelde tot het derde kwartaal van 2007.
 3) Maltese lires per euro.

transportprijzen. In 2007 beliep de HICP-inflatie in Cyprus gemiddeld 2,2%, waarbij het jaarlijkse inflatiecijfer opliep van een gematigd peil in de eerste helft van het jaar tot meer dan 3% eind 2007, voornamelijk als gevolg van het verloop van de energieprijzen. In Malta kwam de HICP-inflatie in 2007 gemiddeld beschouwd lager uit dan in 2006, vooral door een aanzienlijke daling van de energieprijzen ten opzichte van het hoge niveau tijdens het jaar voordien, alsook door een verlaging van de huisvestingsprijzen. In de tweede helft van 2007 klom het inflatiecijfer gestaag tot net iets boven de 3% in december, wat resulteerde in een voor het geheel van het jaar gemiddeld inflatiecijfer van 0,7%. Zowel in Malta als in Cyprus droegen de voedselprijzen bij tot de in de loop van 2007 aantrekkende inflatie. In Malta was die inflatietoename, die vooral duidelijk werd tijdens het laatste kwartaal van het jaar, ook een gevolg van de stijgingen van de subindices voor kleding, schoeisel en horeca.

Het inflatieverloop zou moeten worden beschouwd tegen de achtergrond van een tijdens het afgelopen

decennium stevige economische groei in Cyprus en een tragere groei in Malta. In Cyprus nam het reële bbp aan het begin van het decennium met zo'n 5% toe; in 2002 en 2003 vertraagde die groei tot ongeveer 2% als gevolg van de afnemende vraag in de toeristische sector. De laatste jaren is de reële bbp-groei opnieuw versneld tot circa 4% naar aanleiding van de opnieuw krachtiger binnenlandse vraag. In Malta liet de productiegroei, na een periode van stevige economische expansie tot het jaar 2000, een aanzienlijke vertraging optekenen als gevolg van de externe malaise, de verscherpte concurrentie op Malta's exportmarkten en de herstructureringsoperaties in de verwerkende industrie. Tijdens de daaropvolgende jaren trok de productiegroei opnieuw aan tot gemiddeld ongeveer 3%, voornamelijk dankzij de binnenlandse vraag. Wat de externe ontwikkelingen betreft, hebben Cyprus en Malta de afgelopen tien jaar een tekort op hun lopende en kapitaalrekening laten optekenen van, respectievelijk, gemiddeld ongeveer 3,5% en 4% bbp. In 2007 steeg dat tekort tot 7,1% bbp in Cyprus en daalde het tot 3,2% bbp in Malta.

De situatie op de arbeidsmarkt is gedurende het afgelopen decennium in beide landen relatief stabiel gebleven. In Cyprus schommelde het werkloosheidscijfer tussen 3% en 5%, terwijl het in Malta meestal rond de 7% fluctueerde. In Cyprus nam de werkgelegenheid vrij sterk toe, met bijna 4% tussen 2003 en 2005, terwijl de stijging in Malta tijdens diezelfde periode meer gematigd was. Na het economische herstel van de laatste jaren, liet de situatie op de arbeidsmarkt in 2007 in beide landen evenwel een verbetering optekenen. Het werkloosheidscijfer liep zowel in Cyprus als in Malta terug tot respectievelijk 3,9% en 5,8% aan het einde van 2007. Aanzienlijke stromen buitenlandse werknemers, inclusief seizoenarbeiders, dragen in beide landen bij tot de flexibiliteit van de arbeidsmarkt.

Het begrotingsbeleid heeft de laatste jaren zowel in Cyprus als in Malta een grotere rol gespeeld in het bewerkstelligen van prijsstabiliteit, aangezien hun begrotingsposities flink verbeterd zijn. De -aanvankelijk hoge - tekortquote van de overheid ten opzichte van het bbp begon in 2004 in beide landen te slinken. In Cyprus sloeg de tekortquote van 6,5% bbp in 2003 om in een overschot van 1,5% in 2007, terwijl zij in Malta daalde van 9,8% bbp in 2003 tot 1,6% in 2007. In beide landen was de verbetering van de begrotingspositie van de overheid voornamelijk toe te schrijven aan niet-cyclische factoren, hoewel tijdens de afgelopen jaren ook tijdelijke maatregelen een belangrijke rol hebben gespeeld. De tekortquote van de overheid ten opzichte van het bbp ligt in beide landen op een hoog peil, maar is de laatste jaren gedaald. In Cyprus liep de schuldquote terug van een record van 70,2% bbp in 2004 tot 60% in 2007, terwijl zij in diezelfde periode in Malta afnam van 72,7% bbp tot 62,9%. In Malta moet de begroting verder worden geconsolideerd indien het land wil voldoen aan zijn in het stabiliteits- en groeipact beschreven middellange-termijndoelstelling. Bovendien zou in beide landen op het vlak van de overheidsfinanciën voldoende manoeuvreerruimte moeten worden gecreëerd om het hoofd te kunnen bieden aan de verwachte verslechtering van de demografische situatie, die wellicht zal leiden tot een stijging van de leeftijdsgebonden overheidsuitgaven.

Het monetaire beleid speelde zowel in Cyprus als in Malta een belangrijke rol in het convergentieproces. Beide landen hebben een lange traditie, die teruggaat tot de jaren zestig, van wisselkoersarrangementen op basis van een vaste koppeling. Bovendien werd het behoud van prijsstabiliteit als de voornaamste doelstelling van het monetaire beleid in 2002 vastgelegd in de Central Bank of Cyprus Law en de Central Bank of Malta Act. Het Cypriotisch pond werd in 1992 vastgekoppeld aan de ECU en in 1999 aan de euro, met een schommelingsmarge van $\pm 2,25\%$. Die marge werd in 2001 verruimd tot $\pm 15\%$ tegen de achtergrond van een constante geleidelijke liberalisering van het kapitaalverkeer. De Central Bank of Cyprus maakte echter geen gebruik van de ruimere marge en de wisselkoers fluctueerde binnen een nauwe band. De Maltese lire werd, gedurende het grootste gedeelte van de periode na Malta's onafhankelijkheid in 1964, vastgekoppeld aan een valutakorf waarbij een groot gewicht werd toegekend aan de ECU/euro, het pond sterling en de Amerikaanse dollar. Aangezien de euro de valuta was met het grootste gewicht in de korf (namelijk 70%), bleven de wisselkoersschommelingen van de lire ten opzichte van de euro vrij beperkt in de jaren voorafgaand aan de toetreding tot het ERM II. Zowel het Cypriotisch pond als de Maltese lire traden op 2 mei 2005 toe tot het ERM II, met een standaard schommelingsmarge van $\pm 15\%$. Op dat ogenblik verklaarde de Maltese overheid tevens van plan te zijn de wisselkoers van de lire eenzijdig te handhaven op de wisselkoers ten opzichte van de euro.

In 2007 bleef het monetaire beleid van de centrale banken van Cyprus en Malta afgestemd op het bereiken van prijsstabiliteit. Beide centrale banken ondersteunden hun wisselkoerskoppeling door hun richtinggevende officiële rentetarieven boven die van de ECB te houden. De Central Bank of Cyprus liet gedurende het grootste deel van het jaar haar minimale inschrijvingsrente ongewijzigd op 4,5%, terwijl de Central Bank of Malta haar centrale interventiekoers tweemaal verhoogde, namelijk in januari en in mei, met in totaal 50 basispunten tot 4,25%. De officiële

rentetarieven werden op één lijn gebracht met die van de ECB op 21 december 2007 in Cyprus en op 28 december 2007 in Malta, waardoor het convergentieproces van de officiële rentetarieven werd voltooid. De geldmarktrentes in Cyprus en Malta volgden in grote lijnen de respectieve officiële rentetarieven in die landen, wat ervoor zorgde dat in december 2007 ook de convergentie van de geldmarktrentes was voltooid. De lange rentes bevonden zich reeds sedert begin 2006 in de buurt van die van het eurogebied, wat een bewijs was van het vertrouwen van de markten in de algemene economische ontwikkelingen in beide landen en van de geloofwaardigheid van hun monetair en wisselkoersbeleid.

Na hun overgang op de euro was de zwaarste beleidsuitdaging voor zowel Cyprus als Malta het voeren van een passend nationaal economisch beleid gericht op het bereiken van een hoge graad van duurzame convergentie. Het is voor beide landen zeer belangrijk door te gaan met een op

structurele maatregelen gebaseerde duurzame en geloofwaardige begrotingsconsolidatie en hun begrotingsresultaten te verbeteren door hun schuldquoten concreet te verlagen. Het is ook zaak dat zij de loonontwikkelingen gematigd houden, met inachtneming van de groei van de arbeidsproductiviteit, de situatie op de arbeidsmarkt en de ontwikkelingen in concurrerende landen. In dat opzicht zijn de verscherping van de concurrentie op de productmarkten en de verbeterde werking van de arbeidsmarkt in beide landen sleutelementen. In Cyprus, bijvoorbeeld, zou het indexeringsmechanisme voor de lonen en voor bepaalde sociale uitkeringen (zoals die om te voorzien in de kosten van levensonderhoud) moeten worden herzien teneinde de aan de inflatiepersistentie verbonden risico's te verkleinen. Malta moet tevens inspanningen leveren om de structurele beperkingen op de economische groei en op de jobcreatie weg te werken, onder meer door de arbeidsmarktparticipatie op te voeren.

Kader 10

STATISTISCHE IMPLICATIES VAN DE UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED MET CYPRUS EN MALTA

De uitbreiding van het eurogebied met Cyprus en Malta vanaf 1 januari 2008 was de derde gelegenheid waarbij statistische reeksen voor het eurogebied dienden te worden aangepast teneinde ze ook betrekking te laten hebben op de nieuwe lidstaten. De statistieken voor het uitgebreide eurogebied werden, indien nodig, voorbereid in samenwerking met de Europese Commissie.

De toetreding van Cyprus en Malta tot het eurogebied betekent dat de ingezetenen van deze landen ingezetenen van het eurogebied zijn geworden. Dit heeft een impact op de statistieken waarvoor de aggregaten van het eurogebied niet louter de som zijn van nationale gegevens, zoals de monetaire statistieken, de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie alsook de financiële rekeningen, omdat de transacties tussen de ingezetenen van Cyprus en Malta en de overige ingezetenen van het eurogebied voortaan moeten worden geconsolideerd.

Sedert januari 2008 zijn Cyprus en Malta dus verplicht aan alle statistische vereisten van de ECB te voldoen, d.w.z. dat ze volledig geharmoniseerde en vergelijkbare nationale gegevens moeten verschaffen¹. Aangezien het voorbereidende werk voor het opstellen van nieuwe statistieken

¹ De statistische vereisten van de ECB zijn samengevat in het document "Statistieken van de ECB - een overzicht", april 2006.

een lange aanlooptijd vergt, hebben de centrale banken van Cyprus en Malta en de ECB de statistische voorbereidingen aangevat ruim vóór Cyprus en Malta tot de EU toetraden. Nadat ze lid waren geworden van het ESCB, intensiverden de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta hun voorbereidingen teneinde te voldoen aan de vereisten van de ECB in het vlak van monetaire en bancaire statistieken, statistieken met betrekking tot de betalingsbalans, overheidsfinanciën, financiële rekeningen en andere financiële statistieken. In enkele statistische domeinen is met de beide landen een actieplan op touw gezet teneinde ervoor te zorgen dat in de loop van 2008 geleidelijk aan alle statistische vereisten van de ECB wordt voldaan. Daarnaast moesten de centrale banken van Cyprus en Malta de noodzakelijke voorbereidingen treffen om de Cypriotische en Maltese kredietinstellingen te integreren in het ECB-stelsel van reserveverplichtingen en om te voldoen aan de relevante statistische vereisten.

Voor de gegevensrapporteurs en de NCB's van de andere landen van het eurogebied betekende de uitbreiding van het eurogebied dat zij vanaf januari 2008 transacties met (of stromen van en naar) en posities bij ingezetenen van Cyprus en Malta moesten rapporteren als onderdeel van de gegevens betreffende het eurogebied, eerder dan als transacties met, en posities bij, niet-ingezetenen van het eurogebied.

Daarnaast moesten Cyprus, Malta en de overige landen van het eurogebied allemaal historische cijfers rapporteren, die geografisch en sectoraal voldoende gedetailleerd waren en teruggingen tot ten minste 2004, het jaar waarin Cyprus en Malta toetraden tot de EU.

Wat de publicatie van de statistieken voor het eurogebied betreft, heeft de ECB gebruikers on line toegang verschaft tot twee tijdreeksen, één met gegevens over het huidige eurogebied (d.w.z. met inbegrip van Cyprus en Malta) die zover mogelijk teruggaan in de tijd, en één die de verschillende samenstellingen van het eurogebied, beginnend met de elf landen in 1999, met elkaar verbindt.

2 JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE CENTRAL BANK OF CYPRUS EN DE CENTRAL BANK OF MALTA IN HET EUROSISTEEM

De ECB heeft overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag, de statuten van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta, alsook de overige relevante Cypriotische en Maltese wetgeving beoordeeld op naleving van artikel 109 van het Verdrag. De ECB heeft de compatibiliteit van de Cypriotische en de Maltese wetgeving met het Verdrag en de Statuten van het ESCB als gunstig beoordeeld, zoals vermeld in het in mei 2007 gepubliceerde Convergentieverslag voor Cyprus en Malta.

De ECB, de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta hebben een aantal juridische instrumenten ingevoerd om de integratie van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta in het Eurosysteem op 1 januari 2008 te waarborgen. Het juridische kader van het Eurosysteem werd aangepast als gevolg van het op 10 juli 2007 door de Ecofin-Raad genomen besluit tot opheffing van de derogatiestatus van Cyprus en Malta¹. De invoering van de euro in Cyprus en Malta en de integratie van hun centrale banken in het Eurosysteem maakten eveneens wijzigingen van enkele Cypriotische en Maltese juridische instrumenten nodig.

In maart 2007 werden de statuten van de Central Bank of Cyprus aangepast op basis van de in de Convergentieverslagen van 2004 en 2006 gedane aanbevelingen. Cyprus had de ECB drie maal geraadpleegd over de conceptwijzigingen van de statuten van de Central Bank of Cyprus. De ECB nam drie adviezen tot wijzigingen aan², welke zijn aangebracht in de definitieve versie van de statuten. In de loop van 2007 is de ECB ook geconsulteerd over wijzigingen van overige Cypriotische wetgeving met betrekking tot de uitgifte van valuta³.

Op 30 maart 2006 raadpleegde Malta de ECB over de conceptwijzigingen van de statuten van de Central Bank of Malta. In een advies⁴ stelde de ECB een aantal aanpassingen voor, die werden opgenomen in de wijzigingen van de statuten. De Central Bank of Malta raadpleegde de ECB eveneens op 21 november 2006 over verdere wijzigingen van de statuten van de Central Bank of Malta, teneinde tegemoet te komen aan de

aanbevelingen van het Convergentieverslag van 2006. De ECB nam een advies⁵ aan over de wijzigingen, dat eveneens tot uiting kwam in de definitieve versie van de statuten van de Central Bank of Malta. Voorts werd de ECB op 28 mei 2007 geraadpleegd over wijzigingen van Richtlijn nr. 1 van de Central Bank of Malta over de reserveverplichtingen en nam ze een advies aan inzake de wijzigingen⁶.

Het op 10 juli 2007 genomen besluit van de Ecofin-Raad resulteerde in wijzigingen van Verordening (EG) nr. 974/98 om de invoering van de euro in Cyprus⁷ en Malta⁸ mogelijk te maken, en de vaststelling van Verordening (EG) nr. 1135/2007⁹ en Verordening (EG) nr. 1134/2007¹⁰ tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2866/98, die onherroepelijk de respectieve omrekeningskoersen vastlegden van het Cypriotische pond en de Maltese lira ten opzichte van de euro. De Raad raadpleegde de ECB over voorstellen met betrekking tot deze beide verordeningen, waarop de ECB een advies aannam.¹¹ De ECB werd ook geraadpleegd over de nationale wetgeving inzake de invoering van de euro als munteenheid van Cyprus en Malta.¹²

Voor de wetsvoorbereidingen ten behoeve van de integratie van de Central Bank of Cyprus en de

1 Beschikking van de Raad van 10 juli 2007 overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag betreffende de aanneming van de eenheidsmunt door Cyprus op 1 januari 2008, *PB L 186, 18.7.2007, blz. 25*, en Beschikking van de Raad van 10 juli 2007 overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag betreffende de aanneming van de eenheidsmunt door Malta op 1 januari 2008, *PB L 186, 18.7.2007, blz. 32*.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 en CON/2006/50.

3 CON/2007/39 en CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2006/58.

6 CON/2007/16.

7 Verordening (EG) nr. 835/2007 van de Raad van 10 juli 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 974/98 in verband met de invoering van de euro in Cyprus, *PB L 186, 18.7.2007, blz. 1*.

8 Verordening (EG) nr. 836/2007 van de Raad van 10 juli 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 974/98 in verband met de invoering van de euro in Malta, *PB L 186, 18.7.2007, blz. 3*.

9 Verordening (EG) nr. 1135/2007 van de Raad van 10 juli 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2866/98 met betrekking tot de omrekeningskoersen naar de euro voor Cyprus, *PB L 256, 2.10.2007, blz. 2*.

10 Verordening (EG) nr. 1134/2007 van de Raad van 10 juli 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2866/98 met betrekking tot de omrekeningskoersen naar de euro voor Malta, *PB L 256, 2.10.2007, blz. 1*.

11 CON/2007/19, *PB C 160, 13.7.2007, blz. 1*.

12 CON/2006/10 en CON/2007/1.



Central Bank of Malta in het Eurosysteem stelde de ECB de nodige juridische instrumenten vast om te voorzien in de volstorting van het overige kapitaal en de overdracht door elke centrale bank van deviezenreserves aan de ECB¹³. Krachtens artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB nam de Raad van Bestuur aanbevelingen aan met betrekking tot de externe accountants van de Central Bank of Cyprus¹⁴ en van de Central Bank of Malta¹⁵ voor de jaarrekeningen met ingang van het boekjaar 2008. De ECB herzag ook haar juridische kader en voerde waar nodig wijzigingen in die voortvloeiden uit het lidmaatschap van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta van het Eurosysteem. Deze wijzigingen omvatten onder meer een herziening van de Cypriotische en Maltese wetgeving tot invoering van het juridische kader van het Eurosysteem voor het monetaire beleid en TARGET2. Hierdoor konden Cypriotische en Maltese tegenpartijen vanaf 2 januari 2008 deelnemen aan de open-markttransacties van het Eurosysteem. De ECB stelde voorts een regeling vast inzake overgangsvoorzieningen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de introductie van de euro in Cyprus en Malta¹⁶. Tot slot werd de ERM II-overeenkomst¹⁷ beëindigd voor de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta.

- 13 Besluit van de ECB van 31 december 2007 betreffende de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdragen aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta (ECB/2007/22), PB L 28, 1.2.2008, blz. 36.
- 14 Aanbeveling van de ECB van 15 november 2007 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Central Bank of Cyprus (ECB/2007/12), PB C 277, 20.11.2007, blz. 1.
- 15 Aanbeveling van de ECB van 29 november 2007 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Central Bank of Malta (ECB/2007/17), PB C 304, 15.12.07, blz. 1.
- 16 Verordening van de ECB van 9 november 2007 met betrekking tot overgangsbepalingen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de invoering van de euro in Cyprus en Malta (ECB/2007/11), PB L 300, 17.11.2007, blz. 44.
- 17 Overeenkomst van 14 december 2007 tussen de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten buiten het eurogebied tot wijziging van de Overeenkomst van 16 maart 2006 tussen de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten buiten het eurogebied waarin de operationele procedures voor een wisselkoersmechanisme in de derde fase van de Economische en Monetaire Unie zijn neergelegd, PB C 319 van 29.12.2007, blz. 7.

3 OPERATIONELE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE CENTRAL BANK OF CYPRUS EN DE CENTRAL BANK OF MALTA IN HET EUROSISTEEM

Na het besluit van de Ecofin-Raad, genomen op 10 juli 2007, betreffende de invoering van de euro in Cyprus en Malta op 1 januari 2008, heeft de ECB technische voorbereidingen getroffen met het oog op de volledige integratie van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta in het Eurosysteem. Conform de bepalingen van het Verdrag zijn beide centrale banken tot het Eurosysteem toegetreden met precies dezelfde rechten en verplichtingen als de nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro al hadden ingevoerd.

De technische voorbereidingen op de integratie van de centrale banken van Cyprus en Malta in het Eurosysteem geschieden in nauwe samenwerking tussen de ECB en de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta, en in voorkomende gevallen op multilaterale basis met de 13 nationale centrale banken van het eurogebied. Die voorbereidingen bestreken een breed scala aan werkerreinen, in het bijzonder de financiële verslaggeving en boekhouding, monetaire-beleidstransacties, het beheer van buitenlandse reserves en valutatransacties, betalingssystemen, statistiek en de productie van bankbiljetten. Op operationeel gebied omvatte de voorbereiding uitvoerige tests van de instrumenten en procedures voor de uitvoering van het monetaire beleid en valutatransacties.

3.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De overgang van Cyprus en Malta op de euro per 1 januari 2008 betekende dat de in die twee landen gevestigde kredietinstellingen vanaf die datum gehouden waren aan de reserveverplichtingen van het Eurosysteem. Omdat 1 januari 2008 vrijwel midden in de reguliere reserve-aanhoudingsperiode van het Eurosysteem van 12 december 2007 tot en met 15 januari 2008 viel, waren er overgangsvoorzieningen nodig voor de toepassing van de reserveverplichtingen in Cyprus en Malta tijdens deze aanhoudingsperiode. Overgangsvoorzieningen waren eveneens nodig voor de berekening van de reservebasis van de respectieve tegenpartijen. De lijst van de 215 Cypriotische

en 22 Maltese kredietinstellingen waarop de reserveverplichtingen van het Eurosysteem van toepassing zijn, is op 31 december 2007 voor het eerst op de website van de ECB geplaatst.

Door de toetreding van Cyprus en Malta tot het eurogebied zijn de totale reserveverplichtingen van de kredietinstellingen in het eurogebied toegenomen met minder dan 1% (respectievelijk met €1,1 miljard en €0,4 miljard). De autonome liquiditeitsfactoren op de balansen van de twee centrale banken verminderden de liquiditeitsbehoeften van de bancaire sector van het eurogebied in zijn geheel met een gemiddelde van €2,7 miljard in de periode van 1 tot 15 januari 2008. In de berekening van dit cijfer worden de liquiditeitsverkrappende monetaire-beleidstransacties die door de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta waren uitgevoerd vóór de toetreding tot het eurogebied, en die alle waren vervallen op 4 januari, ook behandeld als autonome factoren. Rekening houdend met zowel de reserveverplichtingen als de autonome factoren, verminderde de toetreding van Cyprus en Malta tot het eurogebied de totale liquiditeitsbehoeften van de bancaire sector van het eurogebied dienovereenkomstig met €1,2 miljard, wat overeenstemt met 0,3% van de totale liquiditeitsbehoeften.

Over het algemeen beschouwd, werd dit liquiditeitsoverschot van €1,2 miljard via de interbancaire markt vlot doorgesluisd naar de banken van de overige landen van het eurogebied, zodat het kon worden gebruikt om te voldoen aan de reserveverplichtingen in die landen. Tot 15 januari werd echter ook een dagelijks gemiddelde van circa €0,3 miljard door Cypriotische tegenpartijen bij de depositofaciliteit geplaatst.

De ECB hield rekening met de invloed hiervan op de liquiditeitsverhoudingen in het eurogebied door de bij haar basis-herfinancieringstransacties toegewezen bedragen reeds aan te passen vanaf de transactie die werd verrekend op 28 december en die afliep op 4 januari. Gelet op het liquiditeitsoverschot, tekenden de tegenpartijen van Cyprus en Malta slechts

voor een verwaarloosbaar bedrag in op de basis-herfinancieringstransacties aan het begin van 2008. Ze namen echter wel deel aan de liquiditeitsverkrappende fine-tuning-transacties die werden uitgevoerd op 2 en 3 januari, en deponeerden €0,3 en €0,5 miljard bij het Eurosysteem.

Door toe te treden tot het eurogebied gingen de centrale banken van Cyprus en Malta ook over op het onderpandkader van het Eurosysteem. De Central Bank of Cyprus meldde €4,2 miljard aan beleenbare Cypriotische activa, en de Central Bank of Malta meldde €3,1 miljard aan beleenbare Maltese activa, die konden worden gebruikt als onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem vanaf 1 januari 2008.

Amerikaanse dollars luidende activa. Na het precedent dat in 2007 werd geschapen door het poolen van de operationele activiteiten tussen de Banka Slovenije en de Banque Centrale du Luxembourg voor wat betreft het beheer van hun aandeel in de externe reserves van de ECB, stemden de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta erin toe hun operationele activiteiten met betrekking tot het beheer van hun aandeel in de externe reserves van de ECB te poolen met respectievelijk de Bank of Greece en de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. In verband met de overdracht van externe reserves aan de ECB werden de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta gecrediteerd met een vordering in euro op de ECB.

3.2 BIJDRAGE AAN KAPITAAL, RESERVES EN EXTERNE RESERVES VAN DE ECB

Bij hun toetreding tot het ESCB op 1 mei 2004 hebben de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta 7% van hun aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB volgestort als bijdrage in de bedrijfskosten van de ECB. Conform artikel 49 van de Statuten van het ESCB hebben de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta het resterende deel van hun bijdrage betaald op 1 januari 2008. Het totaal van hun geplaatste aandelen bedraagt respectievelijk €7,2 en €3,6 miljoen, zijnde 0,1249% en 0,0622% van het geplaatste kapitaal van de ECB dat per 1 januari 2008 € 5,761 miljard bedraagt.

Aan het begin van 2008 hebben de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta, conform Artikel 30 en Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB, externe reserves (ter waarde van respectievelijk €73,4 miljoen en €36,6 miljoen) overgedragen aan de ECB. Gemeten naar hun aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB, staat dit in verhouding tot de reeds door de overige nationale centrale banken van het eurogebied overgedragen externe reserves. Van de totale bijdrage werd 15% overgedragen in de vorm van goud en 85% in de vorm van in

4 DE OVERGANG OP DE CHARTALE EURO IN CYPRUS EN MALTA

Zes jaar na de geslaagde gelijktijdige invoering van de eurobankbiljetten en -munten in 12 landen van het eurogebied en één jaar nadat Slovenië toetrad tot het Eurosysteem, werden de eurobankbiljetten en -munten op 1 januari 2008 met succes ingevoerd in Cyprus en Malta. Na een periode van dubbele circulatie van een maand waren het Cypriotische pond en de Maltese lire volledig vervangen door de euro.

Net als bij de voorgaande overschakelingen op de chartale euro, was een tijdige en uitgebreide voorbereiding van cruciaal belang voor de vlotte invoering van de eurobankbiljetten en -munten. Zowel Cyprus als Malta hadden lang voor €-Day op nationaal niveau overgangsscenario's opgesteld. Die scenario's waren onder meer gebaseerd op het wettelijk kader dat de Raad van Bestuur in juli 2006 had goedgekeurd met betrekking tot sommige voorbereidingen voor de overgang op de chartale euro en de frontloading en sub-frontloading van eurobankbiljetten en -munten buiten het eurogebied.

Ingevolge de beslissing van de ECOFIN-Raad van 10 juli 2007 betreffende de invoering van de euro in Cyprus en Malta op 1 januari 2008, werden de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta ertoe gemachtigd van het Eurosysteem bankbiljetten te lenen ter voorbereiding van de overgang op de chartale euro en de behoefte aan bankbiljetten in 2008.

Om te voorzien in de startvoorraden bankbiljetten voor de invoering, verstrekke het Eurosysteem de Central Bank of Cyprus in totaal 79,1 miljoen bankbiljetten met een nominale waarde van €1.730,0 miljoen uit haar voorraad, terwijl de Central Bank of Malta in totaal 72,0 miljoen bankbiljetten ontving met een nominale waarde van €1.566,0 miljoen. Om geografische en logistieke redenen, werd de fysieke levering van de bankbiljetten namens het Eurosysteem verricht door de Bank of Greece, de Banca d'Italia en de Banco de Portugal.

Wat de euromunten betreft, kozen de bevoegde autoriteiten in beide landen voor een openbare inschrijvingsprocedure om de vereiste

hoeveelheden te verwerven. In het geval van Cyprus werden 395,0 miljoen euromunten met een nominale waarde van €100,3 miljoen geproduceerd door de Munt van Finland, terwijl de Monnaie de Paris 200,0 miljoen euromunten met een nominale waarde van €56,1 miljoen sloeg voor Malta.

De Central Bank of Cyprus startte de frontloading van euromunten aan kredietinstellingen op 22 oktober 2007; de frontloading van eurobankbiljetten nam een aanvang op 19 november 2007. De sub-frontloading aan detailhandelaars en de automatenindustrie startte samen met de frontloading. Een ruime voorafgaande distributie van euromunten werd ondersteund door het aanmaken van ongeveer 40.000 voorverpakte starterkits met euromunten, ter waarde van elk €172, die vanaf 3 december 2007 beschikbaar waren voor zaken en detailhandelaars. 250.000 minikits, elk ter waarde van CYP 10, werden op dezelfde datum te koop aangeboden aan het grote publiek.

In Malta startte de frontloading van euromunten eind september 2007, terwijl de frontloading van eurobankbiljetten eind oktober een aanvang nam. De sub-frontloading van bankbiljetten en munten aan zaken en detailhandelaars, met inbegrip van de verstrekking van starterkits met euromunten, elk ter waarde van €131, begon op 1 december 2007. Het grote publiek kon vanaf 10 december 2007 een van de 330.000 beschikbare minikits, ter waarde van €11,65, kopen.

In beide landen werden de frontloading en sub-frontloading, die bijdroegen tot een zo breed mogelijke distributie van eurobiljetten en -munten, voltooid zoals gepland, wat essentieel was voor een vlot verloop van het hele proces. Het overgangsproces in Cyprus en Malta profiteerde ook van de snelle omschakeling van de betaalautomaten, die voor €-Day of in de loop van 1 januari 2008 werden aangepast. Bovendien gaven de detailhandelaars vanaf de eerste dag enkel wisselgeld in euro.

In beide landen werd de euro in omloop gebracht volgens een big bangscenario, d.w.z. de eurobankbiljetten en -munten werden fysiek ingevoerd op hetzelfde ogenblik dat de euro wettig betaalmiddel werd. De bankbiljetten blijven gedurende tien jaar omwisselbaar bij respectievelijk de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta en de munten gedurende twee jaar.

Met betrekking tot de invoering van de euro in Cyprus en Malta, wisselden de NCB's van het eurogebied vanaf de eerste werkdag van 2008 bankbiljetten in Cypriotisch pond en Maltese lire a pari om tegen euro's en zullen zulks tot 29 februari 2008 gratis doen¹⁸. Het omgewisselde bedrag was beperkt tot €1.000 voor een bepaalde partij/transactie op één dag.

DE INFORMATIECAMPAGNE MET BETREKKING TOT DE INVOERING VAN DE EURO

In samenwerking met de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta, bedacht en voerde de ECB uitgebreide informatiecampaagnes ter voorbereiding van de invoering van de euro in Cyprus en Malta op 1 januari 2008. Het doel van die gezamenlijke Euro Informatiecampaagnes was het publiek vertrouwd te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en -munten, alsook met de wijze waarop de overgang op de chartale euro zou verlopen. Bijzondere aandacht werd besteed aan professionele bankbiljettenverwerkers en mensen met een visuele handicap, voor wie speciale opleidingsvergaderingen en materiaal werden opgezet.

Het logo "€ Our money", gebaseerd op het logo dat gebruikt werd in de informatiecampagne voor de invoering van de eurobankbiljetten en -munten in 2002, was prominent aanwezig in alle gezamenlijke communicatieactiviteiten in verband met de overgang op de euro in Cyprus en Malta.

De gezamenlijke Euro Informatiecampaagnes hanteerden een communicatiemix waarbij onderzoeksactiviteiten, publicaties, een

pers- en publicrelationsprogramma en een partnerschapsprogramma, alsook specifieke webpagina's werden gebruikt. Ingevolge in 2006 verrichte pan-Europese kwalitatieve research, werd een sterk menselijk element gebruikt bij de berichtgeving over de chartale euro. Afbeeldingen van Cypriotische en Maltese burgers die met chartaal geld werkten, werden in het informatiemateriaal gebruikt om de euro dichterbij de mensen te brengen. De campagnes hielden ook rekening met de ervaringen die werden opgedaan in de Euro Informatiecampagne in Slovenië, waar de keuze voor het gebruik van een communicatiemix werd bevestigd in een enquête van februari 2007.

Nagenoeg 1,8 miljoen publicaties, in het Grieks, het Maltees, het Engels en het Turks, werden door de ECB vervaardigd en verspreid door de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta. Elk gezin in Cyprus en Malta ontving één van de 560.000 "overheidsinformatiefolders". Samen met die folders ontvingen de gezinnen in Cyprus ook een eurorekenmachine en twee "eurobankbiljetkaarten"; de gezinnen in Malta ontvingen twee "euro-omzettingsskaarten". Dat zijn kaarten met de grootte van een portefeuille met twee afbeeldingen die beurtelings zichtbaar worden, wanneer de kaart schuin wordt gehouden. In Malta stond op de kaarten een omzettingstabel voor standaardbedragen in euro en Maltese lire en op de keerzijde het bankbiljet van €20 en de echtheidskenmerken ervan. In Cyprus werden zowel het bankbiljet van €20 als dat van €50 afgebeeld, alsook de echtheidskenmerken ervan.

Bijzondere aandacht werd besteed aan de burgers met een visuele handicap. De "sprekende €-kaart", een vernieuwend product gebaseerd op het principe van muziekmakende

¹⁸ Artikel 52 van de Statuten van het ESCB vergt dat de Raad van Bestuur van de ECB de noodzakelijke maatregelen treft om te verzekeren dat bankbiljetten luidende in valuta's met onherroepelijk vastgestelde wisselkoersen door de nationale banken van het eurogebied worden ingewisseld tegen hun respectieve pariwaarden. Tegen die achtergrond heeft de Raad van Bestuur op 24 juli 2006 zijn goedkeuring gehecht aan een richtsnoer inzake de inwisseling van dergelijke bankbiljetten.

verjaardagskaarten, bevatte een elektronische chip met een vooraf opgenomen drie minuten durende boodschap waarin de voornaamste kenmerken van de euro en de plaatselijke regelingen voor de overgang werden uiteengezet.

De pers besteedde uitgebreid aandacht aan verschillende pers-enpublicrelationsevenementen: eurovlaggen op de gebouwen van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta, een euroconferentie in Malta om de dialoog over de economische en praktische aspecten van de euro te bevorderen, een lezing voor de academische kringen in Cyprus en eurovieringen, respectievelijk op 12 en 18 januari 2008, in Malta en Cyprus. Om betrouwbare informatie over de organisatie, de verantwoordelijkheden en de activiteiten van de ECB/het Eurosysteem te verstrekken, werd in september 2007 een tweedaags seminarie voor Cypriotische en Maltese journalisten gehouden in de ECB in Frankfurt.



HOOFDSTUK 4

FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE

I FINANCIËLE STABILITEIT

Het Eurosysteem draagt bij tot een goede beleidsvoering door de bevoegde nationale autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel. Daarnaast adviseert het Eurosysteem deze autoriteiten en de Europese Commissie met betrekking tot de reikwijdte en de tenuitvoerlegging van de Gemeenschapswetgeving op deze terreinen.

I.1 TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

In samenwerking met het Comité voor Banktoezicht van het ESCB ijvert de ECB voor de financiële stabiliteit van het financiële stelsel¹. Sleutelactiviteiten zijn het bewaken van risico's voor de financiële stabiliteit en het beoordelen van het vermogen van het financiële stelsel om schokken te absorberen. Banken vormen daarbij het belangrijkste aandachtspunt, aangezien zij nog steeds de voornaamste intermediairs bij geldstromen zijn en tevens het belangrijkste potentiële kanaal voor de verspreiding van risico's in het financiële stelsel. Tegelijkertijd vergt het toenemende belang van financiële markten en andere financiële instellingen en hun banden met de banken dat zwakke plekken in deze onderdelen van het financiële stelsel door het ESCB worden bewaakt.

CONJUNCTURELE ONTWIKKELINGEN

In de tweede helft van 2007 kwam door de onrust op de internationale financiële markten een aantal kwesties omtrent financiële stabiliteit in het eurogebied naar boven. De belangrijkste ontwikkelingen, hun dynamiek en de lessen die uit deze episode kunnen worden geleerd, worden elders in dit verslag (zie Paragraaf 2 van Hoofdstuk 1) en in een aantal relevante ECB-publicaties behandeld, met name in de *Financial Stability Review*. Al met al is het financiële stelsel van het eurogebied in 2007, ondanks de onrust, gezond en veerkrachtig gebleven. In de tweede helft van het jaar werd zijn schokabsorberend vermogen echter langere tijd zwaar op de proef gesteld. Hoewel de macro-economische achtergrond in de loop

van het jaar overwegend bevorderlijk was voor de stabiliteit van het financiële stelsel, sloegen de gunstige omstandigheden op de financiële markten in juli en augustus abrupt om. Deze episode van woelingen op de financiële markten, die werd ingezet door een scherpe stijging in de wanbetalingcijfers van subprime hypothecaire leningen in de VS, bracht een herwaardering van kredietrisico's op verschillende markten mee en leidde er uiteindelijk toe dat de werking van kernfinancieringsmarkten werd verstoord.

Voor aanvang van de onrust op de markten was het financiële stelsel van het eurogebied robuust, dankzij een periode van meerdere zeer winstgevende jaren in het bankwezen, die tot in de eerste helft van 2007 doorzette. Daardoor beschikte het bankstelsel over een ruime buffer, waarmee de verstoringen konden worden opgevangen. De verhoogde winstgevendheid van grote banken in het eurogebied in de eerste helft van 2007 was voornamelijk te danken aan krachtige groei van andere inkomsten dan rentebaten. De netto rentebaten daarentegen bleven onder druk staan, tegen de achtergrond van een vlakke rendementscurve, ondanks een robuuste, zij het afnemende groei van de kredietverlening aan de particuliere sector. De winstgevendheid van grote banken in het eurogebied werd daarnaast ondersteund door aanhoudend lage kosten voor de waardevermindering van leningen. De winstgevendheid werd in de tweede helft van het jaar echter negatief beïnvloed door de herwaardering van kredietrisico's en door moeizamere marktomstandigheden voor het verschaffen van liquiditeiten. Deze negatieve impact was deels te wijten aan gewijzigde waarderingen van subprime en gestructureerde kredietproducten, en van kredietverplichtingen gedekt door vreemd vermogen. De onrust op de

1 Sinds eind 2004 brengt de ECB een halfjaarlijks rapport uit over de stabiliteit van het financiële stelsel in het eurogebied onder de titel *Financial Stability Review*. In 2007 publiceerde zij tevens de zesde editie van de rapporten betreffende de stabiliteit van de bancaire sector in de EU en bancaire structuren in de EU. Deze publicaties bevatten de belangrijkste bevindingen van de regelmatige analyses door het Comité voor Banktoezicht van de structuur en stabiliteit van het bancaire stelsel en zijn beschikbaar op de website van de ECB.

kredietmarkten had met name implicaties voor de andere inkomstenbronnen dan rentebaten van de banken. Banken die afhankelijk waren van wholesale-financieringsbronnen worstelden ook met het vinden van extra bronnen van netto rentebaten.

In de eerste helft van 2007 droegen de aanhoudende hoge winsten bij aan het eigen vermogen van banken, maar daalden de solvabiliteitsratio's enigszins omdat naar risico gewogen activa sneller groeiden dan de kapitaalbasis van banken. Desondanks bleven de solvabiliteitsratio's in de eerste helft van 2007 ruim boven de wettelijke minimumvereisten. Ondanks de ongunstige ontwikkeling van de winstgevendheid in de eerste helft van het jaar is het niet waarschijnlijk dat de directe implicaties van de onrust op de financiële markten een aanzienlijk effect op de solvabiliteitsratio's voor 2007 van de grote banken in het eurogebied zullen hebben, wat erop duidt dat deze banken schokken nog steeds adequaat konden absorberen.

Afgezien van de mogelijke consequenties van de turbulentie op de kredietmarkt, houden toekomstige risico's voor het bankwezen in het eurogebied voornamelijk verband met de mogelijkheid van ongunstige ontwikkelingen in de kredietcyclus, met negatieve implicaties voor de kwaliteit van de bankactiva en de kosten van waardevermindering van leningen. Daarnaast is de mogelijkheid van een wanordelijke correctie van mondiale onevenwichtigheden nog steeds een bron van risico's voor de mondiale financiële stabiliteit op de middellange termijn.

De financiële omstandigheden in de verzekeringssector van het eurogebied verbeterden in de eerste helft van 2007 verder en consolideerden de sinds 2004 waargenomen versterking. Deze situatie werd ondersteund door verdere stijging van premies, maar ook door kostenbeheersing en gematigde ontwikkelingen in de verliezen. Ook de versterking van het inkomen uit kapitaal dankzij gunstige ontwikkelingen op de aandelenmarkten in de eerste helft van 2007 droeg bij aan de

verbeterde winstgevendheid. Sommige risico's in het verzekeringswezen zijn echter gebleven en wellicht zelfs gegroeid. Risico's op de financiële markten zijn nog steeds een van de grootste risicofactoren voor verzekeraars. Hoewel verzekeraars in het eurogebied schijnbaar weinig risico's lopen door subprime hypothecaire leningen en gestructureerde kredietproducten, kunnen de secundaire effecten van een problematische kredietmarktomgeving zorgen baren. Verdere risico's kunnen voortvloeien uit de toegenomen concurrentie, met name in het schadeselement van het verzekeringswezen, die de premiestijging onder druk zou kunnen zetten.

De mondiale hedgefonds-sector groeide in 2007 over het geheel genomen door, hoewel de ontwikkelingen in de netto inleg in de loop van het jaar aanzienlijk varieerden. In de eerste helft van het jaar was de netto inleg zeer hoog, ondanks een korte periode van marktonrust eind februari en begin maart. In de tweede helft van het jaar werd de netto instroom van beleggers in de hedgefonds-sector echter negatief beïnvloed door de onrust op de kredietmarkten en de grootschalige verliezen in augustus, die alle beleggingsstrategieën van hedge funds beïnvloedde. Niettemin waren de rendementen voor de hedgefonds-sector als geheel tot aan het einde van het derde kwartaal van 2007 positief.

STRUCTURELE ONTWIKKELINGEN

Structurele ontwikkelingen in het bankwezen, die meestal op de lange termijn optreden, kunnen belangrijke gevolgen hebben voor de stabiliteit van het financiële stelsel. In 2007 hebben de belangrijkste langetermijntrends naar consolidatie en intermediaatiedoorgezet. Er zijn nog steeds aanzienlijke structurele verschillen tussen de bankmarkten van de EU-lidstaten.

De consolidatie, als weerspiegeld in de afname van het aantal kredietinstellingen, bleef op geaggregeerd niveau doorgaan, hoewel in een lager tempo. Eind 2006 was het aantal kredietinstellingen in de EU-25 met 2% gedaald ten opzichte van 2005. Tegelijkertijd was de groei van intermediaatiedoor banken,

gemeten aan de hand van de totale bancaire activa, nog steeds hoger dan de nominale bbp-groei. De combinatie van een afnemend aantal kredietinstellingen en groei van de bancaire activa duidt op het toenemende belang van grotere instellingen.

De afname van het aantal kredietinstellingen was nauw verbonden met de fusie- en overnameactiviteiten in het bankwezen van de EU, die voornamelijk op nationaal niveau plaatsvonden. Tegelijkertijd heeft de dalende trend in het aantal fusies en overnames die sinds 2000 wordt waargenomen, in 2007 doorgezet. Grensoverschrijdende overeenkomsten tussen kredietinstellingen binnen de EU en buiten de EU vormen een uitzondering op deze trend: deze zijn toegenomen, vooral in de afgelopen twee jaar. De waarde van fusies en overnames steeg echter in 2007, voornamelijk als gevolg van grote binnenlandse overeenkomsten in sommige lidstaten. Met de overname van ABN AMRO door het consortium van Royal Bank of Scotland, Santander en Fortis bereikten grensoverschrijdende overeenkomsten in de EU een nieuwe omvang. Dat onderstreept de overheersende invloed van een relatief klein aantal grootschalige overeenkomsten die zich sinds 2004 elk jaar hebben voorgedaan.

Wat de distributiekanaalen voor retailbankdiensten betreft, kan een aantal recente ontwikkelingen worden geïdentificeerd. Filialennetten worden gereorganiseerd in termen van locatie en diensten met het oog op grotere doelmatigheid in termen van kosten en betere integratie in de nieuwe distributiekanaalen die door kredietinstellingen worden gebruikt. Daarnaast worden in hoog tempo elektronische kanalen ontwikkeld, niet alleen voor het verstrekken van informatie en voor transactiediensten, maar ook voor het promoten en afzetten van bankproducten. In een poging om de felle concurrentie op de consumentenkredietmarkt het hoofd te bieden, zijn banken de samenwerking met derden aan het uitbreiden, bijvoorbeeld met detailhandelaren, financiële ondernemingen en financiële agenten/dienstverleners. Deze ontwikkelingen, en met name het toenemende gebruik van elektronische

kanalen, kunnen verschillende soorten risico's meebrengen, zoals operationele, juridische, strategische, reputatie- en liquiditeitsrisico's. Tot nog toe zijn echter geen grote bedreigingen voor de financiële stabiliteit geïdentificeerd, aangezien elektronische kanalen voor de meeste banken nog steeds van beperkt belang zijn.

1.2 REGELINGEN VOOR FINANCIËLE STABILITEIT

De voornaamste ontwikkelingen op het gebied van de regelingen voor financiële stabiliteit in 2007 hadden betrekking op de follow-up van de bevindingen van de EU-brede crisissimulatie die in april 2006 werd gehouden.² De Ad-hocwerkgroep voor Financiële stabiliteitsregelingen in de EU van het Economisch en Financieel Comité (EFC), die de opdracht kreeg enkele van de kernpunten te bestuderen die uit de simulatie naar voren kwamen, en waarin de ECB vertegenwoordigd was, diende in september 2007 haar eindverslag in. Daarin werd een aantal aanbevelingen gegeven, die vervolgens door het EFC werden onderschreven. Tijdens deze discussie benadrukte de ECB voortdurend dat de preventie van financiële crises het voornaamste aandachtspunt moest zijn, maar relevante kwesties over het beheer van crises, mochten zij zich voordoen, en de eventuele beëindiging ervan, niet genegeerd mochten worden. In het kader daarvan ontwikkelde het Comité voor Banktoezicht (BSC) in samenwerking met het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) een gemeenschappelijk analytisch kader voor de evaluatie van de systeemimplicaties van een financiële crisis, met het oog op een gemeenschappelijk idioom voor besprekingen tussen autoriteiten in lidstaten die door een grensoverschrijdende crisis worden getroffen. Daardoor kunnen de betrokken nationale autoriteiten de impact van een crisis op hun

² Deze simulatie werd georganiseerd door het Economisch en Financieel Comité en had tot doel het Memorandum of Understanding over samenwerking tussen banktoezichthouders, centrale banken en ministeries van Financiën in financiële crises te testen. Zie voor nadere details over deze MoU het Jaarverslag 2006, blz. 146-147.

binnenlandse financiële stelsel en reële economie doeltreffender het hoofd bieden.

Naar aanleiding van de aanbevelingen van het EFC heeft de Ecofin-Raad in oktober 2007 een strategische routekaart vastgesteld om de EU-regelingen voor financiële stabiliteit op zowel nationaal als EU-niveau te versterken. Als eerste maatregel heeft de Raad een reeks gemeenschappelijke beginselen voor grensoverschrijdend beheer van financiële crises vastgesteld, die in een nieuw Memorandum of Understanding (MoU) tussen de centrale banken, toezichhouders en ministeries van Financiën van de EU-lidstaten zullen worden opgenomen. Dit memorandum, een aanvulling op het MoU in EU-verband van 2005, zal in het voorjaar van 2008 worden ondertekend. Het uitgebreide MoU zal ook het hierboven genoemde gemeenschappelijke analytische kader bevatten. Daarnaast zullen praktische richtsnoeren voor crisisbeheer worden opgenomen, die de weerslag vormen van gedeelde opvattingen over de maatregelen die in geval van een grensoverschrijdende crisis moeten worden genomen. De Ecofin-Raad heeft de lidstaten met gedeelde zorgen over de financiële stabiliteit ook aangemoedigd “vrijwillige specifieke samenwerkingsovereenkomsten” te ontwikkelen en te sluiten die in overeenstemming zijn met de uitgebreide MoU voor de EU als geheel en voortbouwen op grensoverschrijdende toezichtregelingen voor crisispreventie. De Europese Commissie werd uitgenodigd om, in nauwe samenwerking met de lidstaten, mogelijke verbeteringen in overweging te nemen en, indien nodig, wijzigingen in de regelgeving voor te stellen, met name op het gebied van informatie-uitwisseling, grensoverschrijdende overdracht van activa, liquidatie van bankgroepen en depositogarantieregelingen. De Europese Commissie evalueert momenteel Richtlijn 2001/24/EG betreffende de sanering en liquidatie van kredietinstellingen en neemt daarbij de technische bijdrage van de ECB in aanmerking. Doel van de evaluatie is in 2008 voorstellen in te dienen voor de verdere verbetering van regelingen voor crisisbestrijding en -beheer in het bankwezen van de EU.



2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

2.1 ALGEMEEN

Het waarborgen van een doeltreffend en doelmatig EU-kader voor regelgeving en toezicht op financiële dienstverlening was de afgelopen jaren een sleutelprioriteit. Het Lamfalussy-kader³ voor financiële regelgeving en toezicht, dat voor het effectenwezen in 2002 is ingevoerd en in 2005 naar het bank- en verzekeringswezen is uitgebreid, was bedoeld om hiervoor de passende institutionele omgeving te scheppen.

Het proces van convergentie en samenwerking uit hoofde van het Lamfalussy-kader is nauwgezet gevolgd. In de tweede helft van 2007 werd het Lamfalussy-kader voor financiële regelgeving en toezicht in de financiële sectoren voor het eerst volledig geëvalueerd. De conclusies van deze evaluatie werden door de Ecofin-Raad tijdens zijn bijeenkomst van 4 december 2007 goedgekeurd. De evaluatie kon profiteren van de beoordeling van verschillende EU-instellingen en -fora, met inbegrip van de Europese Commissie, de Interinstitutionele Controlegroep, het Comité Financiële Diensten (CFD) en het Europees Parlement. Het Eurosysteem heeft de Lamfalussy-benadering in het kader van zijn taak bij te dragen aan een goede beleidsvoering op het vlak van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel vanaf het begin actief gesteund en de ontwikkeling ervan op de voet heeft gevolgd. Op 30 november 2007 heeft het zijn bijdrage aan de evaluatie gepubliceerd.

In deze bijdrage heeft het Eurosysteem erop gewezen dat de marktontwikkelingen, met name de verdere integratie van het bankwezen, het toenemende belang van bankgroepen met aanzienlijke grensoverschrijdende activiteiten in de EU en de groeiende centralisering van bedrijfsfuncties, onderstreepten dat grensoverschrijdende convergentie en samenwerking bij het toezicht op het bankwezen in de EU dringend gewenst is. Daardoor zou doeltreffend toezien en reageren op grensoverschrijdende financiële risico's worden verzekerd, en tegelijkertijd een gestroomlijnd toezicht en gelijke concurrentievoorwaarden

voor marktdeelnemers worden gewaarborgd. Als deze doelen moeten worden gehaald, moeten in elke fase van het regelgevings- en toezichtproces verbeteringen worden aangebracht.

Het Eurosysteem is voorts van mening dat de rol van het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) binnen de institutionele opzet van de EU moet worden vergroot en de verantwoordelijkheid van de leden van het CEBS voor het stimuleren van convergentie en samenwerking binnen de EU verder moet worden benadrukt. Tegelijkertijd moeten de beleidsdoelstellingen van de EU duidelijker worden aangegeven. Wat het regelgevingskader betreft, ziet het Eurosysteem een noodzaak tot verdere convergentie in de bankwetgeving in de EU. De voornaamste prioriteit op het gebied van samenwerking tussen de toezichthoudende autoriteiten van het thuis- en het gastland is weliswaar de daadwerkelijke tenuitvoerlegging op dagelijkse basis van het uitgebreide regelgevingskader uit de Richtlijn Kapitaalreizen⁴, maar verdere verduidelijkingen moeten worden overwogen. De samenwerkingsovereenkomsten tussen thuisland en gastland voor buitenlandse bijkantoren verdienen in dit verband bijzondere aandacht, met name om te garanderen dat het gastland voldoende betrokken is bij grote buitenlandse bijkantoren. Om convergentie van de toezichtsvereisten te stimuleren, benadrukt het Eurosysteem het belang van verbeterde besluitvormingsprocedures voor het CEBS, in

3 De Lamfalussy-methode bestaat uit vier niveaus. Op Niveau 1 wordt de basiswetgeving vastgesteld door middel van de normale regelgevingsprocedure: een medebeslissingsprocedure, waarbij het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie handelen op voorstel van de Europese Commissie. Op Niveau 2 worden door middel van versnelde procedures uitvoeringsregels voor Niveau-1-regelgeving vastgesteld en gewijzigd. Niveau 3 heeft betrekking op de werkzaamheden van de Niveau-3-commissies om convergentie en samenwerking op het gebied van toezicht te versterken. Niveau 4 heeft betrekking op maatregelen van de Commissie om de handhaving van EU-regelgeving te versterken. Zie voor meer details het "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets" van 15 februari 2001, dat te vinden is op de website van de Europese Commissie. Zie tevens het Jaarverslag 2003 van de ECB, blz. 118.

4 Deze Richtlijn omvat twee herschikte Richtlijnen van 14 juni 2006: Richtlijn 2006/48/EG betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen en Richtlijn 2006/49/EG inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen.

combinatie met de verplichting de toezichtsvereisten ten uitvoer te leggen of eventueel nalaten daarvan toe te lichten, en van doeltreffende openbaarmaking van toezicht en onderlinge evaluatie. Tot slot zijn onlangs enkele maatregelen ingevoerd om convergentie van toezichtsprocessen te bevorderen. Deze hebben met name betrekking op de consistente tenuitvoerlegging van CEBS-standaarden en richtsnoeren op dagelijkse basis, “operationeel netwerken” binnen de toezichthoudende instanties die verantwoordelijk zijn voor het bankwezen in de EU, delegatie van taken en bemiddeling tussen toezichthouders, en inspanningen om te komen tot een gemeenschappelijke toezichtcultuur. Het Eurosysteem hecht eraan dat deze maatregelen in de nabije toekomst daadwerkelijk ten uitvoer worden gelegd en verder worden ontwikkeld.

2.2 BANKWEZEN

De ECB heeft, in samenwerking met het Comité voor Banktoezicht, gewerkt aan het beheer van het liquiditeitsrisico van banken. In het eerste kwartaal van 2007 is een verslag afgerond over het beheer van liquiditeitsrisico's voor grensoverschrijdende bankgroepen in de EU, dat tijdig heeft kunnen bijdragen tot de regelgevende werkzaamheden van de Europese Commissie op het gebied van liquiditeitsrisico's. Het verslag is tevens voorgelegd aan het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) en aan het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) als bijdrage tot hun werkzaamheden op dit terrein.

Een aangepaste versie van het verslag is in oktober 2007 uitgegeven als onderdeel van “EU banking structures”, het verslag van de ECB over bancaire structuren in de EU. Het vestigt de aandacht op regelgeving ter zake van liquiditeitsrisico's en op ontwikkelingen in de organisatie van grensoverschrijdend beheer van liquiditeitsrisico's, maar ook op de potentiële implicaties voor de financiële stabiliteit. De belangrijkste conclusies van het verslag kunnen als volgt worden samengevat: in de eerste plaats hebben grensoverschrijdende banken niet de indruk dat

de gefragmenteerde regelgeving ten aanzien van liquiditeitsrisico's in de EU een te grote beperking vormt voor het grensoverschrijdende beheer van intragroepsliquiditeiten. Banken gaven echter aan dat andere regelgeving met betrekking tot thuisland/gastlandregelingen en hoge risicogrenzen een potentiële belemmering kan zijn voor doelmatig beheer van liquiditeitsrisico's. In de tweede plaats erkennen grensoverschrijdende banken weliswaar het nut van initiatieven van centrale banken om problemen in verband met internationale liquiditeitsstromen en grensoverschrijdend gebruik van onderpand op te lossen, maar zij merken op dat bepaalde obstakels voor het “poolen” van liquiditeiten en grensoverschrijdend gebruik van onderpand waarschijnlijk niet zullen verdwijnen. In de derde plaats werd de trend naar centralisatie van beleid en procedures voor liquiditeitenbeheer en naar decentralisatie van dagelijks liquiditeitenbeheer bevestigd, ondanks de blijvende verschillen in het beheer van liquiditeitsrisico's door grensoverschrijdende banken. In de vierde plaats worden geavanceerde interne methodes voor het beheer van liquiditeitsrisico's nog steeds niet breed ingezet, maar de grotere banken die deze benaderingen hebben ontwikkeld, zouden deze ook graag voor regelgevingsdoeleinden benutten. Aan de andere kant gebruiken kleinere banken voorgeschreven liquiditeitsratio's momenteel ook voor intern beheer. Tot slot werden de korter wordende termijnen voor betalingsverplichtingen van banken, het gebruik van meer op de markt gebaseerde en potentieel volatielere financieringsbronnen en de stijgende behoefte aan hoogwaardig onderpand genoemd als enkele van de voornaamste marktontwikkelingen die het beheer van liquiditeitsrisico's door de banken beïnvloeden.

In de toekomst zal de ECB, in samenwerking met het Comité voor Banktoezicht, haar werkzaamheden op dit belangrijke gebied voortzetten. In het kader daarvan zal het Comité voor Banktoezicht de huidige liquiditeitsrisicotetsen en noodfinancieringsplannen van banken in de EU doorlichten.

Daarnaast onderzoekt de ECB de potentiële procyclische effecten van de Richtlijn Kapitaaleisen. Uit hoofde van deze Richtlijn heeft de Europese Commissie, in samenwerking met de lidstaten en rekening houdende met het standpunt van de ECB, een mandaat om op gezette tijden na te gaan of de minimumkapitaalvereisten van grote invloed zijn op de conjunctuur en herstelmaatregelen voor te stellen als dit het geval mocht zijn. Met het oog daarop ontwikkelen het Comité voor Banktoezicht en het Committee of European Banking Supervisors gezamenlijk een analytisch kader voor de beoordeling van de potentiële procyclische impact van de nieuwe vermogensvereisten voor banken.

nauwgezette controle van hedge funds door hun tegenpartijen – met name banken – en beleggers, bevestigd. De ECB staat volledig achter deze indirecte benadering en het streven naar beste praktijken door marktdeelnemers. Het FFS volgt de tenuitvoerlegging van zijn aanbevelingen aan toezichthoudende autoriteiten, tegenpartijen, beleggers en de hedgefonds-sector op de voet en heeft al verslag uitgebracht aan de presidenten van de centrale banken en de Ministers van Financiën van de G10 over de tot nog toe geboekte vorderingen.

2.3 EFFECTENWEZEN

De ECB heeft door haar deelname in het Europees Comité voor het Effectenbedrijf bijgedragen tot de regelgevingswerkzaamheden van de EU op het gebied van effecten. Daarnaast heeft de ECB als waarnemer de werkzaamheden van de European Securities Market Expert Group (ESME) bijgewoond. Deze groep is door de Europese Commissie opgezet als adviesorgaan voor het effectenwezen.

In het algemeen hebben overheidsorganen zich in 2007 geconcentreerd op de juiste tenuitvoerlegging door de lidstaten van de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten en de Transparantierichtlijn, evenals op de evaluatie van de behoefte aan verdere regelgeving.

Meer bepaald heeft de ECB in internationale en Europese fora actief deelgenomen aan de discussie over mogelijke regelgeving ten aanzien van hedge funds, gezien de toenemende rol van deze fondsen in het financiële stelsel en de mogelijke implicaties daarvan voor de financiële stabiliteit. Na een verslag van het Forum Financiële Stabiliteit (FFS) over instellingen met zeer veel vreemd vermogen werd de internationale consensus over de bestaande indirecte regelgevingsmethode, op basis van

3 FINANCIËLE INTEGRATIE

Het Eurosysteem heeft een groot belang bij de financiële integratie in Europa, aangezien een goed geïntegreerd financieel stelsel de soepele en effectieve transmissie van monetaire-beleidsimpulsen in het gehele eurogebied bevordert en implicaties heeft voor de taak van het Eurosysteem om de financiële stabiliteit te waarborgen. Financiële integratie ondersteunt tevens de efficiënte en soepele werking van betalings- en effectenafwikkelingsystemen. Bovendien kan financiële integratie, een prioriteitsdoelstelling van de Europese Unie, de ontwikkeling van het financiële stelsel helpen bevorderen en daardoor de mogelijkheden voor economische groei vergroten.

Het Eurosysteem maakt onderscheid tussen vier soorten werkzaamheden waarmee het bijdraagt tot bevordering van de Europese financiële integratie: i) het verhogen van de bewustwording over en het houden van toezicht op financiële integratie, ii) het optreden als katalysator voor activiteiten van de particuliere sector door het stimuleren van collectieve actie, iii) het geven van advies over de inrichting van het wet- en regelgevingskader voor het financiële stelsel en directe regelgeving en iv) het verlenen van centrale-bankdiensten die eveneens de financiële integratie bevorderen. De ECB heeft in 2007 haar werkzaamheden op alle vier gebieden voortgezet.

VERHOGEN VAN DE BEWUSTWORDING EN TOEZICHT OP DE FINANCIËLE INTEGRATIE

In maart 2007 heeft de ECB een nieuwe jaarlijkse publicatie met de titel *Financial integration in Europe* uitgebracht. Het voornaamste doel van dit verslag is een bijdrage te leveren aan de financiële integratie in Europa en het publiek bewust te maken van de ondersteunende rol van het Eurosysteem in het proces van financiële integratie. Het verslag bestaat uit drie hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt uiteengezet hoe de ECB oordeelt over de staat van de financiële integratie in het eurogebied. Deze beoordeling is gebaseerd op een reeks kwantitatieve indicatoren die elk half jaar op de website van de ECB en elk jaar in dit nieuwe verslag worden bekendgemaakt.

De indicatoren, die in een statistische bijlage in detail worden uitgewerkt, beslaan een groot aantal belangrijke aspecten van het financiële stelsel, zoals de geld-, obligatie-, aandelen- en bankenmarkten, maar ook de infrastructuur van de markten. In het tweede hoofdstuk (“Special features”) worden enkele capita selecta grondig geanalyseerd. De thema’s zijn over het algemeen gekozen op basis van hun belang voor de financiële integratie van de EU en hun relevantie voor de taken van de ECB. In het tweede hoofdstuk van dit eerste verslag worden de volgende thema’s behandeld: monetair beleid en financiële integratie, versterking van het EU-kader voor grensoverschrijdende banken, het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied (SEPA) en de implicaties ervan voor financiële integratie. In het derde hoofdstuk wordt ten slotte een overzicht geboden van de bijdrage die het Eurosysteem in het kalenderjaar voorafgaand aan publicatie heeft geleverd aan de verdere integratie en ontwikkeling van de financiële markten in Europa.

In 2007 continueerde de ECB tevens haar betrokkenheid bij het onderzoeksnetwerk inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa, dat zij samen met het Center for Financial Studies van de Universiteit van Frankfurt am Main beheert. Het netwerk organiseerde als voorheen conferenties met academici, marktdeelnemers en beleidsmakers, met de actieve deelname van de nationale centrale banken. De negende conferentie, die op 8 en 9 oktober 2007 werd gehouden bij de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland in Dublin, was getiteld “Asset management, private equity firms and international capital flows: their role for financial integration and efficiency”. In het kader van het netwerk kent de ECB elk jaar vijf Lamfalussy Fellowship-onderzoeksplaatsen toe aan jonge onderzoekers. Aangezien financiële integratie naar verwachting gevolgen zal hebben voor de ontwikkeling van het financiële stelsel en voor economische groei, zijn de werkzaamheden van de ECB op dit terrein nauw verbonden met haar bredere analyse van factoren die een adequate werking van financiële stelsels ondersteunen.

De werkzaamheden op dit gebied werden in 2007 voortgezet, met als doel het opstellen van een conceptueel kader voor het meten van de ontwikkeling van het financiële stelsel.

OPTREDEN ALS KATALYSATOR VOOR ACTIVITEITEN VAN DE PARTICULIERE SECTOR

De vooruitgang op het gebied van Europese financiële integratie is in hoge mate afhankelijk van initiatieven vanuit de particuliere sector om gebruik te maken van bestaande mogelijkheden voor grensoverschrijdende bedrijvigheid. Overheden ondersteunen dergelijke particuliere initiatieven.

In 2007 heeft het Eurosysteem zijn steun voor het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied (SEPA) voortgezet. De tenuitvoerlegging van dit project bereikte in 2007 de cruciale fase in de voorbereiding van de lancering van SEPA in januari 2008. Het Eurosysteem versterkte zijn katalyserende rol door een constante dialoog met banken en andere belanghebbenden gaande te houden en door de coördinatie van werkzaamheden met de Europese Commissie te intensiveren. In juli 2007 heeft het Eurosysteem in het vijfde voortgangsrapport over SEPA zijn standpunt over alle relevante punten uiteengezet. In het rapport werd de stand van zaken uiteengezet en werden aanbevelingen voor SEPA-instrumenten en -infrastructuren gedaan, werden de standpunten van het Eurosysteem over de tenuitvoerleggingsmaatregelen van en de migratie naar SEPA gepresenteerd en het juridische kader voor SEPA en het bestuur van de bijbehorende *schemes* en kaders behandeld. Het Eurosysteem heeft zeer nauw samengewerkt met de Europese Commissie, met name bij de voorbereiding van de Richtlijn betreffende betalingsdiensten⁵, die door het Europees Parlement op 24 april 2007 werd goedgekeurd en door de Raad van de Europese Unie op 15 oktober 2007 werd vastgesteld. De ECB en de Commissie hebben gezamenlijk een verklaring uitgebracht waarin zij de vaststelling van de Richtlijn betreffende betalingsdiensten verwelkomen als een beslissende stap op weg naar de verwezenlijking van SEPA. De nationale centrale banken zijn direct betrokken bij de

werkzaamheden van de nationale tenuitvoerleggingsorganen die verantwoordelijk zijn voor migratie naar SEPA. Op Europees niveau heeft de ECB een analytisch kader geleverd waarmee de nationale tenuitvoerleggingsplannen kunnen worden vergeleken. Het Eurosysteem bood onderdak aan verschillende fora om een open dialoog tussen banken, gebruikers en leveranciers van infrastructuur te stimuleren, en heeft vergelijkbare initiatieven van banken en de Europese Commissie gesteund. Het Eurosysteem verstrekte in brochures, via de website van de ECB en de websites van de nationale centrale banken informatie aan alle belanghebbenden en houdt een lijst bij met links naar sites over SEPA en aanverwante thema's.

Kaart-*schemes* voor betalingen in euro in Europa moeten sinds begin 2008 voldoen aan het SEPA-Kader voor betaalkaarten en op 28 januari 2008 is het SEPA-betalingsinstrument voor overschrijvingen gelanceerd. Om deze belangrijk mijlpaal luister bij te zetten, hebben de ECB, de Europese Commissie en de Europese Betalingsraad (EPC) op 28 januari 2008 een feestelijke bijeenkomst op hoog niveau gehouden voor SEPA-belanghebbenden en de media.

De ECB heeft het STEP-initiatief (Short-Term European Paper) vanaf de start in 2001 ondersteund. Na de succesvolle lancering van de STEP-markt in juli 2006 heeft het Eurosysteem zijn bijdrage aan het initiatief op twee wezenlijke gebieden voortgezet. Ten eerste zullen de ECB en negen nationale centrale banken van het eurogebied tot en met juni 2008 technische ondersteuning bij de toekenning van STEP-keurmerken blijven verlenen aan het STEP-secretariaat. De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het toekennen en intrekken van het STEP-keurmerk berust echter bij het STEP-

5 Richtlijn 2007/64/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 november 2007 betreffende betalingsdiensten in de interne markt tot wijziging van de Richtlijnen 97/7/EG, 2002/65/EG, 2005/60/EG en 2006/48/EG, en tot intrekking van Richtlijn 97/5/EG (PB L 319 van 5.12.2007, blz. 1).



secretariaat. Ten tweede publiceert de ECB regelmatig statistieken over rendementen en volumes in de STEP-markt op haar website. De verwachting is dat de STEP-statistieken, door het vergroten van de markttransparantie, een belangrijke rol zullen spelen bij het bevorderen van de integratie in deze markt. Sinds september 2006 publiceert de ECB STEP-statistieken over maandelijks uitstaande bedragen en sinds april 2007 maakt zij dagelijks STEP-rendementsstatistieken bekend voor geselecteerde gegevensverstrekkers. De planning is dat vanaf 2008 voor alle gegevensverstrekkers dagelijks statistieken worden gepubliceerd.

ADVIES OVER HET WET- EN REGELGEVINGSKADER VOOR HET FINANCIËLE STELSEL EN DIRECTE REGELGEVING

Het Eurosysteem draagt regelmatig bij aan de ontwikkeling van het wet- en regelgevingskader van de EU door advies te geven over de belangrijkste actuele beleidsontwikkelingen en -initiatieven.

Activiteiten met betrekking tot het financiële-toezichtskader van de EU richtten zich in 2007 op de brede evaluatie van het Lamfalussy-kader (zie Paragraaf 2 van dit hoofdstuk), waaraan de ECB heeft bijgedragen. Daarnaast geeft de ECB, als onderdeel van haar adviserende rol uit hoofde van Artikel 105, lid 4, van het Verdrag, regelmatig advies over voorstellen van de Commissie voor Niveau 2-wetgeving (zie ook Paragraaf 2).

Na de bijdrage van het Eurosysteem eind 2005 aan het Groenboek van de Europese Commissie over dit onderwerp heeft de ECB haar werkzaamheden inzake de integratie van Europese hypotheekmarkten voortgezet. Om verschillende redenen volgt de ECB de verdere integratie en ontwikkeling van de hypotheekmarkten op de voet. De hypotheekmarkten zijn relevant voor de transmissie van monetair beleid in het eurogebied en kunnen belangrijke implicaties hebben voor financiële stabiliteit. Daarnaast spelen door hypothecaire leningen gedekte effecten een rol bij de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid via het kader voor beleenbaar onderpand van het Eurosysteem. Na de consultatieronde over het Groenboek publiceerde de Europese Commissie op 18 december 2007 een Witboek. De ECB draagt bij aan de werkzaamheden op dit gebied door haar deelname in verschillende deskundigengroepen van de Commissie en de European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG). Op 7 mei 2007 heeft de EFMLG een verslag gepubliceerd over de juridische obstakels voor grensoverschrijdende securitisatie in de EU.⁶

De ECB heeft advies uitgebracht over onderwerpen die betrekking hebben op de integratie van effectenafwikkelingssysteem en van betalingssystemen. Met name was de ECB nauw betrokken bij de werkzaamheden

⁶ Beschikbaar op www.efmlg.org.

aan de “Code of Conduct for Clearing and Settlement”. Deze gedragscode strekt er in wezen toe dat gebruikers in elk stadium van de transactieketen hun dienstverlener vrij kunnen kiezen. Daartoe bevat de gedragscode verplichtingen op de volgende gebieden: prijstransparantie, toegankelijkheid en interoperabiliteit; loskoppeling van diensten, en financieel-administratieve scheiding. De gedragscode is een zelfreguleringsinstrument. Daarom is een strikte toezichtprocedure opgezet om te waarborgen dat alle maatregelen tijdig en naar behoren ten uitvoer worden gelegd. In wezen berust de procedure op externe accountants en een ad-hoccontrolegroep samengesteld uit vertegenwoordigers van de Europese Commissie, het Committee of European Securities Regulators (CESR) en de ECB. Het uiteindelijke doel van de gedragscode is keuzevrijheid neer te leggen, en daarom moet de gedragscode worden aangevuld door de Giovannini-barrières voor doelmatige clearing en afwikkeling (genoemd naar de groep die deze barrières in 2001 heeft geïdentificeerd) volledig te slechten. Deze barrières zijn het gevolg van verschillen in technische standaarden en zakelijke praktijken, rechtsonzekerheid en verschillen in belastingprocedures. Aan de eliminatie van de eerste reeks barrières wordt gewerkt binnen de Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group (CESAME). De fiscale barrières worden aangepakt door de Fiscal Compliance Expert Group (FISCO) en de Legal Certainty Group werkt aan het slechten van juridische barrières. De ECB heeft haar betrokkenheid bij de CESAME en de Legal Certainty Group voortgezet. Tot slot draagt de ECB nog steeds bij aan verschillende activiteiten op dit terrein in mondiaal verband (bijvoorbeeld in het kader van Unidroit) om te verzekeren dat EU-initiatieven op het gebied van effectenclearing en -afwikkeling stroken met de benadering van internationale organen en daarop een aanvulling vormen.

Krachtens Artikel 65, lid 1, van de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten brengt de Europese Commissie verslag uit aan het Europees Parlement en de

EU-Raad over de mogelijke uitbreiding van de reikwijdte van de in deze Richtlijn vervatte transparantie bepalingen tot andere categorieën financiële instrumenten dan aandelen, met name obligaties. Marktdeelnemers en regelgevende instanties hebben de implicaties van uitgebreidere transparantie in de handel van andere financiële instrumenten dan aandelen, met name bedrijfsobligaties, uitgebreid besproken. De ECB is van mening dat er geen afdoende aanwijzingen zijn dat de beperkte transparantie in de obligatiemarkt nadat transacties zijn verricht momenteel tot inefficiënte marktwerking leidt. Er zijn echter evenmin aanwijzingen dat een dergelijke beperkte transparantie betekent dat de markt efficiënt werkt. Tijdens de openbare hoorzitting van de Commissie op 11 september 2007 en tijdens bijeenkomsten van de European Securities Market Expert Group (ESME) in de loop van 2007 heeft de ECB voorgesteld dit gebrek aan ervaring in Europa door middel van een door de markt geleid, gecontroleerd experiment in zowel de retail- als wholesale-markten weg te werken, om het effect van een geleidelijke invoering van markttransparantie achteraf voor bepaalde obligatietransacties te beoordelen.

VERLENEN VAN CENTRALE-BANKDIENSTEN DIE BEVORDERLIJK ZIJN VOOR DE FINANCIËLE INTEGRATIE

De succesvolle lancering van TARGET2 op 19 november 2007 heeft de financiële integratie in Europa verder aangejaagd. Met TARGET2 is een enkelvoudigetechnischeinfrastructuuringevoerd waarmee een geharmoniseerd serviceniveau en gelijke concurrentievoorwaarden voor banken in heel Europa kunnen worden verzekerd. Voor binnenlandse en grensoverschrijdende transacties geldt dezelfde prijsstructuur. TARGET2 biedt daarnaast een geharmoniseerde reeks contantafwikkelingsdiensten in centrale-bankgeld voor alle aangesloten systemen. Dankzij de nieuwe functies van TARGET2 kunnen banken met multinationale transacties hun interne processen, zoals beheer van middelen en backoffice-functies, consolideren en hun euroliquiditeitsbeheer verder integreren. Daarnaast hebben gebruikers van TARGET2

eenvormige toegang tot uitgebreide online-informatie en liquiditeitscontrolemaatregelen (zie Paragraaf 2.2 van Hoofdstuk 2).

Daarnaast heeft het Eurosysteem, met het oog op het uitbuiten van alle mogelijkheden van TARGET2, in nauwe samenwerking met marktdeelnemers de mogelijkheden onderzocht om een nieuwe dienst aan te bieden, TARGET2-Securities (T2S) genoemd. Deze dienst zou een gemeenschappelijke technische infrastructuur voor de afwikkeling in euro van effectentransacties in centrale-bankgeld door centrale effectenbewaarinstellingen bieden en zowel effecten- als contantafwikkeling op één technisch platform verwerken (zie Paragraaf 2.3 van Hoofdstuk 2).

Tot slot zal parallel en in nauwe samenwerking met marktdeelnemers een gezamenlijk platform voor onderpandsbeheer (CCBM2) worden ontwikkeld (zie Paragraaf 2.4 van Hoofdstuk 2).

4 TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN

Het toezicht op betalingssystemen is een van de belangrijkste taken van het Eurosysteem. Door toezicht te houden op betalingssystemen, en dan met name die welke van systeemkritisch belang zijn⁷, draagt het Eurosysteem bij aan de veiligheid en doelmatigheid van de financiële infrastructuur en daardoor aan de doelmatigheid van de betaalstromen voor goederen, diensten en financiële activa in de economie. De nauwe relatie tussen betalingssystemen en effectenclearing- en afwikkelingssystemen betekent dat centrale banken in het algemeen en het Eurosysteem in het bijzonder eveneens zeer geïnteresseerd zijn in effectenclearing- en afwikkeling. Het algehele doel dat door het Eurosysteem wordt nagestreefd is systeemrisico tot een minimum te beperken.

Het is van essentieel belang dat centrale banken in hun streven gezonde en efficiënte betalings- en effectenclearing- en afwikkelingssystemen te bevorderen zo breed mogelijk over deze systemen geïnformeerd zijn. Daarom publiceert de ECB om de paar jaar een uitgebreide omschrijving van de voornaamste betalings- en effectenafwikkelingssystemen in de EU-lidstaten. De vierde uitgave van dit verslag, dat bekend is geworden onder de naam *Blue Book*, is op 14 augustus 2007 gepubliceerd.

Daarnaast maakt de ECB op jaarbasis statistische gegevens over betalingen en handel, clearing en afwikkeling van effecten bekend. In het verleden werden deze statistieken gepubliceerd in een addendum bij het *Blue Book*. Met ingang van de publicatie van de gegevens over 2006, op 16 november 2007, wordt het addendum bij het *Blue Book* niet meer in gedrukte vorm gepubliceerd. De volledige tijdreeks voor deze gegevens kan nu worden gedownload van de Statistical Data Warehouse op <http://sdw.ecb.europa.eu>, een onderdeel van de website van de ECB.

4.1 HET TOEZICHT OP HOOGWAARDIGE BETALINGSSYSTEMEN IN EURO EN OP INFRASTRUCTUREN

Het Eurosysteem houdt toezicht op alle belangrijke betalingssystemen en

-infrastructuur die transacties in euro verwerken en/of afwickelen, met inbegrip van de door het Eurosysteem zelf beheerde betalingssystemen en -infrastructuur. Het Eurosysteem past dezelfde toezichtsnormen toe op zowel de eigen systemen als die welke in particuliere handen zijn. Deze normen, die door het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) van de G-10 zijn opgesteld en in 2001 door de Raad van Bestuur zijn overgenomen, staan bekend als de "Core Principles for Systemically Important Payment Systems". Ze worden aangevuld door de bedrijfscontinuïteitstoezichtsverwachtingen voor betalingssystemen van systeemkritisch belang (SIPS), waaraan de Raad van Bestuur in 2006 zijn goedkeuring heeft gehecht.

Op basis van deze Core Principles en de bedrijfscontinuïteitstoezichtsverwachtingen heeft het Eurosysteem in 2007 een gemeenschappelijke methodologie ontwikkeld voor de beoordeling van het toezicht op eurobetalingssystemen die van systeemkritisch dan wel van groot belang zijn. De gemeenschappelijke methodologie is erop gericht toezichthouders van betalingssystemen in het Eurosysteem te voorzien van duidelijke en complete richtsnoeren voor de beoordeling van de relevante systemen en de opstelling van toezichtverslagen. Daarnaast vergroot ze het inzicht van ontwerpers en beheerders van betalingssystemen in de veiligheids- en efficiëntiecriteria van toezichthouders, geeft ze beheerders aanvullende prikkels om de risico's waarmee hun systeem kampt, verder terug te dringen of te beperken en helpt ze uiteindelijk om de soepele werking van hun systemen te verzekeren. Na een openbare consultatie over de gemeenschappelijke toezichtbeoordelingsmethodologie zijn op 12 november 2007 de definitieve versies van de "Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important

⁷ Een betalingssysteem wordt als van systeemkritisch belang beschouwd wanneer een storing binnen dat systeem verdere storingen zou kunnen veroorzaken bij of doorgeven aan de deelnemers van dat systeem en uiteindelijk aan het bredere financiële stelsel.

payment systems against the Core Principles”⁸ en de “Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS” gepubliceerd.

Het Eurosysteem moet de uiteindelijke zeggenschap over de euro behouden. Daarom kan het Eurosysteem, vanuit oogpunt van zowel algemeen beleid als systeemrisico, principieel niet toestaan dat betalingsinfrastructuren voor eurotransacties buiten het eurogebied zich kunnen ontwikkelen tot belangrijke eurobetalingsinfrastructuren, met name als daardoor de zeggenschap van het Eurosysteem over de euro zou worden ondermijnd. Op 19 juli 2007 heeft de ECB “The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions” gepubliceerd. Deze beginselen vormen geen nieuwe beleidskoers, maar een nadere uitwerking van het standpunt dat het Eurosysteem heeft uiteengezet in het beleidsdocument van 1998 over eurobetalingssystemen en -afwikkelingsystemen buiten het eurogebied, en in de beleidsregels van 2001 van het Eurosysteem inzake de consolidatie binnen de clearing via centrale tegenpartijen. De beginselen zijn van toepassing op bestaande of potentiële betalingsinfrastructuren buiten het eurogebied die transacties in euro afwickelen.

TARGET

Overeenkomstig het gemeenschappelijke toezichtskader en de toezichtsdoelstellingen voor TARGET oefenen de ECB en de nationale centrale banken regelmatig en op verandering gericht toezicht uit op de nationale real-time bruto-vereveningssystemen die aan TARGET deelnemen of daarmee zijn verbonden, alsook op het betalingsmechanisme van de ECB. Met het oog op de invoering van TARGET2 in november 2007 waren de wijzigingen in TARGET beperkt van aard. Het toezicht op TARGET was daarom gericht op reguliere activiteiten, zoals de melding van incidenten en de follow-up ervan.

Voordat TARGET2 op 19 november 2007 van start ging, werd het toezicht erop aan een uitvoerige beoordeling onderworpen, die in het derde kwartaal van 2007 werd afgerond. Met betrekking tot sommige Core Principles werd voor het toezicht een aantal aandachtspunten gevonden. Aan deze punten zal worden gewerkt op basis van een actieplan dat door de beheerders van TARGET2 in overeenstemming met de toezichthouders is opgezet. Bepaalde aspecten kunnen echter pas verder worden onderzocht als ervaring is opgedaan met TARGET2. Het ligt in de bedoeling dat de toezichtsbeoordeling van TARGET2, overeenkomstig het bestaande beleid van het Eurosysteem, in de loop van 2008 wordt gepubliceerd.

EURO1

EURO1 is het grootste particulier beheerde betalingssysteem voor overboekingen in euro in het eurogebied. Het wordt beheerd door het clearingbedrijf van de Euro Banking Association, EBA CLEARING. EURO1 werkt op multilaterale nettobasis. De einddagsposities van EURO1-deelnemers worden uiteindelijk afgewikkeld in centrale-bankgeld via het TARGET-systeem. In 2007 is EURO1 niet significant gewijzigd, zodat het toezicht van de ECB voornamelijk gericht is geweest op de reguliere werking van het systeem. De ECB heeft geconcludeerd dat zich in 2007 geen problemen hebben voorgedaan die de conformiteit van EURO1 met de Core Principles hebben aangetast.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)-SYSTEEM

Het Continuous Linked System (CLS)-systeem is in 2002 opgezet met het doel afwikkelingsdiensten voor valutatransacties in meerdere valuta's te verstrekken. CLS wikkelt momenteel transacties af in 15

⁸ Een betalingssysteem wordt als van groot belang beschouwd als het een prominente rol speelt bij de verwerking en afwikkeling van retailbetalingen en de deconfiture ervan beduidende economische gevolgen kan hebben en het vertrouwen van het publiek in betalingssystemen en in de valuta in het algemeen kan ondermijnen.

belangrijke valuta's over de gehele wereld. Het wordt beheerd door CLS Bank International ("CLS Bank") en elimineert het valuta-afwikkelingsrisico vrijwel geheel door de twee valutadelen bij valutatransacties tegelijkertijd af te wikkelen (dat wil zeggen op basis van betaling-tegen-betaling), en dat alleen wanneer voldoende gelden aanwezig zijn.

CLS wordt gereguleerd door het Federal Reserve System, dat eveneens als hoofdtoezichthouder fungeert, aangezien CLS Bank in de Verenigde Staten is gevestigd. Het Federal Reserve System werkt samen met de centrale banken van alle valuta's die in aanmerking komen voor afwikkeling via CLS, waaronder de ECB. Binnen deze overeenkomst voor gezamenlijk toezicht is de ECB (in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van het eurogebied) de hoofdverantwoordelijke voor het toezicht op de afwikkeling van transacties in euro. In 2007 heeft CLS Bank een zelfevaluatie opgesteld op basis van de Core Principles.

In 2007 heeft CLS Bank van het Federal Reserve System de voorgeschreven goedkeuring gekregen om haar diensten uit te breiden naar de afwikkeling van betalingsopdrachten in een enkele valuta voor termijncontracten zonder mogelijkheid tot levering (NDF's) en op te treden als de centrale afwikkelaar voor alle betalingsopdrachten voor over-the-counter (OTC) kredietderivaten die door het DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse worden berekend of "gematched". Aangezien CLS Bank steeds in overeenstemming met de Core Principles en de beleidsbeginselen van het Eurosysteem over de locatie en het beheer van infrastructuur voor de afwikkeling van in euro luidende betalingstransacties heeft gehandeld, heeft het Eurosysteem ermee ingestemd dat CLS Bank de afwikkeling van NDF's en OTC-kredietderivaten in euro als onderdeel van deze dienst aanbiedt.

De continue veiligheid en efficiëntie van het CLS-systeem en zijn naleving van de beleidsbeginselen van het Eurosysteem is van primair belang voor het Eurosysteem, aangezien

het CLS-systeem in termen van waarde het grootste betalingssysteem is dat eurotransacties buiten het eurogebied afwikkelt. In december 2007 werden door CLS Bank gemiddeld 381.436 valutatransacties per dag verwerkt, met een gemiddelde afwikkelingswaarde per dag van €2,9 biljoen⁹. Met een aandeel van 20% in alle door CLS Bank afgewikkelde transacties is de euro, na de Amerikaanse dollar (45%), nog steeds de belangrijkste valuta voor afwikkeling. De gemiddelde dagelijkse waarde van in euro verrekende CLS-transacties was €564 miljard.

In 2007 heeft de BIB een consultatierapport met de titel "Progress in reducing foreign exchange settlement risk" gepubliceerd, waaraan het Eurosysteem heeft bijgedragen. In het rapport worden de resultaten gepresenteerd van een enquête onder de grotere deelnemers aan de deviezenmarkt over de omvang, duur, concentratie en beheersing van afwikkelingsrisico's bij valutatransacties. De enquête werd in 2006 gehouden door de centrale banken van de valuta's waarin door CLS Bank wordt afgewikkeld. In het rapport is aangegeven dat de afzonderlijke instellingen, sectoren en centrale banken verdere maatregelen moeten nemen om de systeem-brede risico's van de afwikkeling van valutatransacties voor de financiële stabiliteit te reduceren. De definitieve versie van het verslag verschijnt in 2008.

BEDRIJFSCONTINUÏTEIT

Op de ECB-conferentie over bedrijfscontinuïteit voor marktinfrastructuur, die in september 2006 is gehouden, verzochten marktdeelnemers het Eurosysteem/ESCB grensoverschrijdende en systeemoverschrijdende bedrijfscontinuïteitsoefeningen te houden. Als follow-up daarvan heeft het Eurosysteem/ESCB een kader en methodiek voor de organisatie van bedrijfscontinuïteitsoefeningen ontwikkeld en in 2007 de eerste interne crisiscommunicatietests gehouden. Voor 2008 zijn complexere bedrijfscontinuïteitsoefeningen

⁹ De contantafwikkeling van iedere valutatransactie bestaat uit twee betalingstransacties, een in elke betrokken valuta. In december 2007 wikkeld CLS Bank 190.718 valutatransacties af met een gemiddelde waarde per dag van rond €1,5 biljoen.

voorzien. Daarnaast heeft het ESCB gewerkt aan een voorstel hoe de centrale banken van de EU publieke informatie over bedrijfscontinuïteit kunnen delen met marktdeelnemers, en hoe centrale banken vertrouwelijke informatie onderling kunnen uitwisselen. In het kader daarvan heeft de ECB door middel van “factfinding” informatie verzameld over een aantal punten, zoals internationale en nationale standaarden en initiatieven en nationale bedrijfscontinuïteitsoefeningen. Niet-vertrouwelijke informatie zal op een speciaal bedrijfscontinuïteitsonderdeel van de website van elke centrale bank aan het publiek ter beschikking worden gesteld. Naar verwachting zal de ECB in 2008 een dergelijk onderdeel op haar website inrichten.

SWIFT

Het toezicht op SWIFT richt zich voornamelijk op de doelstellingen veiligheid, operationele betrouwbaarheid, bedrijfscontinuïteit en schokbestendigheid van de SWIFT-infrastructuur. Om na te gaan of SWIFT deze doelstellingen haalt, toetsen toezichthouders regelmatig of SWIFT passende governance-regelingen, structuren, processen, risicobeheerprocedures en controles heeft ingevoerd om op doeltreffende wijze de potentiële risico's te beheersen die het zou kunnen meebrengen voor de financiële stabiliteit en voor de soliditeit van financiële infrastructuur. In de context van haar deelname aan het coöperatieve toezicht op SWIFT werkt de ECB sinds 2006 samen met de centrale banken van de G-10 om te komen tot een reeks hoogwaardige toezichtsverwachtingen die geschikt zouden zijn voor de beoordeling van SWIFT, waarbij rekening wordt gehouden met de bestaande structuur, processen, controles en procedures van SWIFT. De vijf toezichtsverwachtingen zijn in juni 2007 afgerond en geïntegreerd in de op risico gebaseerde toezichtsmethodologie van de toezichtsgroep. Het gaat om de volgende verwachtingen:

1 Identificatie en beheer van risico's: van SWIFT wordt verwacht dat operationele en financiële risico's voor zijn kritieke diensten

worden geïdentificeerd en beheerd en dat het ervoor zorgt dat de risicobeheerprocessen doeltreffend zijn.

- 2 IT-veiligheid: van SWIFT wordt verwacht dat het passend beleid en procedures invoert en afdoende middelen inzet om de vertrouwelijkheid en integriteit van informatie en de beschikbaarheid van de kritieke diensten te waarborgen.
- 3 Betrouwbaarheid en schokbestendigheid: in overeenstemming met zijn rol in het mondiale financiële stelsel wordt van SWIFT verwacht dat het passend beleid en procedures invoert en afdoende middelen inzet om te waarborgen dat de kritieke diensten beschikbaar, betrouwbaar en schokbestendig zijn en dat bedrijfscontinuïteits- en rampenplannen bestaan, zodat de kritieke diensten in geval van een storing snel kunnen worden hersteld.
- 4 Technologieplanning: van SWIFT wordt verwacht dat het over robuuste methoden beschikt voor de planning van de gehele gebruikscyclus van technologie en de selectie van technologische standaarden.
- 5 Communicatie met gebruikers: van SWIFT wordt verwacht dat het transparant is voor de gebruikers en hun voldoende informatie biedt om hun rol en verantwoordelijkheid bij het beheren van de risico's die hun gebruik van SWIFT meebrengt te begrijpen.

SWIFT is momenteel een zelfbeoordeling op basis van deze hoogwaardige verwachtingen aan het afronden en zal verslag uitbrengen aan de centrale banken over de mate waarin het aan de verwachtingen van de toezichthouders kan voldoen. De vijf verwachtingen vormen een kader waarbinnen de toezichthouders hun activiteiten organiseren en op basis waarvan op risico gebaseerde toezichtsplanning wordt voorbereid. De hoogwaardige verwachtingen en de ratio achter het kader worden in het *Financial Stability Review* van de Nationale

Bank van België/Banque Nationale de Belgique (gepubliceerd in juni 2007) gepresenteerd.

4.2 RETAILBETALINGSVERKEER

Het door het Eurosysteem uitgeoefende toezicht betreft ook retailbetalingssystemen en -instrumenten. In 2007 is de ECB doorgestaan met het volgen van de goede werking van de eerste pan-Europese geautomatiseerde clearinginstelling voor grote betalingen in euro, STEP2, die wordt beheerd door EBA CLEARING.

Op het vlak van het volgen van de ontwikkelingen in de retailbetalingssector heeft de ECB samen met de Federal Reserve Bank van Kansas City een vergelijkend onderzoek gedaan naar de rol van niet-banken in retailbetalingen in de Verenigde Staten en enkele Europese landen.

4.3 SYSTEMEN VOOR KAARTBETALINGEN

In overeenstemming met zijn in het Verdrag neergelegde taak een goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen, heeft het Eurosysteem een toezichtskader ontwikkeld voor kaartbetaalsystemen die betalingen in euro verwerken. Het doel daarvan is het vertrouwen van het publiek in kaartbetalingen te behouden en gelijke concurrentievoorwaarden voor alle kaartbetaalsystemen in het eurogebied te bevorderen.

Op basis van een verslag met de titel “Draft oversight framework for card payment schemes - requirements” is een openbare consultatie gehouden. Naar aanleiding van het commentaar dat tijdens de consultatie werd ontvangen, is het verslag herzien. In het verslag wordt de beoogde reikwijdte van het door het Eurosysteem uit te oefenen toezicht op kaartbetaalsystemen omschreven en worden standaarden voorgesteld die, als ze worden aangehouden, de soliditeit van dergelijke systemen zouden versterken. Deze standaarden zijn gebaseerd op een risicoanalyse die het Eurosysteem heeft uitgevoerd. Het kader zal van toepassing zijn

op alle kaartbetaalsystemen die diensten voor betaalpassen of creditcards aanbieden.

De definitieve versie van de toezichtstandaarden van het Eurosysteem voor kaartbetaalsystemen is in januari 2008 door de Raad van Bestuur goedgekeurd en zal in de loop van 2008 worden ingevoerd.

4.4 EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING

Het Eurosysteem heeft groot belang bij de goede werking van effectenclearing- en -afwikkelingssystemen aangezien tekortkomingen in de clearing, afwikkeling en bewaring van onderpand een gevaar zouden kunnen betekenen voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid, de goede werking van het betalingsverkeer en de handhaving van de financiële stabiliteit.

In zijn hoedanigheid van gebruiker van effectenafwikkelingssystemen (“securities settlement systems” ofwel SSS’s) toetst het Eurosysteem of SSS’s in het eurogebied en de koppelingen tussen de verschillende systemen voldoen aan de “Standaarden voor het gebruik van effectenafwikkelingssystemen in de EU bij krediettransacties van het ESCB” (die bekend staan als de “gebruikersnormen van het Eurosysteem”).¹⁰

Koppelingen komen in aanmerking voor de krediettransacties van het Eurosysteem wanneer zij voldoen aan de negen gebruikersnormen van het Eurosysteem. Het Eurosysteem beoordeelt nieuwe koppelingen of aanpassingen van goedgekeurde koppelingen op basis van deze normen. In 2007 werden drie bestaande koppelingen aangepast en goedgekeurd. Bovendien is het gebruik van vijf doorgeschakelde koppelingen, waarmee meer dan twee SSS’s gemoeid zijn, aan een beoordeling onderworpen. Tijdens deze beoordeling zijn geen specifieke risico’s aan het

¹⁰ “Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, januari 1998.

licht gekomen. Dientengevolge heeft de Raad van Bestuur besloten dat alle vijf beoordeelde doorgeschakelde koppelingen kunnen deelnemen aan het proces van onderpandstelling voor de krediettransacties van het Eurosysteem.

Ter voorbereiding van de toetreding van Cyprus en Malta tot het eurogebied op 1 januari 2008 heeft de Raad van Bestuur de SSS's van deze twee lidstaten getoetst. Uit de gedetailleerde analyse kwam naar voren dat beide systemen in grote lijnen voldoen aan de gebruikersnormen en dus in aanmerking komen voor gebruik bij monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem en voor intraday-krediettransacties.

In maart 2007 heeft het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) een verslag getiteld "New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives" gepubliceerd, waaraan de ECB heeft bijgedragen. In het verslag, waarvoor een reeks interviews met banken werd gehouden, worden de volgende zes punten geanalyseerd: de risico's die voortvloeien uit achterstanden bij de documentatie en bevestiging van transacties, de implicaties van het gebruik van onderpand om kredietrisico's te beperken, het gebruik van centrale tegenpartijen om het risico dat tegenpartijen hun verplichtingen niet nakomen te beperken, de risico's van "prime brokerage", de risico's van ongeldige schuldvernieuwingsovereenkomsten en de potentiële marktverstoringen als gevolg van uitsluiting na wanbetaling van een of meer grote tegenpartijen.

ONTWIKKELING VAN DE NORMEN VOOR EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING IN DE EUROPESE UNIE

De Raad van Bestuur heeft in 2001 zijn goedkeuring gehecht aan een kader voor samenwerking tussen het ESCB en de Committee of European Securities Regulators (CESR) op het terrein van effectenclearing- en -afwikkelingssystemen. Een ESCB/CESR-werkgroep heeft in 2004 een conceptrapport opgesteld onder de titel "Standards for securities

clearing and settlement in the European Union", dat tot doel heeft de CPSS/IOSCO-aanbevelingen voor SSS's in de EU-omgeving aan te passen. In het daaropvolgende jaar is de werkgroep op dit terrein werkzaam gebleven om te komen tot een "toetsingsmethodologie" die een leidraad biedt voor de effectieve implementatie van de standaarden. Gedurende deze periode heeft de groep in parallel gewerkt aan de aanpassing van de CPSS/IOSCO-aanbevelingen voor centrale tegenpartijen. Op een aantal gebieden is sinds eind 2005 weinig vooruitgang geboekt. De Europese Commissie heeft echter in 2007 weer vaart gebracht in de discussies in de bijeenkomsten van de Ecofin-Raad, het Economisch en Financieel Comité (EFC) en het Comité Financiële Diensten (CFD). Naar aanleiding van deze discussies heeft de Ecofin-Raad erkend "dat de bescherming van beleggers en de prudentiële veiligheid van de transactieverwerkende sector, met inbegrip van de risicobeheersingsaspecten, belangrijke te bespreken vraagstukken zijn en dat concrete actie, bijvoorbeeld ook door het eens te worden over de normen of regelgevende maatregelen, als aanvulling op de Gedragscode inzake risico's en financiële stabiliteit moet worden beschouwd". Daarnaast heeft de Ecofin-Raad het CFD verzocht "zijn werkzaamheden met betrekking tot het toepassingsgebied, de rechtsgrondslag en de inhoud van de normen te intensiveren, met de nodige aandacht voor het belang van concurrentiëneutraliteit; en samen met de Commissie verdere stappen in verband met dit onderwerp voor te stellen, die in het begin van het voorjaar 2008 aan de Raad moeten worden voorgelegd".¹¹ De ECB heeft hiertoe bijgedragen.

¹¹ Conclusies van de Ecofin-Raad over clearing en afwikkeling, 2822^e zitting van de Raad Economische en Financiële Zaken, Luxemburg, 9 oktober 2007.



HOOFDSTUK 5

EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN

I EUROPESE AANGELEGENHEDEN

In 2007 is de ECB haar reguliere contacten met de Europese instellingen en fora blijven onderhouden, met name met het Europees Parlement, de Ecofin-Raad, de Eurogroep en de Europese Commissie (zie Hoofdstuk 6). De President van de ECB woonde vergaderingen bij van de Ecofin-Raad wanneer daar aangelegenheden werden besproken die verband hielden met de taken en doelstellingen van het ESCB, en vergaderingen van de Eurogroep. De Voorzitter van de Eurogroep en de Commissaris voor Economische en Monetaire Zaken waren aanwezig bij de vergaderingen van de Raad van Bestuur wanneer zij dit toepasselijk achtten.

I.1 BELEIDSAANGELEGENHEDEN

HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

In 2007 gaf het gunstige macro-economische klimaat steun aan de verbetering van de begrotingssaldi in de meeste landen en aldus aan de intrekking van de buitensporige-tekortprocedure in een aantal gevallen. Het aantal lidstaten met een buitensporig tekort daalde van elf aan het eind van 2006 tot zes aan het eind van 2007. In januari 2007 beëindigde de Ecofin-Raad de buitensporige-tekortprocedure tegen Frankrijk. De Raad nam in juni 2007 dezelfde stap voor Duitsland, Griekenland en Malta. Hierdoor werd voor dit laatste land een belangrijke belemmering voor de invoering van de euro in 2008 weggenomen. In oktober 2007, ten slotte, trok de Ecofin-Raad de buitensporige-tekortprocedure tegen het Verenigd Koninkrijk in. Na de correctie van de buitensporige tekorten is het nu van essentieel belang dat lidstaten door blijven gaan met hun structurele begrotingsconsolidatie in overeenstemming met de bepalingen van het Stabiliteits- en Groeipact teneinde hun middellange-termijndoelstelling te verwezenlijken. Dit zal tevens helpen voorkomen dat de referentiewaarde van 3% bbp weer wordt overschreden ten gevolge van normale conjuncturele variaties in de economische bedrijvigheid. Ten aanzien van twee landen van het eurogebied (Italië en Portugal) en vier lidstaten die geen deel uitmaken van het eurogebied (Tsjechië,

Hongarije, Polen en Slowakije) liep eind 2007 nog een buitensporige-tekortprocedure.

De begrotingsontwikkelingen in Tsjechië gaven aanleiding tot bezorgdheid. In juli 2007 besloot de Ecofin-Raad, op aanbeveling van de Europese Commissie, dat de door Tsjechië ondernomen stappen onvoldoende bleken om in 2008 zijn tekort terug te brengen tot onder de drempel van 3%. Met name gaf het in maart gepubliceerde geactualiseerde convergentieprogramma van Tsjechië aan dat de tekortdrempel van 3% bbp niet alleen zou worden overschreden in 2008 maar ook in 2009. In oktober 2007 beval de Raad wederom, op grond van Artikel 104, lid 7, van het Verdrag, Tsjechië aan het tekort uiterlijk in 2008 terug te brengen tot onder 3% bbp, met een structurele verbetering van 0,75% in het begrotingssaldo tussen 2007 en 2008. Volgens de voorspelling van de Europese Commissie van herfst 2007 zal het tekort in 2008 inderdaad tot onder 3% bbp dalen.

Geen verdere stappen zijn ondernomen ten aanzien van de buitensporige-tekortprocedures tegen Italië (dat overeenkomstig de aanbeveling van de Ecofin-Raad zijn buitensporige tekort in 2007 gecorrigeerd had moeten hebben), Hongarije (2009), Polen (2007), Portugal (2008) en Slowakije (2007) aangezien in het algemeen nieuwe gegevens en projecties duiden op vooruitgang in de correctie van buitensporige tekorten in overeenstemming met de laatste aanbevelingen van de Raad.

In oktober 2007 besprak de Ecofin-Raad de doeltreffendheid van de preventieve instrumenten van het Stabiliteits- en Groeipact op grond van voorstellen die door de Commissie waren gedaan in haar mededeling bij het verslag "Openbare financiën in de EMU – 2007". De Ministers kwamen tot de slotsom dat alle landen die hun middellange-termijndoelstelling nog niet hadden bereikt het tempo van de tekorten en schuldvermindering dienden op te voeren en hoger dan verwachte inkomsten aan deze doelstelling dienden te besteden. Zij benadrukten tevens het belang van nationale, op regels gebaseerde meerjarige begrotingskaders en

van toepasselijke betrokkenheid van nationale parlementen. Bovendien werd lidstaten gevraagd in hun stabiliteits- en convergentieprogramma's te specificeren hoe zij hun middellange-termijndoelstelling dachten te verwezenlijken, met inbegrip van informatie over de mate waarin verdere maatregelen nodig zouden zijn om deze te bereiken. De Commissie werd verzocht verder te werken aan het meten van de onderliggende begrotingsposities. Wat betreft de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn, nodigde de Ecofin-Raad de Commissie uit voorstellen te doen voor bespreking in 2008 over hoe de uit de vergrijzing voortvloeiende begrotingslasten in de formulering van de middellange-termijndoelstellingen kon worden opgenomen.

DE STRATEGIE VAN LISSABON

De strategie van Lissabon – het uitgebreide programma van de EU voor economische, sociale en milieuhervorming – bleef centraal staan in het debat over het economisch beleid van de EU. De EU-Raad heeft de Geïntegreerde Richtsnoeren die in 2005 voor een periode van drie jaar waren aangenomen, onveranderd gelaten, maar riep wel op tot meer aandacht voor de implementatie van de strategie ter verwezenlijking van het uiteindelijke doel, namelijk hogere groei en meer banen.¹ Tegelijkertijd heeft de EU-Raad voorjaar 2007 deze richtsnoeren aangevuld met land-specifieke aanbevelingen voor elke lidstaat, en met een horizontaal richtsnoer voor de landen van het eurogebied. De lidstaten hebben herfst 2007 hun tweede voortgangsverslag met betrekking tot hun nationale hervormingsprogramma's voor 2005-2008 ingediend. Deze verslagen beschrijven de vooruitgang die de lidstaten tot dusverre hebben geboekt met de tenuitvoerlegging van hun structurele hervormingsstrategieën, waarvan deel uitmaken het waarborgen van de houdbaarheid en kwaliteit van de overheidsfinanciën, het verbeteren van de regelgeving ten aanzien van bedrijven, het investeren in onderzoek en ontwikkeling en innovatie, en het nemen van maatregelen om de arbeidsparticipatie te bevorderen en arbeidsmarktflexibiliteit te versterken (zie ook Hoofdstuk 1). De voortgangsverslagen met betrekking tot de nationale hervormings-

programma's zijn beoordeeld door de Ecofin-Raad, en door de Europese Commissie, die in december 2007 een “Strategisch verslag” publiceerde. Deze beoordelingen baanden de weg voor de goedkeuring van een nieuwe reeks geïntegreerde richtsnoeren in 2008 voor de nieuwe driejarige beleidscyclus van 2008 tot 2010. Tegelijkertijd presenteerde het Lissabon-programma van de Gemeenschap, dat eind 2007 is geactualiseerd, een aantal essentiële prioriteiten voor actie op Gemeenschapsniveau voor de periode 2008-2010, in overeenstemming met de vier prioriteitsterreinen voor hervorming (kennis en innovatie, mogelijkheden voor ondernemingen, arbeidsmarkten en energie) die door de Europese Raad van voorjaar 2006 naar voren waren gebracht.

De ECB heeft bij herhaling het belang van de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen benadrukt en verwelkomt de vastbeslotenheid van de Commissie en de lidstaten om de hernieuwde Lissabon-strategie op EU-niveau en nationaal niveau uit te voeren. Het is met name van belang dat de landen van het eurogebied veelomvattende hervormingsmaatregelen doorvoeren, aangezien zij samen verantwoordelijk zijn voor het waarborgen van de soepele werking van de EMU.

1.2 INSTITUTIONELE AANGELEGENHEDEN

HET VERDRAG VAN LISSABON

Op 13 december 2007 ondertekenden de staatshoofden en regeringsleiders van de EU-lidstaten het Verdrag van Lissabon tot wijziging van het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Het nieuwe Verdrag doorloopt thans het proces van ratificatie door alle 27 lidstaten. Het is de bedoeling dat het op 1 januari 2009 in werking treedt, op voorwaarde dat op die datum het ratificatieproces is afgerond. Indien dit dan niet het geval is, zal het Verdrag van Lissabon

¹ Overeenkomstig de tussentijdse herziening van de Lissabon-strategie in 2005 worden de Geïntegreerde Richtsnoeren vastgelegd voor een periode van drie jaar en gedurende die periode daarna jaarlijks geactualiseerd (zie het ECB-Jaarverslag van 2005, blz. 147-150).



in werking treden op de eerste dag van de maand na de ratificatie door de laatste lidstaat.

Het nieuwe Verdrag wijzigt het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap en het Verdrag betreffende de Europese Unie. Deze twee Verdragen zullen de basis blijven voor het functioneren van de EU. Krachtens het nieuwe Verdrag wordt de Gemeenschap opgevolgd en vervangen door de Unie, die rechtspersoonlijkheid zal bezitten. De ECB verwelkomt deze vereenvoudiging van het juridische en institutionele kader van de EU.

De ECB achtte het van essentieel belang dat prijsstabiliteit niet alleen het hoofddoel zou blijven van de ECB en het ESCB, maar tevens een expliciete doelstelling van de EU zou zijn. Het nieuwe Verdrag voorziet ook hierin, en maakt tevens een Economische en Monetaire Unie, met de euro als munteenheid, een doelstelling van de EU.

De ECB, thans een Gemeenschapsorgaan, wordt een instelling van de Unie. De ECB acht het van cruciaal belang voor de succesvolle uitvoering van haar taken dat de specifieke institutionele kenmerken van de ECB en van het ESCB bewaard zullen blijven. In het nieuwe Verdrag gebeurt dit ook, doordat de taken en de samenstelling van het ESCB en de onafhankelijkheid van de ECB en de nationale centrale banken erin bevestigd worden, alsook de rechtspersoonlijkheid, regelgevingsbevoegdheden en financiële onafhankelijkheid van de ECB. Krachtens het nieuwe Verdrag vindt de benoeming van leden van de Directie van de ECB plaats bij gekwalificeerde meerderheid door de Europese Raad, in plaats van het huidige vereiste van onderlinge overeenstemming tussen de regeringen van de lidstaten op het niveau van de staatshoofden en regeringsleiders. Op verzoek van de ECB wordt de term "Eurosysteem" in de Verdragen ingevoerd.

Het nieuwe Verdrag introduceert tevens verscheidene vernieuwingen op het vlak van economisch bestuur, waaronder erkenning van de Eurogroep, die haar huidige informele status behoudt. De Voorzitter ervan heeft een ambtstermijn van tweeënehalf jaar. Bovendien wordt de rol van de landen van het eurogebied versterkt. Hoewel nog steeds de Raad op basis van een voorstel van de Commissie zal beslissen of een lidstaat op de euro kan overgaan, zullen de landen van het eurogebied vóór die beslissing een aanbeveling uitbrengen. Op soortgelijke wijze zullen beslissingen over het niet naleven door landen van het eurogebied van de buitensporigetekortprocedure en de Globale Richtsnoeren voor het Economisch Beleid uitsluitend worden genomen door de landen van het eurogebied, zonder de betrokken lidstaat. Een nieuwe bepaling, ten slotte, geeft de landen van het eurogebied de mogelijkheid met gekwalificeerde meerderheid nieuwe maatregelen goed te keuren om de coördinatie van en het toezicht op hun begrotingsdiscipline te versterken en specifieke economische beleidsrichtsnoeren op te stellen voor de landen van het eurogebied.

De ECB is van mening dat het nieuwe Verdrag globaal genomen de huidige structuur van de EMU bevestigt. Zij zou dan ook een succesvolle afronding van het ratificatieproces verwelkomen.

CONVERGENTIEVERSLAGEN

Na verzoeken daartoe van Cyprus en Malta hebben de ECB en de Europese Commissie, in overeenstemming met Artikel 122 van het Verdrag, elk een convergentieverslag opgesteld ten aanzien van de door deze twee landen geboekte vooruitgang met het voldoen aan de voorwaarden voor het lid worden van het eurogebied. Op basis van deze convergentieverslagen, die op 16 mei 2007 zijn gepubliceerd, en een voorstel van de Commissie, heeft de Ecofin-Raad op 10 juli 2007 een besluit aangenomen dat Cyprus en Malta toestond vanaf 1 januari 2008 de euro als munteenheid in te voeren (zie Hoofdstuk 3).

I.3 ONTWIKKELINGEN IN EN BETREKKINGEN MET KANDIDAATLANDEN VAN DE EU

De ECB heeft haar samenwerking met de centrale banken van de kandidaatlanden voortgezet met het doel de voorwaarden te creëren voor een soepel monetair integratieproces in de EU, wanneer aan de institutionele en economische vereisten is voldaan. Deze samenwerking heeft zich ontwikkeld naast de algehele institutionele dialoog tussen de EU en deze landen.

De toetredingsonderhandelingen met Kroatië zijn in oktober 2005 begonnen. De opening van individuele hoofdstukken van het *acquis communautaire* voor onderhandeling is in juni 2006 van start gegaan en is in 2007 soepel verder verlopen, waarbij over een aanzienlijk aantal van de 35 hoofdstukken tegen het eind van het jaar was onderhandeld. De ECB is haar bilaterale betrekkingen met de Kroatische Nationale Bank blijven versterken, door een bezoek van medewerkers aan Zagreb in april 2007 en door de Gouverneur van de Kroatische Nationale Bank uit te nodigen in Frankfurt in oktober 2007 voor de jaarlijkse dialoog op hoog niveau vóór toetreding.

Na in oktober 2005 van start te zijn gegaan met de toetredingsonderhandelingen met Turkije, is de Europese Commissie in juni 2006 begonnen met de onderhandelingen over de individuele hoofdstukken van het *acquis communautaire*. In december 2006 besloot de Europese Raad de onderhandelingen voor 8 van de 35 hoofdstukken in het EU-toetredingsproces op te schorten, vanwege het gebrek aan vooruitgang in de uitbreiding van de douane-unie met de EU-lidstaten. Vijf hoofdstukken – ondernemings- en industrieel beleid, statistieken, financieel toezicht, trans-Europese netwerken, en gezondheids- en consumentenbescherming – zijn in de loop van 2007 geopend. De EU-instellingen blijven de verenigbaarheid van de Turkse wetgeving met het *acquis communautaire* controleren en er worden voorbereidingen getroffen voor de mogelijke opening van andere hoofdstukken. De ECB is haar langdurige beleidsdialoog op hoog niveau met de Centrale Bank van de

Republiek Turkije blijven voeren, onder meer middels een bezoek van de President van de ECB aan Ankara op 1 juni 2007, ter gelegenheid van het 75-jarig bestaan van de Turkse centrale bank. De besprekingen richtten zich primair op de recente macro-economische en financiële ontwikkelingen in Turkije, het monetair beleid van de Centrale Bank van de Republiek Turkije en de economische en monetaire situatie in het eurogebied. In de loop van 2007 werd tevens technische assistentie verleend wanneer daarom gevraagd werd door de Turkse centrale bank, bijvoorbeeld op het terrein van interne financierings- en betalingssystemen.

De voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië is in december 2005 kandidaatstatus verleend. De Europese Raad besloot echter de onderhandelingen pas te doen beginnen wanneer aan een aantal voorwaarden zou zijn voldaan, waaronder de effectieve tenuitvoerlegging van de met de EU overeengekomen Stabilisatie- en Associatie-overeenkomst, en tot dusverre is geen precieze datum vastgesteld. De Commissie volgt nauwlettend de geboekte vooruitgang, en hoewel zij onderkende dat stappen in de goede richting waren gezet, specificeerde zij verscheidene terreinen voor hervorming waar de inspanningen dienen te worden geïntensiveerd. De contacten tussen de ECB en de Nationale Bank van de Republiek Macedonië werden op medewerkersniveau geïntensiveerd.

2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN

2.1 DE BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN BINNEN HET INTERNATIONALE MONETAIRE EN FINANCIËLE STELSEL

TOEZICHT OP HET MACRO-ECONOMISCH BELEID BINNEN DE WERELDECONOMIE

Gezien het rappe tempo van de economische en financiële integratie, is het mondiale economische klimaat in toenemende mate belangrijk aan het worden voor de uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied. Dientengevolge volgt en analyseert het Eurosysteem macro-economisch beleid en onderliggende ontwikkelingen in de landen buiten het eurogebied nauwgezet. Het Eurosysteem speelt tevens een belangrijke rol in het proces van internationaal multilateraal toezicht op macro-economisch beleid, dat voornamelijk plaatsvindt tijdens de vergaderingen van internationale organisaties zoals de BIB, het IMF en de OESO, alsmede in fora zoals de vergaderingen van de Ministers van Financiën en centrale-bankpresidenten van de G-7 en G-20. In de relevante instellingen en fora bezit de ECB ofwel lidstatus (bijvoorbeeld bij de G-20) ofwel waarnemerstatus (bijvoorbeeld bij het IMF). De ECB beoordeelt de internationale ontwikkelingen om bij te kunnen dragen aan een stabiel macro-economisch klimaat en gedegen macro-economisch en financieel beleid.

Het internationale economische klimaat werd in 2007 wederom gedomineerd door grote mondiale onevenwichtigheden op de lopende rekeningen, waarbij in de Verenigde Staten en olie-exporterende landen enige aanpassingen plaatsvonden.² In de Verenigde Staten daalde het tekort op de lopende rekening licht tot 5,7% bbp, van 6,2% in 2006, voornamelijk ten gevolge van een evenwichtiger patroon van de groei van de mondiale vraag en gunstige wisselkoersontwikkelingen. Tegelijkertijd werden de aanpassingen in de Verenigde Staten niet rechtstreeks weerspiegeld in de lopende-rekeningposities van Aziatische economieën, waar de overschotten aanzienlijk bleven en in 2007 gemiddeld rond 6,1% bbp bedroegen, vergeleken met 5,3% in 2006. In het bijzonder groeiden de overschotten op de lopende rekening tot 11,7% in China en tot 4,5% in Japan. De

olie-exporterende economieën – eveneens een belangrijke tegenhanger van het Amerikaanse lopende-rekeningtekort – drongen echter hun overschotten op de lopende rekening terug tot 11,9% bbp, van 16,1% in 2006. Enkele Aziatische en olie-exporterende economieën bleven aanzienlijke bedragen aan reserves opbouwen. De opbouw van reserves bleef met name aanzienlijk in het geval van China, waar de deviezenreserves een niveau van ruim boven USD 1 biljoen bereikten. De toename van deviezenreserves in economieën met een overschot droeg bij tot een stijging van het belang van soevereine vermogensfondsen in de mondiale financiële markten.

Het Eurosysteem is bij verschillende gelegenheden blijven wijzen op de risico's en de verstoringen die verbonden zijn aan het voortduren van dergelijke onevenwichtigheden. Het Eurosysteem bevestigde tevens zijn volledige steun voor een op samenwerking gebaseerde aanpak van deze kwestie, waarbij alle betrokken economieën het noodzakelijke beleid doorvoeren om te zorgen voor een ordelijke aanpassing van mondiale onevenwichtigheden. Een op zichzelf voortbouwende en ordelijke aanpassing van de onevenwichtigheden zouden de vooruitzichten voor mondiale groei en stabiliteit ondersteunen en versterken. De internationale beleidsagenda omvat beleid dat beoogt de particuliere en publieke besparingen in landen met een tekort op de lopende rekening te doen toenemen, dringt aan op de tenuitvoerlegging van verdere structurele hervormingen in volgroeide economieën met relatief lage potentiële groei, en benadrukt de noodzaak van een stijging van de binnenlandse vraag alsook verbeterde allocatie van kapitaal in de opkomende markteconomieën. Aangezien de wisselkoersen de economische fundamentals zouden dienen te weerspiegelen, blijft wisselkoersflexibiliteit in de belangrijkste landen en regio's die dergelijke flexibiliteit ontberen een prioriteit. In China is het streven naar grotere flexibiliteit gewenst en het blijft, gezien zijn stijgende overschot op de lopende

² De schattingen voor 2007 in deze paragraaf zijn gebaseerd op de projecties in de "World Economic Outlook" van het IMF van september 2007.

rekening en de binnenlandse inflatie, nodig een versnelde appreciatie van zijn effectieve wisselkoers mogelijk te maken. Over het geheel genomen zijn in 2007 een aantal ontwikkelingen en beleidsmaatregelen de goede richting op gegaan, maar verdere aanpassingen zijn nog steeds nodig voor het aanzienlijk terugdringen van mondiale onevenwichtigheden.

De situatie op de mondiale kredietmarkten verslechterde in de tweede helft van 2007, naarmate een herprijzing van kredietrisico in verband met de spanningen in de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt leidde tot een piek in rendementen en tot verstoringen van de liquiditeitscondities in segmenten van de interbancaire markt. Ook al werden de opkomende economieën ook door deze ontwikkelingen geraakt, de invloed daar was veel minder erg dan in eerdere perioden van mondiale financiële turbulentie. Deze veerkrachtigheid weerspiegelt deels het verbeterde beleidskader in deze landen, hoewel een bijkomende verklaring is dat de financiële turbulentie zijn oorsprong vond in markten voor innovatieve kredietinstrumenten die in opkomende economieën minder wijd verspreid zijn dan in volgroeide economieën met een ontwikkeld financieel stelsel.

Op het eurogebied zelf, ten slotte, wordt eveneens internationaal beleidstoezicht uitgeoefend. In 2007 voerden zowel het IMF als de Economic and Development Review Committee van de OESO hun reguliere beoordeling van het monetaire, financiële en economische beleid van het eurogebied uit, als aanvulling op hun beoordelingen van de individuele landen van het eurogebied. De Artikel-IV-consultaties van het IMF en de beoordeling van de Economic and Development Review Committee van de OESO boden de gelegenheid tot nuttige besprekingen tussen deze internationale organisaties en de ECB, het voorzitterschap van de Eurogroep en de Europese Commissie. Na deze besprekingen hebben het IMF en de OESO elk een eigen rapport uitgebracht met daarin een beoordeling van het in het eurogebied gevoerde beleid.³ Het

eurogebied nam tevens deel aan de eerste multilaterale consultatie van het IMF, die zich concentreerde op mondiale onevenwichtigheden (zie de volgende paragraaf voor meer details).

DE INTERNATIONALE FINANCIËLE STRUCTUUR

De inspanningen om het IMF te hervormen in overeenstemming met zijn middellange-termijnstrategie zijn in 2007 voortgezet. De voortgang ten aanzien van de verschillende initiatieven was uiteenlopend, met als meest opvallende prestatie de invoering van een nieuw besluit over bilateraal toezicht.⁴ Andere belangrijke hervormingsterreinen waren de governance van het IMF (quota en zeggenschap), het inkomsten- en uitgavenkader van het Fonds, en de rol van het Fonds in opkomende markteconomieën. Er wordt gestreefd naar overeenstemming over deze kwesties door middel van besprekingen zowel binnen het IMF als in andere fora, zoals de G-7 en de G-20, en het ESCB draagt zijn steentje bij door de besprekingen over deze kwesties te volgen en er, waar passend, toe bij te dragen.

Een van de belangrijkste recente prestaties van het IMF is een verbetering van het toezicht. Medio 2007 is een nieuw besluit over bilateraal toezicht op beleid van de leden geïntroduceerd ter vervanging van het bestaande 30 jaar oude toezichtsbesluit en ter verbetering van de helderheid, openheid, evenwichtigheid en democratische verantwoording. Het nieuwe besluit beoogt grotere aandacht te geven aan de doorwerkingseffecten tussen landen onderling door externe stabiliteit te hanteren als het organisatiebeginsel voor het toezicht. Externe stabiliteit wordt gedefinieerd aan de hand van de wisselkoers, de analyse waarvan derhalve een essentiële component van het toezichtproces wordt. Dankzij de eenheidsmunt in het eurogebied zal de externe stabiliteit voor het eurogebied worden beoordeeld op het niveau

³ "Euro area policies: 2007 Article IV consultation – staff report", IMF, juli 2007, en "Economic survey of the euro area", OESO, januari 2007.

⁴ Het besluit van de Executive Board betreffende "Bilateral Surveillance over Members' Policies", dat op 15 juni 2007 is aangenomen, vervangt het besluit van 1977 betreffende "Surveillance over Exchange Rate Policies".

van het eurogebied als geheel, terwijl ook in deze context het bilaterale landentoezicht, dat zich toespitst op het nationale beleid van individuele lidstaten, belangrijk blijft. Inspanningen zijn nu gaande om de effectieve tenuitvoerlegging van het nieuwe besluit te waarborgen, waarbij rekening wordt gehouden met de technische en conceptuele uitdagingen.

Daarnaast heeft het eerste multilaterale consultatieproces het stadium bereikt dat ontwikkelingen gevolgd kunnen worden. Multilaterale consultaties vormen een nieuwe benadering ten aanzien van toezicht en streven ernaar essentiële partijen bijeen te brengen in een vertrouwelijke omgeving voor een openhartige dialoog om zo passende beleidsstappen met betrekking tot problemen van regionaal of systeembelang beter mogelijk te maken. De eerste multilaterale consultatie beoogde in te spelen op mondiale onevenwichtigheden; China, het eurogebied, Japan, Saoedi-Arabië en de Verenigde Staten waren hierbij betrokken. Het forum fungeerde als een nuttig platform voor de uitwisseling van ideeën en standpunten over de oorzaken van en oplossingen voor de onevenwichtigheden. De nadruk is nu verschoven van dialoog naar tenuitvoerlegging van beleid, en medewerkers van het IMF volgen nu de vooruitgang en leggen hun bevindingen neer in bilaterale en multilaterale rapporten.

Vooruitgang is ook geboekt met de andere elementen van de middellange-termijnstrategie. Wat betreft de hervorming van de quota en de zeggenschap, richtten de besprekingen zich primair op een nieuwe formule voor de quota, een tweede ronde van ad-hoc-verhogingen van quota voor een breder scala van landen, en een verhoging van het aantal basisstemmen. De twee belangrijkste doelstellingen van de hervormingen zijn het bewerkstelligen van aanzienlijke vooruitgang met het in lijn brengen van quota-aandelen met het relatieve gewicht en de rol van leden in de mondiale economie en het versterken van de zeggenschap en deelname van lage-inkomenslanden in het IMF. Overeenstemming over de belangrijkste elementen van het pakket zal naar verwachting rond de Vergaderingen in

voorjaar 2008 worden bereikt. Tevens worden thans inspanningen geleverd om de instelling een steviger financiële fundering te geven. Wat betreft de inkomsten, verschaffen de aanbevelingen die naar voren zijn gebracht in het rapport van het Committee of Eminent Persons (een lichaam dat was opgezet om de duurzame lange-termijnfinanciering van het IMF te bestuderen) de basis voor specifieke voorstellen. Wat betreft de uitgaven, vormen overweging van het kernmandaat van het Fonds en het zorgvuldig stellen van prioriteiten een leidraad voor voorstellen voor een nieuw uitgavenkader, dat aanzienlijke begrotingsverminderingen voorziet. Tevens wordt, ten slotte, nog steeds gewerkt aan de betrokkenheid van het Fonds bij opkomende economieën. Het Fonds heeft zijn assistentie bij het in kaart brengen van kwetsbaarheden en bij schuldbeheer verbeterd, en is blijven nadenken over de mogelijkheid van een nieuw liquiditeitsinstrument als crisispreventiemaatregel.

Naast de IMF-hervormingen is het bevorderen van mechanismen voor crisispreventie en ordelijke crisisoplossing op de agenda van de internationale financiële gemeenschap blijven staan. In deze context is vooruitgang geboekt met de implementatie van de beginselen voor stabiele kapitaalstromen en eerlijke schuldherstructurering in opkomende markten, die in 2004 door de G-20 zijn overeengekomen. Het doel van deze markt-geschaagde en vrijwillige beginselen is het verschaffen van richtlijnen voor het gedrag van soevereine emittenten en hun particuliere crediteuren ten aanzien van informatie-uitwisseling, dialoog en nauwe samenwerking. Een toenemend aantal financiële instellingen en emittentenlanden hebben hun steun uitgesproken voor de beginselen en blijkt gegeven van het bijzondere belang dat zij hechten aan het versnellen van de implementatie ervan. Om de implementatie en ontwikkeling van de beginselen te sturen, is in 2006 een Group of Trustees, die bestaat uit hooggeplaatste leiders uit de mondiale financiële wereld, opgericht. Tijdens haar laatste vergadering in oktober 2007 in Washington, D.C. heeft de Group of Trustees de vooruitgang

die is geboekt met de tenuitvoerlegging van de beginselen binnen het kader van de internationale financiële architectuur beoordeeld.

Een aantal andere initiatieven met betrekking tot financiële markten werd in de loop van 2007 genomen. Op grond van het door de particuliere sector geboden voorbeeld ten aanzien van voornoemde beginselen is door een groep vooraanstaande, in Londen gevestigde hedge funds een gedragscode opgesteld. Deze gedragscode, die vrijwillig is, beoogt de transparantie en het risicobeheer te verbeteren. Daarnaast is de G-8 een actieplan overeengekomen voor de ontwikkeling van plaatselijke obligatiemarkten in opkomende markteconomieën en zich ontwikkelende landen. In het actieplan werd een aantal belangrijke beleidskwesties aangedragen voor verdere gedetailleerde bestudering, waaronder versterking van marktinfrastructuren en van beleid ter beheersing van overheidsschuld, verbreding en diversificatie van de beleggersbasis, ontwikkeling van derivaten- en swap-markten, verbetering van databases en bevordering van regionale initiatieven. Het doel is de diepte en de efficiëntie van plaatselijke obligatiemarkten te vergroten zodat zij volledig hun rol kunnen spelen in financiële intermediatie, financiële stabiliteit en duurzame economische groei. Het International Monetary and Financial Committee heeft, ten slotte, uitdrukking gegeven aan de toegenomen belangstelling voor de rol en transacties van soevereine kapitaalfondsen door het IMF te verzoeken een dialoog aan te gaan met soevereine activa- en reservebeheerders. Het eerste ronde-tafelgesprek vond plaats in november 2007.

2.2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU

Als onderdeel van zijn internationale activiteiten is het Eurosysteem zijn contacten met de centrale-bankwereld buiten de EU blijven uitbouwen, voornamelijk door middel van het organiseren van seminars en workshops. Daarnaast is technische samenwerking een belangrijk instrument geworden bij het op- en



uitbouwen van instellingen en het versterken van de effectieve naleving van Europese en internationale normen door instellingen buiten de EU.

Het Eurosysteem heeft in oktober 2007 in Moskou zijn vierde bilaterale seminar op hoog niveau met de Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia) gehouden. De deelnemers aan het seminar wisselden standpunten uit over de huidige uitdagingen voor het monetaire en wisselkoersbeleid in Rusland, alsook over het proces van financiële verdieping en de implicaties daarvan voor het monetaire-beleidstransmissiemechanisme in zowel Rusland als andere volgroeide en opkomende markteconomieën. Bovendien concentreerde de discussie zich, na beoordeling van de uitdagingen van en vooruitzichten voor uitbreiding van de EU en het eurogebied, op de implicaties voor Rusland. Soortgelijke evenementen zullen ook in de toekomst regelmatig worden georganiseerd; het volgende seminar zal voorjaar 2009 worden gehouden in Wenen.

Volgend op de besprekingen bij het Eurosysteem/Bank of Russia-seminar op hoog niveau dat in oktober 2006 was gehouden in Dresden, organiseerde de Bank of Russia op 14 juni 2007 in Tula een workshop van deskundigen over de lange-termijngroeivoorzichten voor de Russische economie. Medewerkers van de Bank of Russia, alsook andere deskundigen afkomstig van de Russische overheid en uit de financiële wereld, wisselden met economen van het Eurosysteem van gedachten over de determinanten van groei in de Russische economie en haar vooruitzichten. Tijdens de workshop werden presentaties gegeven over

onderwerpen als “De lange-termijnnuitdagingen voor de Russische economie: afhankelijkheid van de olieprijs en de Nederlandse ziekte” en “Het voorspellen van bbp-groei in Rusland en de rol van beleid”.

De technische samenwerking met de Bank of Russia duurt voort. Zo heeft de ECB bijvoorbeeld in oktober 2007 twee studiebezoeken op hoog niveau georganiseerd op het terrein van markttransacties en interne financiering. De Bank of Russia, de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied hebben tevens nauw samengewerkt als vervolg op het grootschalige trainingsprogramma over banktoezicht dat tussen 2003 en 2005 plaatsvond. De verwachting is dat een nieuw centrale-banksamenwerkingsprogramma, gefinancierd door de Europese commissie, op 1 april 2008 van start zal gaan; dit zal dan lopen tot december 2010. Een van de doelen van dat programma zal zijn de interne-auditcapaciteit van de Bank of Russia te versterken door middel van de overdracht van EU-kennis en -ervaring op het vlak van risicogebaseerde interne audits. Een ander doel is het nastreven van een geleidelijke implementatie van de Bazel II-beginselen voor banktoezicht in Rusland door middel van besprekingen en het uitwisselen van de EU-ervaringen met de tenuitvoerlegging van de Richtlijn Kapitaalvereisten van de EU. Aan de Gemenebest van Onafhankelijke Staten werd advies gegeven op het terrein van betalingssystemen door middel van een door de National Bank of Kazakhstan in september 2007 georganiseerd seminar.

Het vierde Eurosysteem-seminar op hoog niveau met presidenten van de centrale banken van de Euro-mediterrane partnerlanden van de EU vond op 28 maart 2007 plaats in Valencia; het vijfde zal op 26 november 2008 worden gehouden in Caïro. De discussies in Valencia concentreerden zich onder meer op het begrotingsbeleid in de mediterrane landen en op de Euro-mediterrane handel. Ook hebben medewerkers van de ECB een aantal bezoeken gebracht, bijvoorbeeld aan de centrale banken van de Maghreb-landen, waaronder de Banque d’Algérie

(in februari 2007), de Bank Al-Maghrib (in november 2007) en de Central Bank of Tunisia (in november 2007).

De ECB is haar relatie met de centrale banken en monetaire instellingen van de lidstaten van de Gulf Cooperation Council (GCC) blijven verdiepen.⁵ De ECB verstrekte tevens advies aan de GCC op het terrein van betalingssystemen en bankbiljetten. Samen met de Deutsche Bundesbank organiseerde de ECB van 11 tot 12 maart 2008 in Mainz een Eurosysteem-seminar op hoog niveau met de centrale banken en monetaire autoriteiten van de GCC. Op 25 november 2007 rondde de ECB, samen met vier nationale centrale banken van het eurogebied (de Deutsche Bundesbank, de Bank of Greece, de Banque de France en de Banca d’Italia), een twee jaar durend samenwerkingsprogramma met de Central Bank of Egypt af, dat was gefinancierd door de Europese Commissie. Het programma verleende steun aan de Central Bank of Egypt met betrekking tot haar ingrijpende hervormingsagenda, en richtte zich primair op de invoering van een risicogebaseerde benadering ten aanzien van banktoezicht en verbetering van haar toezichtsmogelijkheden. Voor dit doel werden zes projecten opgezet op het vlak van lopend toezicht, inspecties en controlemiddelen, macro-prudentieel toezicht, juridische kwesties en normering, training en informatietechnologie, waarbij elk van de vier nationale centrale banken als mentor fungeerde en nauw samenwerkte met een teamleider van de Central Bank of Egypt.

De ECB en een aantal nationale centrale banken verdiepten hun betrekkingen met landen in de westelijke Balkan. Op 1 en 2 oktober 2007 organiseerde de ECB in Frankfurt de tweede economische conferentie over de regio, deze keer met een breder focus op alle landen in Midden-, Oost- en Zuidoost-Europa. Hooggeplaatste centrale-bankdeskundigen uit EU-lidstaten en Zuidoost-Europese landen, alsook vertegenwoordigers van de Europese

⁵ Bahrein, Koeweit, Oman, Katar, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten.

Commissie, internationale organisaties en de academische wereld, bespraken bepaalde aspecten van en belangrijke uitdagingen voor reële convergentie in de regio.

De ECB heeft, samen met acht nationale centrale banken van het eurogebied (de Deutsche Bundesbank, de Eesti Pank, de Bank of Greece, de Banco de España, de Banque de France, de Banca d'Italia, de Oostenrijkse Nationalbank en de Banka Slovenije), de Central Bank of Bosnia and Herzegovina een “needs analysis”-rapport doen toekomen met betrekking tot de vooruitgang die zou moeten worden geboekt op bepaalde terreinen van centraal bankieren ter voorbereiding op de toetreding tot de EU. Dit rapport, dat de afronding vormde van een op 1 maart 2007 aangevangen missie, is op 12 september 2007 officieel door het Eurosysteem aangeboden. In het rapport worden aanbevelingen gedaan voor terreinen waarop de Central Bank of Bosnia and Herzegovina de komende jaren vooruitgang dient te maken om haar normen in overeenstemming te brengen met die welke door het ESCB worden gehanteerd. Het programma werd gefinancierd door de Europese Commissie uit het “Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation”-programma (CARDS) en is gecoördineerd door de ECB.



HOOFDSTUK 6

VERANTWOORDING

I VERANTWOORDING TEN OPZICHTE VAN HET ALGEMENE PUBLIEK EN HET EUROPEES PARLEMENT

De afgelopen tientallen jaren is duidelijk geworden dat de onafhankelijkheid van de centrale bank een fundamenteel element vormt van het monetaire-beleidskader in geïndustrialiseerde en opkomende economieën. De beslissing centrale banken onafhankelijkheid te verlenen vindt een stevige fundering in de economische theorie en in empirisch bewijs, die beide aantonen dat een dergelijke opzet de handhaving van prijsstabiliteit bevordert. Tegelijkertijd is het een essentieel beginsel in democratische samenlevingen dat overheden verantwoording afleggen aan het algemene publiek, van wie hun mandaat uiteindelijk afkomstig is. In het geval van een onafhankelijke centrale bank kan de verantwoordingsplicht worden opgevat als de verplichting uit te leggen welk gebruik zij heeft gemaakt van haar bevoegdheden en haar beslissingen tegenover de burgers en hun gekozen vertegenwoordigers te rechtvaardigen.

De ECB heeft altijd ten volle het fundamentele belang van haar verantwoordingsplicht ten aanzien van haar beleidsbeslissingen onderkend en onderhoudt daarom een regelmatige dialoog met de burgers van de EU en met het Europees Parlement. De ECB gaat verder dan de in het Verdrag vastgelegde rapportageverplichtingen, bijvoorbeeld door het publiceren van een Maandbericht in plaats van het vereiste kwartaalbericht. De ECB houdt tevens een persconferentie na de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur. De comittering van de ECB aan het beginsel van verantwoording komt verder tot uiting in de talloze ECB-publicaties en het grote aantal toespraken dat door de leden van de Raad van Bestuur in 2007 is gegeven om de beleidsbeslissingen van de ECB toe te lichten.

Op institutioneel niveau speelt het Europees Parlement – als het orgaan dat zijn legitimiteit rechtstreeks van de burgers van de EU verkrijgt – een sleutelrol bij de verantwoordingsplicht van de ECB. Overeenkomstig de bepalingen van het Verdrag heeft de President in 2007 het ECB-Jaarverslag 2006 aangeboden aan de plenaire zitting van het Europees Parlement. Daarnaast

is de President regelmatig verslag blijven doen van het monetaire beleid van de ECB en van haar overige taken in zijn driemaandelijke hoorzittingen met de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Parlement. Daarnaast is de President uitgenodigd voor een extra hoorzitting met deze Commissie om uitleg te geven over de geldmarkttransacties van de ECB in reactie op de onrust in de financiële markten gedurende de tweede helft van 2007, en om de mogelijke lessen voor het kader voor financiële regelgeving, toezicht en stabiliteit te bespreken. De President is tevens verschenen voor een gezamenlijke vergadering van het Europees Parlement en de nationale parlementen om van gedachten te wisselen over de economische convergentie in het eurogebied.

Ook andere leden van de Directie is bij een aantal gelegenheden gevraagd voor het Europees Parlement te verschijnen. De Vice-President heeft het ECB-Jaarverslag 2006 aan de Commissie Economische en Monetaire Zaken aangeboden. Gertrude Tumpel-Gugerell is tweemaal voor de Commissie verschenen om informatie te verschaffen over recente ontwikkelingen op het terrein van effectenclearing en -afwikkeling en over het TARGET2-Securities-project van het Eurosysteem.

Net als in de voorgaande jaren heeft een delegatie van de Commissie Economische en Monetaire Zaken de ECB bezocht om met de leden van de Directie over een aantal aangelegenheden van gedachten te wisselen. De ECB is tevens voortgegaan op vrijwillige basis schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement te beantwoorden over zaken die vallen onder de bevoegdheden van de ECB.

2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN

Tijdens de verschillende ontmoetingen tussen het Europees Parlement en de ECB is gesproken over een breed scala van onderwerpen. De belangrijkste kwesties die bij deze gelegenheden door het Europees Parlement naar voren werden gebracht, worden hieronder nader belicht.

HET EU-KADER VOOR FINANCIËLE REGELGEVING, TOEZICHT EN STABILITEIT

Het Europees Parlement en de ECB hebben hun nauwe dialoog over aangelegenheden op het vlak van integratie en stabiliteit voortgezet. In zijn Resolutie over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010) deelde het Parlement, hoewel erkennend dat hedge funds een extra bron van liquiditeit en diversificatie in de markt kunnen vormen en de gelegenheid bieden om de efficiëntie van bedrijven te verbeteren, de bezorgdheid van sommige centrale banken en toezichhouders dat dergelijke fondsen een bron van systeemrisico's zouden kunnen vormen. Dienovereenkomstig drong het Parlement aan op nauwere samenwerking tussen toezichhouders bij het opvolgen van de door het Forum Financiële Stabiliteit gedane aanbevelingen en deed het een beroep op beleggers, kernintermediairs en overheden om de potentiële tegenpartijrisico's van hedge funds in te schatten. Het Europees Parlement memoreerde tevens de hoge mate van concentratie in de sector van kredietbeoordelingsbureaus, en deed de aanbeveling voor grotere transparantie ten aanzien van de werkmethodes van deze entiteiten. Wat betreft het financieel toezicht, gaf het Parlement uitdrukking aan zijn bezorgdheid dat het huidige kader de dynamiek op de financiële markten mogelijkwijze niet meer kan volgen en onderstreepte het daarom dat dit kader moet beschikken over voldoende middelen, moet worden gecoördineerd en wettelijk gerechtigd moet zijn om snel en adequaat te kunnen inspelen op grote grensoverschrijdende systeemcrises. Het Parlement oordeelde het derhalve nodig dat de relatief nieuwe Niveau-2- en Niveau-3-regelingen van het Lamfalussy-kader tijd wordt gegund om zich te bewijzen en tevens dat gekeken wordt naar de wenselijkheid en uitvoerbaarheid van de uitoefening van

prudentieel toezicht op EU-vlak waar dat in de toekomst nodig mocht blijken.¹

De President van de ECB benadrukte dat de herbeoordeling van risico's die in de tweede helft van 2007 heeft plaatsgevonden, een weerspiegeling vormde van de concretisering van enkele van de kwetsbaarheden waarop eerder door de ECB en andere centrale banken was gewezen. Hij achtte het noodzakelijk dat de transparantie wordt vergroot en dat het risicobeheer ten aanzien van geavanceerde financiële producten wordt verbeterd. De President erkende dat het geringe aantal mondiale kredietbeoordelingsbureaus een reëel probleem vormt voor het functioneren van de mondiale financiële wereld. Tegelijkertijd benadrukte hij dat beleggers het oordeel van beoordelingsbureaus niet in de plaats dienen te stellen van de eigen kredietanalyse en "due diligence". Wat betreft hedge funds onderstreepte hij de positieve rol die zij spelen bij het vergroten van de efficiëntie en liquiditeit van financiële markten, daarbij tegelijkertijd aantekendend dat zij eveneens een bron van risico kunnen vormen voor de stabiliteit van het financieel stelsel. Hij riep derhalve op tot snelle invoering van de door het Forum Financiële Stabiliteit gedane aanbevelingen en gaf zijn steun aan het voorstel dat de hedge-fundssector zou streven naar de beste praktijken en dat door de industrie aangedragen benchmarks een nuttig instrument zouden zijn om deze doelstelling te verwezenlijken. Hij zag tevens de noodzaak van een aanzienlijke verbetering van het inzicht in niet-gereguleerde entiteiten, zoals de zogeheten

¹ De Lamfalussy-methode bestaat uit vier niveaus. Op Niveau 1 wordt de basiswetgeving vastgesteld door middel van de normale regelgevingsprocedure: een medebeslissingsprocedure, waarbij het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie handelen op voorstel van de Europese Commissie. Op Niveau 2 worden door middel van versnelde procedures uitvoeringsregels voor Niveau-1-regelgeving vastgesteld en gewijzigd. Niveau 3 heeft betrekking op de werkzaamheden van de Niveau-3-commissies om convergentie en samenwerking op het gebied van toezicht te versterken. Niveau 4 heeft betrekking op maatregelen van de Commissie om de handhaving van EU-regelgeving te versterken. Zie voor meer details het "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets" van 15 februari 2001, dat te vinden is op de website van de Europese Commissie. Zie ook het Jaarverslag 2003 van de ECB, blz. 118.



“conduits” en “special purpose vehicles”, en vroeg om verdere grondige bestudering van alle niet-gereguleerde entiteiten. Ten slotte benadrukte hij dat het potentieel van het Lamfalussy-kader zo veel mogelijk zou moeten worden benut alvorens verstrekende institutionele veranderingen te overwegen (zie Hoofdstuk 4).

OVERHEIDSFINANCIËN

De uitvoering van begrotingsbeleid was een belangrijk onderwerp in de besprekingen tussen het Europees Parlement en de ECB. In zijn Resolutie over overheidsfinanciën in de EMU in 2006 naar aanleiding van het verslag daarover van de Europese Commissie, steunde het Europees Parlement stringente toepassing van het Stabiliteits- en Groeipact en riep het op tot hernieuwde inspanningen door de lidstaten om de economische opleving te benutten om hun overheidsfinanciën klaar te maken voor de uitdagingen van de toekomst, met name de vergrijzing. In zijn Resolutie betreffende het jaarlijks verslag van de Commissie over de eurozone, verwelkomde het Europees Parlement daarom de door de Eurogroep in april 2007 goedgekeurde oriëntaties voor het begrotingsbeleid, die terugwezen naar de committering om de overheidsfinanciën in “goede tijden” actief te consolideren en de meevallende inkomsten te gebruiken voor reductie van tekorten en schulden.

De President benadrukte dat de economisch goede tijden moeten worden gebruikt om snel

de resterende begrotingsonevenwichtigheden in de landen van het eurogebied aan te pakken, en om de aanpassing aan hun middellange-termijndoelstelling te versnellen. Tegen deze achtergrond drong hij er bij alle landen van het eurogebied op aan de door hen in de Eurogroep gedane toezegging hun middellange-termijndoelstelling zo spoedig mogelijk maar uiterlijk in 2010 te verwezenlijken, gestand te doen (zie Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 5).

BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

De ECB is het Europees Parlement blijven informeren over haar lopende werkzaamheden op het terrein van betalingssystemen en effectenclearing- en -afwikkelingssystemen. Gertrude Tumpel-Gugerell is twee maal voor de Commissie Economische en Monetaire Zaken verschenen om verslag uit te brengen over de gemaakte voortgang met het opzetten van een Eurosysteeminfrastructuur voor het leveren van effectenafwikkelingsdiensten in centrale-bankgeld, het zogeheten TARGET2-Securities. De ECB verwelkomde tevens de goedkeuring, in 2007, door het Europees Parlement en de EU-Raad van de Richtlijn Financiële Diensten, aangezien deze de juridische fundering biedt voor de creatie van een Gemeenschappelijk Eurobetalinggebied (“Single Euro Payments Area” ofwel SEPA) (zie Paragraaf 3 van Hoofdstuk 4).

In zijn op eigen initiatief uitgebrachte resolutie betreffende het ECB-Jaarverslag 2006, heeft het Europees Parlement ten volle zijn steun betuigd

aan de door de ECB verrichte inspanningen om door haar optreden als katalysator voor initiatieven uit de particuliere sector, zoals SEPA, de financiële integratie te bevorderen. Het Parlement overwoog tevens dat het TARGET2-Securities-project de integratie, efficiëntie en veiligheid van de Europese effectenafwikkelingsinfrastructuur zou kunnen versterken. Tegelijkertijd vond het Parlement het van essentieel belang dat een toepasselijk governance-kader opgezet zou worden. In zijn Resolutie over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010) drong het Europees Parlement erop aan dat verdere vooruitgang wordt geboekt bij het opheffen van de barrières die worden genoemd in het verslag-Giovannini over grensoverschrijdende clearing- en afwikkelingsregelingen (zie Paragraaf 2 van Hoofdstuk 2).



HOOFDSTUK 7

EXTERNE COMMUNICATIE

I COMMUNICATIEBELEID

Bij de ECB is de communicatie erop gericht het inzicht van het publiek in de door de ECB genomen besluiten te verbeteren. Communicatie vormt een integraal onderdeel van het monetaire beleid van de ECB en van haar overige taken. Twee centrale elementen, te weten openheid en transparantie, geven richting aan de communicatie-activiteiten van de ECB. Beide komen de doeltreffendheid, doelmatigheid en geloofwaardigheid van het monetaire beleid van de ECB ten goede, en daarnaast dragen zij bij aan het streven van de ECB haar handelen volledig te verantwoorden, zoals reeds uitvoeriger is beschreven in Hoofdstuk 6.

De in 1999 geïntroduceerde verstrekking van onmiddellijke, regelmatige en gedetailleerde uitleg van de monetaire-beleidsbeoordeling en -beslissingen van de ECB zorgt voor een in zijn openheid en transparantie unieke benadering ten aanzien van centrale-bankcommunicatie. De monetaire-beleidsbeslissingen worden zodra de Raad van Bestuur ze heeft genomen toegelicht op een persconferentie. Op deze persconferentie leest de President een gedetailleerde Inleidende Verklaring voor, waarin de beslissingen van de Raad van Bestuur worden uitgelegd. Daarna staan de President en de Vice-President ter beschikking van de media om vragen te beantwoorden. Sinds december 2004 wordt ook elke maand een overzicht van de beslissingen van de Raad van Bestuur naast die welke betrekking hebben op de rentetarieven gepubliceerd op de websites van de centrale banken van het Eurosysteem.

De rechtsinstrumenten van de ECB worden in alle officiële talen van de EU beschikbaar gesteld, en zo ook de geconsolideerde financiële overzichten (de zogeheten “Weekstaten”) van het Eurosysteem.¹ Het Jaarverslag van de ECB en de kwartaalversies van het ECB-Maandbericht worden eveneens integraal beschikbaar gesteld in de officiële talen van de EU.² De Convergentieverslagen worden ofwel volledig ofwel in samenvatting beschikbaar gemaakt in alle officiële talen van de EU.³ Omwille van de verantwoording aan het publiek en de transparantie publiceert de ECB naast de

statutaire publicaties ook andere documentatie in enkele of alle officiële talen, met name persberichten inzake de monetaire-beleidsbeslissingen, door medewerkers opgestelde macro-economische projecties⁴, beleidsstandpunten en voor het algemene publiek relevante informatie. Het samenstellen, publiceren en distribueren van de belangrijkste ECB-publicaties in de diverse nationale talen geschiedt in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken.

1 Met uitzondering van het Iers, waarvoor op EU-niveau een derogatie geldt.

2 Met uitzondering van het Iers (op grond van een EU-derogatie) en Maltees (in overeenstemming met de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, na opheffing van de tijdelijke EU-derogatie in mei 2007).

3 Zie voetnoot 2.

4 De door medewerkers van de ECB opgestelde projecties sinds september 2004, de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties sinds december 2000.

2 COMMUNICATIE- ACTIVITEITEN

De ECB moet zich richten tot een grote verscheidenheid aan partijen, waaronder financiële deskundigen, de media, overheden, parlementen en het algemene publiek, die elk hun eigen kennisniveau bezitten ten aanzien van financiën en economie. Het mandaat van de ECB en haar beleidsbeslissingen worden daarom toegelicht door middel van een scala van communicatie-instrumenten en -activiteiten, die voortdurend worden verbeterd om ze zo effectief mogelijk te maken, waarbij rekening wordt gehouden met verschillende doelgroepen.

De ECB publiceert een aantal studies en verslagen, zoals het Jaarverslag, dat een overzicht biedt van de werkzaamheden van de ECB in het voorafgaande jaar en daarmee een middel verschaft om de ECB verantwoordelijk af te laten leggen voor haar optreden. Met het Maandbericht verschaft de ECB telkens haar meest actuele beoordeling van de economische en monetaire ontwikkelingen en de gedetailleerde informatie die ten grondslag ligt aan haar besluitvorming, terwijl middels de *Financial Stability Review* een beoordeling wordt gegeven van de stabiliteit van het financiële stelsel van het eurogebied, en dan met name van het vermogen van dat stelsel negatieve schokken op te vangen.

Alle leden van de Raad van Bestuur dragen rechtstreeks bij aan verbetering van de kennis van en het inzicht in de taken en het beleid van het Eurosysteem onder het algemene publiek door voor het Europees Parlement en nationale parlementen te verschijnen, door openbare toespraken te houden en door interviews te geven aan de media. In 2007 is de President van de ECB zeven maal voor het Europees Parlement verschenen, en deze hoorzittingen zijn nu ook op de website van de ECB middels een webcast te volgen.

De leden van de Directie hebben in 2007 rond 220 toespraken gehouden voor een grote verscheidenheid aan toehoorders en talloze interviews gegeven, alsook artikelen gepubliceerd in (vak)tijdschriften en kranten.

De ECB heeft 15 seminars georganiseerd voor internationale en nationale media in 2007. Drie



van deze seminars werden georganiseerd in samenwerking met de Europese Commissie en vier in samenwerking met nationale centrale banken in de EU.

De ECB is blijven bijdragen aan de verspreiding van onderzoeksresultaten door de publicatie van *Working Papers* en *Occasional Papers* en door het organiseren van academische conferenties, seminars en workshops (zie Paragraaf 5 van Hoofdstuk 2).

De nationale centrale banken van het eurogebied spelen een belangrijke rol in de verspreiding, op nationaal niveau, van informatie en boodschappen van het Eurosysteem onder het algemene publiek en belanghebbenden. In dat kader richten zij zich tot een veelheid aan verschillende nationale en regionale partijen in de eigen taal en omgeving.

In 2007 heeft de ECB, samen met de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, informatiecampagnes georganiseerd in het kader van de voorbereidingen op de invoering van de euro in Cyprus en Malta op 1 januari 2008. Het logo "€ Ons geld", dat is geënt op het logo dat is gebruikt voor de informatiecampagne voor de invoering van de eurobankbiljetten en euromunten in 2002, is gebruikt in alle gezamenlijke communicatie-activiteiten voor de overgang in Cyprus en Malta. De campagnes volgden het patroon van de communicatiestrategie die was ontwikkeld voor de toetreding van Slovenië tot het eurogebied op 1 januari 2007, en streefden ernaar professionele geldverwerkers en het algemene publiek vertrouwd te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en euromunten, en met de procedures voor de overgang op de chartale euro (zie Paragraaf 4 van Hoofdstuk 3).

De ECB verwelkomde in 2007 rond 13.500 bezoekers in haar hoofdkwartier in Frankfurt.

De bezoekers ontvingen informatie uit de eerste hand in de vorm van lezingen en presentaties door ECB-deskundigen. De meerderheid van deze bezoekers bestond uit universiteitsstudenten en mensen uit de financiële sector.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten en haar verschillende activiteiten zijn te vinden op haar website, die in 2007 15 miljoen maal werd bezocht (waarbij 15 miljoen documenten werden gedownload). Met name de informatieset “Prijstabiliteit: waarom is dat belangrijk voor jou?” voor jonge teenagers en hun leraren, die door de ECB geproduceerd is in alle officiële talen van de EU in samenwerking met de nationale centrale banken van het eurogebied, heeft vanuit de doelgroep grote belangstelling gekregen.⁵ Deze set bestaat uit een acht minuten durende tekenfilm, brochures voor leerlingen en een lerarenboek. De film gaat over twee middelbare scholieren, die meer te weten komen over prijsstabiliteit. De brochures bieden een gemakkelijk te begrijpen overzicht van het onderwerp, terwijl het lerarenboek leraren nadere details verschaft.

In 2007 zijn rond 60.000 verzoeken om informatie over de verschillende aspecten van ECB-werkzaamheden behandeld.

De ECB organiseert jaarlijks de zogeheten Culturele Dagen, een programma dat beoogt de culturele diversiteit van de EU-lidstaten onder de aandacht te brengen van de medewerkers van de ECB en het ESCB, de internationale financiële gemeenschap in Frankfurt en de inwoners van Frankfurt en de omliggende regio te brengen. Dit initiatief belicht ieder jaar de culturele rijkdom van één land in de EU en bevordert op die manier een beter begrip van de landen binnen de EU. In 2007 stond Griekenland centraal bij deze Culturele Dagen, na Oostenrijk, Hongarije, Polen en Portugal in eerdere jaren. Het evenementenprogramma werd georganiseerd in nauwe samenwerking met de Bank of Greece en vond plaats van 24 oktober t/m 13 november 2007.

⁵ Toegang tot deze informatieset kan worden verkregen op de ECB-website onder: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.en.html>.



HOOFDSTUK 8

INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING

I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB

I.1 HET EUROSISTEEM EN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN



Het Eurosysteem is het centrale-bankstelsel van het eurogebied. Het omvat de ECB en de nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben (15 sinds 1 januari 2008). Om de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren. De term onderstreept de gezamenlijke identiteit, het teamwerk en de samenwerking van al zijn leden. In het Verdrag van Lissabon is de term “Eurosysteem” nu ook opgenomen (zie Paragraaf 1.2 van Hoofdstuk 5).

Het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten van de EU (27 sinds 1 januari 2007), dat wil zeggen het omvat ook de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro.

De ECB vormt de kern van het Eurosysteem en van het ESCB en is verantwoordelijk voor de uitvoering van de respectieve taken, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij via de nationale centrale banken. Zij heeft rechtspersoonlijkheid krachtens internationaal publiekrecht.

Elke nationale centrale bank heeft rechtspersoonlijkheid krachtens het recht van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een integrerend onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de hun door het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Ook via deelname aan de Comités van het Eurosysteem en het ESCB (zie Paragraaf 1.5 van dit hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een bijdrage aan de werkzaamheden van het Eurosysteem en het ESCB. De nationale centrale banken

mogen op eigen verantwoordelijkheid ook taken vervullen die geen verband houden met het Eurosysteem, tenzij de Raad van Bestuur van mening is dat dergelijke taken de doelstellingen en taken van het Eurosysteem doorkruisen.

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. De Algemene Raad fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er EU-lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De besluitvormende organen fungeren conform de bepalingen van het Verdrag, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.¹ De besluitvorming binnen het Eurosysteem en het ESCB is gecentraliseerd. De ECB en de nationale centrale banken werken echter gezamenlijk, zowel strategisch als operationeel, aan de verwezenlijking van de gemeenschappelijke doelstellingen van het Eurosysteem, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel overeenkomstig de Statuten van het ESCB.

1.2 DE RAAD VAN BESTUUR

De Raad van Bestuur omvat de leden van de Directie van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. De hoofdtaken van de Raad van Bestuur, zoals vastgelegd in het Verdrag, zijn:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de aan het Eurosysteem opgedragen taken; en
- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het Eurosysteem, en het opstellen van de nodige richtsnoeren voor de uitvoering ervan.

De Raad van Bestuur vergadert gewoonlijk twee maal per maand in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main in Duitsland. Tijdens de eerste vergadering van elke maand worden onder meer de monetaire en economische ontwikkelingen diepgaand besproken en worden daarmee samenhangende besluiten genomen, terwijl de tweede vergadering gewoonlijk is gewijd aan vraagstukken die verband houden met andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem. In 2007 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: een werd gehouden bij de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland in Dublin en de ander bij de Oostenrijkse Nationalbank in Wenen.

Bij het nemen van besluiten omtrent het monetaire beleid en de andere taken van de ECB en het Eurosysteem handelen de leden van de Raad van Bestuur niet als vertegenwoordigers van hun land maar in een volledig onafhankelijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking in het feit dat ieder lid binnen de Raad van Bestuur één stem heeft.

¹ Zie voor de Reglementen van Orde van de ECB Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.03.2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB, PB L 230 van 30.6.2004, blz. 61; en Besluit ECB/1999/7 van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van Orde van de Directie van de ECB, PB L 314 van 8.12.1999, blz. 34. Deze reglementen zijn tevens beschikbaar op de website van de ECB.

DE RAAD VAN BESTUUR



Achterste rij
(van links naar rechts):
Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Middelste rij
(van links naar rechts):
John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Jean-Claude Trichet

President van de ECB

Lucas D. Papademos

Vice-President van de ECB

Lorenzo Bini Smaghi

Lid van de Directie van de ECB

Michael C. Bonello²

President van de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

(vanaf 1 januari 2008)

Vítor Constâncio

President van de Banco de Portugal

Mario Draghi

President van de Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

President van de Banco de España

Nicholas C. Garganas

President van de Bank of Greece

Mitja Gaspari

President van Banka Slovenije

(van 1 januari tot en met 31 maart 2007)

José Manuel González-Páramo

Lid van de Directie van de ECB

John Hurley

President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Marko Kranjec

President van Banka Slovenije

(vanaf 16 juli 2007)

Klaus Liebscher

President van de Oostenrijkse Nationalbank

Erkki Liikanen

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

President van de Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

President van de Banque de France

Athanasios Orphanides²

President van de Central Bank of Cyprus

(vanaf 1 januari 2008)

Guy Quaden

Gouverneur van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

Waarnemend President van Banka Slovenije

(van 1 april tot en met 15 juli 2007)

Jürgen Stark

Lid van de Directie van de ECB

Gertrude Tumpel-Gugerell

Lid van de Directie van de ECB

Axel A. Weber

President van de Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

President van De Nederlandsche Bank

Voorste rij

(van links naar rechts):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides

2 De presidenten van de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en de Central Bank of Cyprus hebben na het besluit van de Ecofin-Raad van 10 juli 2007 om de derogatie van Cyprus en Malta met ingang van 1 januari 2008 in te trekken, in 2007 als "speciale genodigden" aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur deelgenomen.

1.3 DE DIRECTIE

De Directie bestaat uit de President en de Vice-President en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming zijn benoemd door de staatshoofden of regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. De belangrijkste taken van de Directie, die gewoonlijk eens per week bijeenkomt, zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven van de nodige instructies aan de nationale centrale banken van het eurogebied;

- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB, en
- het op zich nemen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

De Directie wordt ondersteund door een Management-Comité in aangelegenheden die betrekking hebben op het beheer, de bedrijfsplanning en het jaarlijkse begrotingsproces van de ECB. Het Management-Comité bestaat uit een lid van de Directie, die de voorzittersrol vervult, en een aantal hoge functionarissen.

Achterste rij (van links naar rechts):

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Voorste rij (van links naar rechts):

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

President van de ECB

Lucas D. Papademos

Vice-President van de ECB

Lorenzo Bini Smaghi

Lid van de Directie van de ECB

José Manuel González-Páramo

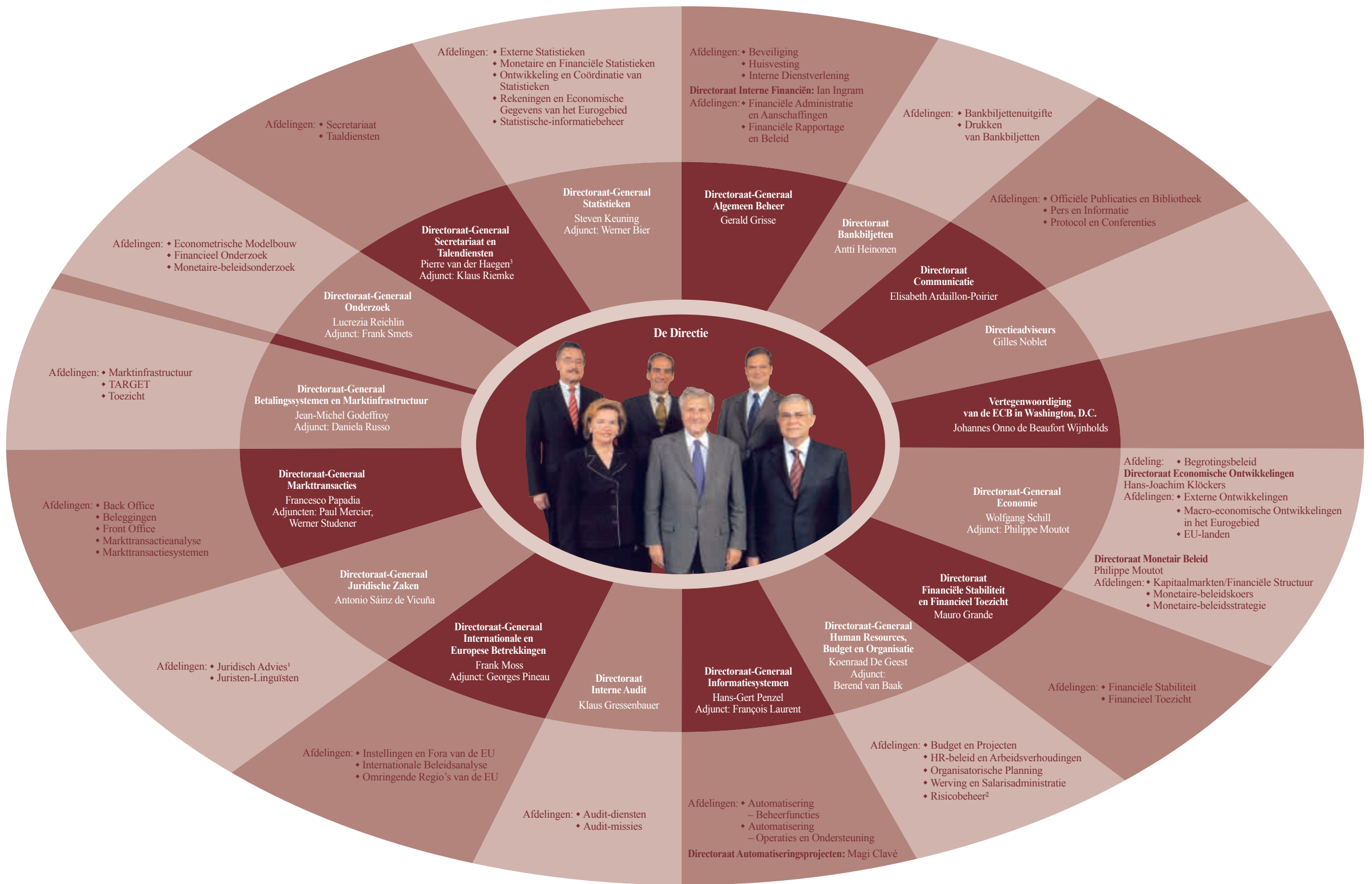
Lid van de Directie van de ECB

Jürgen Stark

Lid van de Directie van de ECB

Gertrude Tumpel-Gugerell

Lid van de Directie van de ECB



De Directie

Achterste rij (van links naar rechts): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Voorste rij (van links naar rechts): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (President), Lucas D. Papademos (Vice-President)

¹ Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.

² Rapporteert rechtstreeks aan de Directie.

³ Secretaris van de Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad.

I.4 DE ALGEMENE RAAD

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van de centrale banken van alle lidstaten van de EU. De Algemene Raad voert hoofdzakelijk de van het EMI overgenomen taken uit die nog door

de ECB moeten worden vervuld zolang niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. In 2007 is de Algemene Raad vijf keer bijeen gekomen. Sinds januari 2007 zijn de presidenten van de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en Banca Națională a României lid van de Algemene Raad.

Achterste rij

(van links naar rechts):

Erkki Liikanen,
András Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

Middelste rij

(van links naar rechts):

John Hurley,
Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Isărescu



Voorste rij

(van links naar rechts):

Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides, Yves Mersch

Jean-Claude Trichet

President van de ECB

Lucas D. Papademos

Vice-President van de ECB

Leszek Balcerowicz

President van Narodowy Bank Polski
(tot en met 10 januari 2007)

Nils Bernstein

President van Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

President van de Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Christodoulos Christodoulou

President van de Central Bank of Cyprus
(tot en met 2 mei 2007)

Vítor Constâncio

President van de Banco de Portugal

Mario Draghi

President van de Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

President van de Banco de España

Nicholas C. Garganas

President van de Bank of Greece

Mitja Gaspari

President van Banka Slovenije

(tot en met 31 maart 2007)

John Hurley

President van de Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland

Stefan Ingves

President van Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

President van Banca Națională a României

Ivan Iskrov

President van Българска народна банка
(Bulgaarse Nationale Bank)

Zsigmond Járai

President van Magyar Nemzeti Bank
(tot en met 2 maart 2007)

Mervyn King

President van de Bank of England

Marko Kranjec

President van Banka Slovenije
(vanaf 16 juli 2007)

Klaus Liebscher

President van de Oesterreichische
Nationalbank

Erkki Liikanen

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

President van Eesti Pank

Yves Mersch

President van de Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

President van de Banque de France

Athanasios Orphanides

President van de Central Bank of Cyprus
(vanaf 3 mei 2007)

Guy Quaden

Gouverneur van de Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

Waarnemend President van Banka Slovenije
(van 1 april tot en met 15 juli 2007)

Ilmārs Rimševičs

President van Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas

Slawomir Skrzypek

President van Narodowy Bank Polski
(vanaf 11 januari 2007)

András Simor

President van Magyar Nemzeti Bank
(vanaf 3 maart 2007)

Ivan Šramko

President van Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

President van Česká národní banka

Axel A. Weber

President van de Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

President van De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB, HET BEGROTINGSCOMITÉ, DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN HET IT-STUURCOMITÉ VAN HET EUROSISTEEM

COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB, HET BEGROTINGSCOMITÉ, DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN HUN VOORZITTERS	
Comité voor Administratieve Verslagleggingsvraagstukken en Monetaire Inkomsten Ian Ingram	Comité voor Internationale Betrekkingen Henk Brouwer
Comité voor Banktoezicht Peter Praet	Juridisch Comité Antonio Sáinz de Vicuña
Comité Bankbiljetten Antti Heinenen	Comité Markttransacties Francesco Papadia
Comité voor Kostenmethodiek Wolfgang Duchatczek	Comité voor het Monetaire Beleid Wolfgang Schill
Comité voor Communicatie van het Eurosysteem/ESCB Elisabeth Ardailon-Poirier	Comité voor Betalings- en Verrekeningsystemen Jean-Michel Godefroy
Automatiseringscomité Hans-Gert Penzel	Comité Statistieken Steven Keuning
Comité van Interne Auditors Klaus Gressenbauer	
Begrotingscomité José de Matos	Human Resources Conferentie Koenraad De Geest

De Comités van het Eurosysteem/ESCB zijn een belangrijke rol blijven spelen in het ondersteunen van de besluitvormende organen van de ECB bij de vervulling van hun taken. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de Comités kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Het lidmaatschap van de Comités is gewoonlijk voorbehouden aan medewerkers van de centrale banken van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan nemen echter wel deel aan bijeenkomsten van Comités als daar onderwerpen worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. In voorkomende gevallen worden ook andere bevoegde instanties uitgenodigd, zoals nationale toezichthouders bij het Comité voor Banktoezicht. In juli 2007 is krachtens Artikel 9.1 van het Reglement van Orde van de ECB het Comité voor Kostenmethodiek opgericht als Comité van het Eurosysteem/ESCB, waarmee het aantal Comités van het Eurosysteem/ESCB in de zin van dit artikel op 13 is gekomen.

Het Begrotingscomité, dat is opgericht krachtens Artikel 15 van het Reglement van Orde, staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB. De Human Resources Conferentie werd in 2005 krachtens Artikel 9a van Reglement van Orde opgericht als forum voor het uitwisselen van ervaringen, deskundigheid en informatie tussen centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van HR-management.

In augustus 2007 heeft de Raad van Bestuur het IT-Stuurcomité van het Eurosysteem (EISC) opgericht met als mandaat het sturen van voortdurende verbeteringen in het gebruik van IT binnen het Eurosysteem. De taken van het EISC liggen met name op het terrein van IT-beheer binnen het Eurosysteem, zoals het ontwikkelen en onderhouden van beleid voor IT-architectuur en -veiligheid, het identificeren van de vraag op IT-gebied, het beheren en prioriteren van IT-projectportefeuilles, het

plannen, verwezenlijken en controleren van IT-projecten, het bewaken van IT-systemen en de uitvoering ervan. De verwachting is dat de doelmatigheid en doeltreffendheid van de besluitvorming van de Raad van Bestuur op het gebied van IT-projecten van het Eurosysteem/ESCB en de uitvoering ervan dankzij het EISC zal toenemen. Het Comité zal voorstellen van Comités van het ESCB of nationale centrale banken van het Eurosysteem bestuderen en daarover verslagen overleggen aan de Raad van Bestuur voordat zij door de Raad van Bestuur worden besproken. Het EISC rapporteert via de Directie aan de Raad van Bestuur.

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Naast de besluitvormende organen zijn er ten behoeve van de corporate governance van de ECB een aantal externe en interne controlelagen, drie gedragscodes alsmede regels ten aanzien van de toegang van het publiek tot documenten van de ECB.

EXTERNE CONTROLELAGEN

De Statuten van het ESCB voorzien in twee lagen, te weten de externe accountant, die is aangesteld om de jaarrekening van de ECB te controleren (Artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB) en de Europese Rekenkamer, die de doelmatigheid van het operationele beheer van de ECB toetst (Artikel 27.2). Het jaarverslag van de Europese Rekenkamer wordt, tezamen met de reactie daarop van de ECB, gepubliceerd op de website van de ECB en in het Publicatieblad van de Europese Unie. Teneinde het publiek ervan te verzekeren dat de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB is gewaarborgd, dient de taak van de externe accountant onder accountantskantoren te rouleren.³

³ Voor de financiële jaren 2003 tot en met 2007 was KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft de externe accountant van de ECB. Na een openbare aanbestedingsprocedure zal, conform de overeengekomen roulatie van accountants van de ECB, een nieuwe externe accountant voor de financiële jaren 2008 tot en met 2012 worden benoemd.

DE INTERNE CONTROLELAGEN

De interne controlestructuur van de ECB stoelt op een functionele benadering. Elke organisatie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) is verantwoordelijk voor haar eigen interne controle en efficiëntie. Elke eenheid past binnen haar verantwoordelijkheidsgebied operationele controleprocedures toe die in overeenstemming zijn met de risicotolerantie die tevoren door de Directie is vastgesteld. Zo is er een samenstel aan regels en procedures – ook wel bekend als “Chinese walls” – om te voorkomen dat gevoelige informatie wordt overgedragen van eenheden die verantwoordelijk zijn voor het monetaire beleid naar eenheden die verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de externe reserves en het eigen vermogen van de ECB. De ECB breidde haar risicobeheerstructuur in 2007 uit met een overkoepelend kader waarmee operationele risico's op een consistente, gestructureerde en geïntegreerde manier kunnen worden beheerd door een aantal risico- en controlebeleidsmaatregelen, -procedures en -instrumenten samen te brengen. Daarnaast houdt het Directoraat-Generaal Human Resources, Begroting en Organisatie toezicht op de risico's en de interne controlestructuur en doet het voorstellen om de effectiviteit van risicobepaling, -beoordeling en -beheersing bij de ECB te verbeteren.

Onafhankelijk van de interne controlestructuur en risicobewaking van de ECB voert het Directoraat Interne Audit onder directe verantwoordelijkheid van de Directie audits uit. Overeenkomstig het mandaat zoals vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB⁴ verstrekken de interne auditors onafhankelijke en objectieve accountants- en adviesdiensten en beoordelen en verbeteren zij systematisch de doeltreffendheid van risicobeheersings-, controle- en governance-processen. Het Directoraat Interne Audit houdt zich daarbij aan de internationale normen voor de beroepsuitoefening zoals die zijn vastgesteld door het Institute of Internal Auditors.

Het Comité van Interne Auditors, een Comité van het Eurosysteem/ESCB, bestaat uit de hoofden van de diensten voor interne audit van de ECB en de nationale centrale banken en is verantwoordelijk voor de coördinatie van de audits van gezamenlijke projecten en operationele systemen binnen het Eurosysteem/ESCB.

Om de corporate governance te versterken, heeft de Raad van Bestuur per april 2007 een ECB-Auditcomité opgezet, dat bestaat uit drie van zijn leden onder voorzitterschap van John Hurley (President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

GEDRAGSCODES

Er gelden bij de ECB drie gedragscodes. De eerste geldt voor de leden van de Raad van Bestuur en weerspiegelt hun verantwoordelijkheid om de integriteit en reputatie van het Eurosysteem te waarborgen en de doelmatigheid van de transacties van het Eurosysteem te handhaven.⁵ Deze code dient als leidraad en stelt ethische normen voor de leden van de Raad van Bestuur en hun plaatsvervangers bij het uitoefenen van hun functie als lid van de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur heeft tevens een adviseur aangesteld om zijn leden te adviseren over een aantal facetten van de beroepsethiek. De tweede gedragscode is de Gedragscode van de Europese Centrale Bank, die een leidraad en toetssteen vormt voor de medewerkers van de ECB en de leden van de Directie, van wie wordt verwacht dat zij hoge normen van beroepsethiek in acht nemen in hun taakvervulling bij de ECB.⁶ Krachtens de regels in de Gedragscode ter voorkoming van misbruik van voorkennis is het medewerkers van de ECB en de leden van de Directie verboden bij het voor eigen rekening

4 Dit Handvest is op de website van de ECB gepubliceerd teneinde de transparantie van de bij de ECB geldende interne-controleregelingen te bevorderen.

5 Zie de Gedragscode voor de leden van de Raad van bestuur, PB C 123 van 24.5.2002, blz. 9, de wijziging ervan, PB C 10 van 16.1.2007, blz. 6, en de website van de ECB.

6 Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank overeenkomstig artikel 11.3 van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, PB C 76 van 8.3.2001, blz. 12, en de website van de ECB.

en risico of voor rekening en risico van een derde uitvoeren van financiële transacties enig voordeel te trekken uit voorkennis.⁷ De derde gedragscode is een aanvullende gedragscode met ethische criteria voor de leden van de Directie.⁸ Deze completeert de andere twee gedragscodes door het ethische regime dat van toepassing is op de Directie verder te specificeren. Een door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur waarborgt een consequente interpretatie van deze regels.

MAATREGELEN TER VOORKOMING VAN FRAUDE

In 1999 hebben het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie een verordening vastgesteld om de strijd tegen fraude, corruptie en andere onwettige en voor de financiële belangen van de Gemeenschap schadelijke activiteiten op te voeren.⁹ In de verordening wordt onder meer voorzien in intern onderzoek door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding (OLAF) bij verdenking van fraude binnen de instellingen, organen, bureaus en agentschappen van de Gemeenschap.

De OLAF-verordening voorziet dat elk van deze eenheden besluiten goedkeurt die ertoe strekken OLAF in staat te stellen onderzoek te doen binnen deze eenheden. In juni 2004 heeft de Raad van Bestuur een besluit genomen betreffende de voorwaarden waaronder OLAF onderzoek mag verrichten bij de ECB.¹⁰ Dit besluit trad op 1 juli 2004 in werking.

TOEGANG VAN HET PUBLIEK TOT ECB-DOCUMENTEN

Het in maart 2004 goedgekeurde ECB-Besluit betreffende toegang van het publiek tot ECB-documenten¹¹ is in overeenstemming met de doelstellingen en standaarden die door andere EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot toegang van het publiek tot hun documenten. Het verhoogt de transparantie, terwijl tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de onafhankelijkheid van de ECB en van de nationale centrale banken, en de vertrouwelijkheid van bepaalde zaken die specifiek zijn voor de uitvoering van de taken van de ECB wordt erdoor gewaarborgd.¹²

Het aantal verzoeken om toegang tot documenten bleef in 2007 beperkt.

7 Zie Deel 1.2 van de ECB Personeelsverordeningen en -regelingen houdende regelingen inzake gedragsregels en beroepsgeheim, PB C 92 van 16.4.2004, blz. 31, en de website van de ECB.

8 Zie de Aanvullende code met ethische criteria voor de leden van de directie van de Europese Centrale Bank, PB C 230 van 23.9.2006, blz. 46, en de website van de ECB.

9 Verordening (EG) nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), PB L 136 van 31.5.1999, blz. 1.

10 Besluit ECB/2004/11 van de Europese Centrale Bank van 3 juni 2004 betreffende de voorwaarden voor en de wijze van uitvoering van onderzoeken binnen de Europese Centrale Bank, door het Europees Bureau voor fraudebestrijding, op het gebied van de bestrijding van fraude, corruptie en elke andere onwettige activiteit waardoor de financiële belangen van de Europese Gemeenschappen worden geschaad en tot wijziging van de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank, PB L 230 van 30.6.2004, blz. 56. Dit besluit werd vastgesteld naar aanleiding van het arrest van het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen van 10 juli 2003, Commissie/ Europese Centrale Bank (C-11/00, Jurispr. blz. I-7147).

11 PB L 80 van 18.3.2004, blz. 42.

12 In overeenstemming met het belang dat de ECB hecht aan openheid en transparantie is in 2006 een nieuw onderdeel "Archives" aan de ECB-website toegevoegd, dat toegang biedt tot historische documentatie.

2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN

2.1 HUMAN RESOURCES

In 2007 heeft de ECB het kader van haar humanrecourcesbeleid (HR-beleid) uitgebreid en daarmee het belang van haar waarden en de basisbeginselen van haar HR-beleid onderstreept.¹³ Dit kader is ook een middel om uit te leggen waarom bepaalde HR-beleidsmaatregelen zijn gekozen en hoe zij tot elkaar staan. Binnen het kader vallen de beleidsmaatregelen op HR-gebied uiteen in vier hoofdonderdelen:

BEDRIJFSCULTUUR

Met medewerkers uit de 27 EU-lidstaten heeft de ECB diversiteitsmanagement in haar HR-praktijken geïntegreerd om er zeker van te zijn dat de individuele bekwaamheden van medewerkers worden erkend en ten volle worden benut bij het verwezenlijken van de doelstellingen van de ECB. Het diversiteitsbeleid van de ECB is gebaseerd op de in 2006 gelanceerde diversiteitsstrategie. Door middel van dit beleid wil de ECB bereiken dat alle medewerkers met respect worden behandeld en dat zij op hun verdiensten worden beoordeeld.

De zes gemeenschappelijke ECB-waarden (deskundigheid, effectiviteit en doelmatigheid, integriteit, teamgeest, transparantie en verantwoordingsplicht, en werken voor Europa) zijn verder in het HR-beleid geïncorporeerd zodat zij deel gaan uitmaken van het dagelijks werk en een positieve invloed hebben op prestaties.

PERSONEELSONTWIKKELING

Na de introductie van algemene beginselen voor mobiliteit in 2006, waarin medewerkers worden aangemoedigd om de vijf jaar van functie te wisselen, heeft de idee van interne mobiliteit voet aan de grond gekregen. Mobiliteit wordt gezien als een mogelijkheid voor het personeel om zijn expertise uit te breiden en vaardigheden te ontwikkelen, en als een middel voor de ECB om de blik van haar personeel te verruimen en de synergie tussen de eenheden te vergroten. In dat verband streeft het interne wervingsbeleid, dat de nadruk legt op brede bekwaamheden, ernaar de interne mobiliteit van medewerkers verder te vergemakkelijken. In 2007 is een

“mobiliteitsvenster” geopend om uitwisseling tussen personeelsleden en tijdelijke interne overplaatsing aan te moedigen, bijvoorbeeld om afwezige collega’s te vervangen. In totaal zijn in 2007 152 medewerkers, onder wie 31 leidinggevend en adviseurs, intern van functie gewisseld, hetzij op tijdelijke basis hetzij op lange termijn.

De externe-werkervaringsregeling van de ECB stelt medewerkers in de gelegenheid voor een periode van twee tot twaalf maanden te worden gedetacheerd bij een van de 27 nationale centrale banken van de EU of bij relevante internationale organisaties (bijvoorbeeld het IMF en de BIB). In 2007 werden in het kader van deze regeling 23 medewerkers gedetacheerd. Daarnaast werd aan 36 medewerkers onbetaald verlof verleend voor periodes tot en met drie jaar. Veel van hen (19) traden in dienst bij nationale centrale banken, internationale organisaties of het bedrijfsleven. Anderen gebruikten hun onbetaald verlof voor studie.

Naast het bevorderen van mobiliteit, waaronder het rouleren van leidinggevend, richtte de HR-strategie zich op het ontwikkelen van de leiderschapskwaliteiten binnen de ECB en met name op het versterken van leidinggevende vaardigheden door training en individuele coaching. Training voor managers was met name gericht op het vergroten van leidinggevende vaardigheden, managen van prestaties en organisatorische wijzigingen en op “waardigheid op de werkplek” als een wezenlijke pijler van de diversiteitsstrategie van de ECB.

Ook hebben leidinggevend deelgenomen aan een jaarlijkse, verplichte *multi-source feedback exercise* (gedifferentieerd terugkoppelingsproces) waarin met behulp van direct rapporterend personeel, nevensgeschikten en externe contacten wordt bepaald op welke terreinen leidinggevend zich persoonlijk verder zouden kunnen ontwikkelen. Op basis van de resultaten

¹³ De basisbeginselen van het HR-beleid zijn: organisatorische behoefte, gedecentraliseerd personeelsbeheer, verdienste, diversiteit, aantrekkelijke arbeidsvoorwaarden en wederzijds engagement.

van de *multi-source feedback* kan individuele coaching worden aangeboden.

Het voortdurend eigen maken en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid door alle medewerkers blijft een hoeksteen van de HR-strategie van de ECB. Als grondbeginsel geldt dat leren en ontwikkelen een gedeelde verantwoordelijkheid is van de medewerkers en de organisatie. Enerzijds levert de ECB de budgettaire middelen en het opleidingskader en bepalen managers de opleidingsbehoeften van medewerkers voor hun huidige functie. Anderzijds moeten medewerkers zelf de nodige stappen nemen voor kennisverwerving en ontwikkeling en ervoor zorgen dat hun expertise op een zo hoog mogelijk niveau blijft. Naast talloze interne trainingsmogelijkheden bleven medewerkers van externe trainingsmogelijkheden gebruikmaken om individuele trainingsbehoeften van technisch aard te vervullen. Zij profiteerden tevens van trainingsmogelijkheden die als deel van ESCB-programma's werden georganiseerd of door de nationale centrale banken werden aangeboden.

In het kader van haar secundaire trainingsbeleid heeft de ECB 22 medewerkers ondersteund bij het voltooien van een opleiding waarmee zij over een grotere deskundigheid kwamen te beschikken dan die welke voor hun huidige functie wordt vereist.

WERVING

Externe werving ter vervulling van permanente functies is verricht op basis van contracten met een vaste looptijd van vijf jaar voor managementfuncties en drie jaar voor andere functies. Tijdelijke arbeidscontracten die aangeboden worden voor permanente functies, kunnen in contracten voor onbepaalde tijd worden omgezet op voorwaarde dat een beoordelingsprocedure is doorlopen waarin organisatorische overwegingen en de individuele prestaties in aanmerking zijn genomen. In 2007 heeft de ECB 27 omzetbare contracten met een vaste looptijd aan externe kandidaten aangeboden. Daarnaast heeft zij 56 niet-omzetbare contracten met een vaste looptijd

Ontwikkelingen in het personeelsbestand

	2007	2006
Personeel met een ECB-contract (fte's) ¹⁾	1.375	1.342
Kortlopende contracten voor deskundigen van NCB's en/of internationale organisaties	106	93
Nieuwe deelnemers aan het <i>Graduate Programme</i>	10	6
Stageplaatsen	145	173

Bron: ECB.

1) Het goedgekeurde aantal formatieplaatsen per 31 december 2007 bedroeg 1.348. Deze discrepantie was voornamelijk het gevolg van het feit dat arbeidscontracten met een vaste looptijd werden afgesloten ter vervanging van medewerkers die langer dan 12 maanden afwezig waren.

van meer dan een jaar aangeboden om afwezige medewerkers te vervangen en 114 kortlopende contracten met een looptijd van minder dan een jaar om medewerkers op bijvoorbeeld onbetaald of ouderschapsverlof te vervangen. In de volgende tabel wordt een overzicht gegeven van de ontwikkelingen in het personeelsbestand van de ECB in 2007.

Door kortlopende contracten aan personeel van de NCB's en internationale organisaties te bieden, kunnen de ECB en deze organisaties leren van elkaars ervaringen. Kortlopende contracten voor NCB-personeel helpen ook de teamgeest binnen het ESCB op te bouwen.

In september 2007 is de tweede groep deelnemers aan het *Graduate Programme* van de ECB, dat is bedoeld voor pas afgestudeerden met een brede opleidingsachtergrond, bij de ECB begonnen op basis van tweejarige niet-omzetbare contracten.

De ECB heeft stageplaatsen aangeboden aan studenten en afgestudeerden met opleidingsachtergronden in met name economie, statistiek, bedrijfskunde, rechtswetenschappen en vertaalstudies.

De ECB heeft tevens vijf onderzoeksplaatsen aangeboden als onderdeel van het Wim Duisenberg Research Fellowship-programma, dat openstaat voor vooraanstaande economen, en vijf onderzoeksplaatsen aan jonge onderzoekers in het kader van het Lamfalussy Fellowship-programma.

ARBEIDSVOORWAARDEN

De ECB heeft een ambitieus project opgezet dat moet leiden tot een systeem voor de planning van bedrijfsmiddelen en personeel. Dit op SAP gebaseerde systeem, ISIS genaamd (Integrated data, Streamlined processes, Information Sharing) zal, als het eenmaal is ingevoerd, een aanzienlijke impact hebben op een aantal taken binnen het HR-management: niet alleen zullen administratieve processen eenvoudiger worden, maar medewerkers en managers zullen ook een aantal activiteiten zelf kunnen uitvoeren, zodat de organisatie doeltreffender kan werken.

In het licht van de recentste ontwikkelingen op het gebied van levensverwachting is de ECB begonnen met een herziening van haar pensioenregeling. Naar verwachting wordt de pensioenregeling naar aanleiding van deze herziening begin 2009 aangepast.

Om het evenwicht tussen beroep en privéleven te verbeteren en de veerkracht van de ECB te verhogen, heeft de Directie besloten een proefproject met het oog op de geleidelijke invoering van telewerken op te zetten. Na afronding van het project zullen de voor- en nadelen ervan zorgvuldig worden geëvalueerd, waarna een beslissing wordt genomen over de uitbreiding van de regeling.

DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN DE FOLLOW-UP BETREFFENDE DE MISSIE VAN HET EUROSISTEEM

De Human Resources Conferentie (HRC) is opgericht in 2005 met het oog op de verdere bevordering van samenwerking en teamgeest tussen de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van HR-management. De activiteiten van de HRC in 2007 omvatten verschillende aspecten van de training en ontwikkeling van medewerkers, waaronder mogelijkheden voor ESCB-trainingsactiviteiten en de ontwikkeling van maatregelen om de mobiliteit binnen het ESCB te verhogen.

Er werden workshops en presentaties gehouden over thema's als werving en selectie, assessmentcenters, interne mobiliteit en

loopbaanbeleid, om ervaringen uit te wisselen en beste praktijken in kaart te brengen. Daarnaast werd een conferentie gehouden over het leidinggeven bij organisatorische verandering en werd een nieuwe taskforce opgezet om te informeren over personeelsbeleid binnen het ESCB.

2.2 HET NIEUWE KANTOORGEBOUW VAN DE ECB

De werkzaamheden aan de nieuwe vestiging van de ECB zijn in 2007 volgens schema voortgezet. De fase van de gedetailleerde planning is op 20 februari 2007 van start gegaan. De resultaten van deze fase zijn op 8 oktober 2007 aan het publiek gepresenteerd. Het ontwerp is op 22 oktober 2007 aan de bevoegde autoriteiten van de stad Frankfurt voorgelegd met het oog op de noodzakelijke bouwvergunningen.

Hoewel het uiterlijk aanzien van het gebouwencomplex na de fase van de gedetailleerde planning als geheel onveranderd is gebleven, werd het ontwerp voor de nieuwe vestiging verder uitgewerkt. De oorspronkelijke bouwkundige elementen en materialen van de Grossmarkthalle zijn op locatie geanalyseerd, zodat de restauratie van het complex op een passende manier kan worden aangepakt. De kenmerken van de beoogde constructie binnen de Grossmarkthalle zijn in groter detail uitgewerkt, met name met betrekking tot brand- en veiligheidsvereisten, evenals de structurele elementen van de functionele ruimtes in de hal.

Het globale concept voor het interieur van de nieuwe vestiging is afgerond, met inbegrip van materialen en oppervlakken. Er zijn proefinstallaties gebouwd om het functioneren en de kwaliteit van de gekozen materialen voor de voornaamste bouwkundige elementen te testen. Op de toekomstige locatie is een testbouwwerk op ware grootte van twee verdiepingen geplaatst, met de gevel van een middengedeelte van de zuidelijke kantoortoren en het aangrenzende atrium, om de technische, functionele en architectonische details te verifiëren.

In 2007 werd het bestemmingsplan voor het perceel verder uitgewerkt door de planologische

dienst van de stad Frankfurt, in samenwerking met de ECB. Het doel van het bestemmingsplan is te waarborgen dat de stedelijke ruimte op een houdbare manier wordt geordend. Het publiek en verschillende autoriteiten zijn betrokken bij de uitwerking van het plan, zodat de democratische legitimiteit ervan gewaarborgd is. Het bestemmingsplan is op 13 november 2007 gepubliceerd in het Amtsblatt, het officiële publicatieblad van de stad Frankfurt, waarmee het verbindend is geworden.

In augustus 2007 heeft de ECB een internationale openbare aanbesteding uitgeschreven voor de constructie van haar nieuwe vestiging. De aankondiging van de aanbesteding is zowel in het Publicatieblad van de Europese Unie als op de website van de ECB gepubliceerd. Naar verwachting zal de opdracht in oktober 2008 worden gegund en zullen de bouwwerkzaamheden in het vierde kwartaal van 2008 beginnen. De voorbereidende werkzaamheden op de toekomstige locatie van de ECB beginnen in het eerste kwartaal van 2008. Verwacht wordt dat de nieuwe vestiging tegen het einde van 2011 gereed is.

In 2008 zal de stad Frankfurt een ontwerpwedstrijd houden voor een monument en informatieruimte ter herdenking van de deportatie van Joodse burgers vanuit de Grossmarkthalle.

2.3 HET COÖRDINATIEBUREAU VOOR AANSCHAFFINGEN DOOR HET EUROSISTEEM

In juli 2007 heeft de Raad van Bestuur besloten een Coördinatiebureau voor aanschaffingen door het Eurosysteem (EPCO) op te zetten om de samenwerking binnen het Eurosysteem op dit punt te verbeteren. De belangrijkste taken van het EPCO zijn het identificeren en uitwisselen van beste praktijken binnen het Eurosysteem, het ontwikkelen van infrastructuur (vaardigheden, functionele hulpmiddelen en IT-processen) waardoor aanschaffingscapaciteiten kunnen worden samengevoegd, en het coördineren van de aanschaffingsagenda van het Eurosysteem. De centrale banken van het Eurosysteem nemen deel op basis van vrijwilligheid. In december 2007 is de Banque centrale du Luxembourg voor de periode van januari 2008 tot en met december 2012 aangewezen als standplaats voor het EPCO.



3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB

De Sociale Dialoog binnen het ESCB is een overlegorgaan waarin de ECB en vertegenwoordigers van het personeel van de centrale banken van het ESCB en Europese vakverenigingen samenkomen.¹⁴ Doel van deze Sociale Dialoog is het verschaffen van informatie en het stimuleren van een gedachtewisseling over onderwerpen die van aanzienlijke invloed zijn op de arbeidsvoorwaarden bij de centrale banken van het ESCB.

In juli en december 2007 werden bijeenkomsten van de Sociale Dialoog binnen het ESCB gehouden. Naast onderwerpen die verband houden met de bankbiljettenproductie en-omloop, betalingssystemen (TARGET2, TARGET2-Securities en CCBM2) en financieel toezicht, werden ook maatregelen voor de invulling van de missie, de strategische oogmerken en organisatorische beginselen van het Eurosysteem en de implicaties daarvan voor het dagelijks werk van de medewerkers van het Eurosysteem besproken. De werknemersvertegenwoordigers werden tevens geïnformeerd over de werkzaamheden die door de HRC werden verricht.

De ECB bracht om het half jaar de traditionele nieuwsbrief uit om werknemersvertegenwoordigers op de hoogte te stellen van de laatste ontwikkelingen met betrekking tot de bovengenoemde onderwerpen.

In 2007 is begonnen met de tenuitvoerlegging van de maatregelen die de ECB en de Europese vakverenigingen in 2006 zijn overeengekomen om de Sociale Dialoog binnen het ESCB te verbeteren. In 2008 wordt deze voortgezet.

¹⁴ Het Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI – Europa) Finance en de European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 JAARREKENING VAN DE ECB

MANAGEMENTVERSLAG VOOR HET JAAR 2007

I AARD VAN DE WERKZAAMHEDEN

De werkzaamheden van de ECB in 2007 worden gedetailleerd beschreven in de desbetreffende hoofdstukken van het Jaarverslag.

2 DOELSTELLINGEN EN TAKEN

De doelstellingen en taken van de ECB worden beschreven in de Statuten van het ESCB (Artikel 2 en Artikel 3). In het Voorwoord van de President in het Jaarverslag wordt een overzicht van deze doelstellingen gegeven.

3 BELANGRIJKSTE MIDDELEN, RISICO'S EN PROCESSEN

GOVERNANCE VAN DE ECB

Informatie met betrekking tot de governance van de ECB wordt verschaft in Hoofdstuk 8.

LEDEN VAN DE DIRECTIE

De leden van de Directie worden gekozen uit personen met een erkende reputatie en beroepservaring op monetair of bancaire gebied en worden in onderlinge overeenstemming door de regeringen van de lidstaten op het niveau van de staatshoofden en regeringsleiders benoemd op aanbeveling van de EU-Raad, die het Europees Parlement en de Raad van Bestuur van de ECB heeft geraadpleegd.

De voorwaarden ten aanzien van het arbeidsverband van de leden worden door de Raad van Bestuur vastgesteld op voorstel van een Commissie bestaande uit drie door de Raad van Bestuur benoemde leden en drie door de EU-Raad benoemde leden.

De emolumenten van de leden van de Directie worden vermeld in de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”, onder 29, “Personeelskosten”.

PERSONEELSLEDEN

Het gemiddeld aantal personeelsleden (full-time equivalent) werkzaam bij de ECB op permanente contracten of contracten met vaste looptijd steeg van 1.337 in 2006 tot 1.366 in 2007. Aan het einde van dat jaar waren 1.375 personen in dienst. Zie voor nadere details de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”, onder 29, “Personeelskosten”, en Hoofdstuk 8, Paragraaf 2, waar bovendien de humanresourcesstrategie van de ECB wordt beschreven.

BELGGINGSACTIVITEITEN EN RISICOBEHEER

De externe reserves van de ECB bestaan uit de externe reserves die overeenkomstig de bepalingen van Artikel 30 van de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van het Eurosysteem aan de ECB zijn overgedragen, en uit de daarop genoten inkomsten. Het doel ervan is financiering van de transacties van de ECB op de valutamarkt voor de in het Verdrag uiteengezette doelstellingen.

De eigenmiddelenportefeuille van de ECB weerspiegelt de belegging van haar volgestorte kapitaal, de tegenpost van de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's, het algemeen reservefonds en de in het verleden op deze portefeuille opgebouwde inkomsten. Het doel ervan is de ECB te voorzien van inkomsten die bijdragen aan de dekking van haar operationele kosten.

De beleggingsactiviteiten van de ECB en haar beheer van de daaraan verbonden risico's worden in Hoofdstuk 2 nader beschreven.

HET BEGROTINGSPROCES

Het Begrotingscomité, dat bestaat uit deskundigen van de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, levert een sleutelbijdrage aan het proces van financiële

governance van de ECB. Overeenkomstig Artikel 15 van het Reglement van Orde ondersteunt het Begrotingscomité de Raad van Bestuur door een gedetailleerde evaluatie te geven van de jaarlijkse begrotingsvoorstellen van de ECB en van verzoeken om aanvullende begrotingsfinanciering door de Directie, voorafgaand aan hun indiening bij de Raad van Bestuur voor goedkeuring. De uitgaven krachtens de goedgekeurde begroting worden regelmatig bekeken door de Directie, die daarbij rekening houdt met het advies van de interne controlefunctie van de ECB, en door de Raad van Bestuur, die daarbij wordt bijgestaan door het Begrotingscomité.

4 HET FINANCIËLE RESULTAAT

FINANCIËLE REKENINGEN

Op grond van Artikel 26.2 van de Statuten van het ESCB wordt de Jaarrekening van de ECB door de Directie opgesteld in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgestelde grondslagen. De Jaarrekening wordt door de Raad van Bestuur vastgesteld en vervolgens gepubliceerd.

VOORZIENING TEGEN WISSELKOERS-, RENTE- EN GOUDPRIJSRISICO'S

Aangezien de meeste van de activa en passiva van de ECB periodiek worden geherwaardeerd tegen de dan geldende marktwisselkoersen en effectenprijzen, is de winstgevendheid van de ECB sterk afhankelijk van wisselkoersrisico's en, in mindere mate, van renterisico's. Deze risico's vloeien voornamelijk voort uit de in Amerikaanse dollar, Japanse yen en goud aangehouden externe reserves van het Eurosysteem, die voor het grootste deel zijn belegd in rentedragende instrumenten.

In 2005 heeft de Raad van Bestuur, gezien de grote risico's waaraan de ECB in dezen blootstaat en de omvang van haar herwaarderingsrekeningen, besloten een voorziening op te zetten tegen wisselkoers-,

rente- en goudprijsrisico's. Per 31 december 2006 was een bedrag van €2.371.395.162 onder deze voorziening opgenomen. Overeenkomstig Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB heeft ook Banka Slovenije per 1 januari 2007 een bedrag van €10.947.042 aan de voorziening bijgedragen. In het licht van de resultaten van zijn beoordeling heeft de Raad van Bestuur besloten per 31 december 2007 een aanvullend bedrag van €286.416.109 naar de voorziening over te dragen, waardoor de omvang ervan steeg tot €2.668.758.313 en de netto winst, net als in 2006, tot precies nul werd gereduceerd.

Deze voorziening zal worden gebruikt ter dekking van gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet worden gedekt door de herwaarderingsrekeningen. Jaarlijks wordt bezien hoe groot de voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet. Daarbij wordt een aantal factoren in aanmerking genomen, met inbegrip van met name de hoeveelheid aangehouden risicodragende activa, de omvang van de risico's die zich in het lopende boekjaar hebben geconcretiseerd, de verwachte resultaten voor het komende jaar en een consistent toegepaste risicobeoordeling waarbij Values at Risk-cijfers (VaR-cijfers) voor risicodragende activa worden berekend. De Raad van Bestuur heeft besloten dat de voorziening, samen met het in het algemene reservefonds aangehouden bedrag, niet hoger mag zijn dan de waarde van de aandelen in het kapitaal van de ECB die door de nationale centrale banken van het eurogebied zijn volgestort.

FINANCIËEL RESULTAAT VOOR 2007

Zou de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's in 2007 niet zijn verhoogd, dan zou de ECB een netto winst van €286 miljoen hebben geboekt.

In 2007 leidde de waardestijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en, in mindere mate, de Japanse yen tot afschrijvingen op de eurowaarde van de door de ECB

aangehouden, in deze valuta's luidende activa. Deze afschrijvingen bedroegen rond €2,5 miljard, die als last in de winst- en verliesrekening zijn opgenomen.

In 2007 stegen de netto rentebaten tot €2.421 miljoen, van €1.972 miljoen in 2006, voornamelijk ten gevolge van een stijging van het aantal eurobankbiljetten in omloop en van het marginale rentetarief voor de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem, dat bepalend is voor de rentevergoeding die de ECB ontvangt op haar deel van de eurobankbiljetten in het Eurosysteem.

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties stegen van €475 miljoen in 2006 tot €779 miljoen in 2007, voornamelijk ten gevolge van (a) de daling van de Amerikaanse rente in 2007, die resulteerde in hogere netto gerealiseerde winsten uit de verkoop van effecten gedurende het jaar, en (b) de gestegen goudprijs, die heeft geleid tot hogere gerealiseerde winsten uit de verkoop van goud in 2007. Deze verkopen werden uitgevoerd in overeenstemming met de Central Bank Gold Agreement (Goudovereenkomst tussen de Centrale Banken), die op 27 september 2004 in werking trad en waarbij de ECB partij is.

De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van depreciatie, stegen van €361 miljoen in 2006 tot €385 miljoen in 2007.

WIJZIGINGEN IN HET KAPITAAL VAN DE ECB

Overeenkomstig Artikel 49.3 van de Statuten van het ESCB, dat bij de Toetredingsakte in de Statuten is ingevoegd, wordt het geplaatste kapitaal van de ECB automatisch verhoogd zodra een land lidstaat van de EU wordt en zijn nationale centrale bank deel gaat uitmaken van het ESCB. Voor deze verhoging moet naar analogie van Artikel 29.1 en in overeenstemming met Artikel 29.2 van de Statuten van het ESCB van elke nationale centrale bank die deel uitmaakt van het ESCB de weging in de kapitaalverdeelsleutel worden berekend. Derhalve zijn bij de toetreding van Bulgarije en Roemenië als nieuwe lidstaten per 1 januari 2007 (a) de aandelen van de

nationale centrale banken in het kapitaal van de ECB overeenkomstig Besluit 2003/517/EG van de Raad van 15 juli 2003 betreffende de statistische gegevens die moeten worden gebruikt voor de aanpassing van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank aangepast, en is (b) het geplaatste kapitaal van de ECB verhoogd tot €5.761 miljoen.

Daarnaast heeft Banka Slovenije bij de overgang van Slovenië op de gemeenschappelijke munt per 1 januari 2007 overeenkomstig Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB het resterende deel van haar aandeel in het kapitaal aan de ECB gestort en hebben Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en Banca Națională a României, net als de andere nationale centrale banken buiten het eurogebied, 7% van hun aandeel in het geplaatste kapitaal volgestort als bijdrage in de operationele kosten van de ECB.

Het gecombineerde effect van de hierboven beschreven ontwikkelingen was dat het volgestorte kapitaal van de ECB is gestegen van €4.089 miljoen op 31 december 2006 tot €4.127 miljoen op 1 januari 2007. Details van deze wijzigingen zijn opgenomen in de "Toelichting op de balans" onder 15, "Kapitaal en reserves".

BALANS PER 31 DECEMBER 2007

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2007 €	2006 €
Goud en goudvorderingen	1	10.280.374.109	9.929.865.976
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2		
Vorderingen op het IMF		449.565.998	414.768.308
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		28.572.614.853	29.313.377.277
		29.022.180.851	29.728.145.585
Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2	3.868.163.459	2.773.828.417
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	3		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		25.128.295	4.193.677
Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	4	100.038.774	33.914
Vorderingen binnen het Eurosysteem	5		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		54.130.517.580	50.259.459.435
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		17.241.183.222	3.545.868.495
		71.371.700.802	53.805.327.930
Overige activa	6		
Materiële vaste activa		188.209.963	175.180.989
Overige financiële activa		9.526.196.135	8.220.270.389
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten		34.986.651	29.518.315
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		1.557.414.330	1.094.509.354
Diversen		69.064.934	5.580.697
		11.375.872.013	9.525.059.744
Totaal activa		126.043.458.303	105.766.455.243

PASSIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2007 €	2006 €
Bankbiljetten in omloop	7	54.130.517.580	50.259.459.435
Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	8	1.050.000.000	1.065.000.000
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9	14.571.253.753	105.121.522
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	10		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		667.076.397	330.955.249
Verplichtingen binnen het Eurosysteem	11		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		40.041.833.998	39.782.265.622
Overige passiva	12		
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten		69.589.536	0
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		1.863.461.316	1.262.820.884
Diversen		659.763.920	899.170.800
		2.592.814.772	2.161.991.684
Vorzieningen	13	2.693.816.002	2.393.938.510
Herwaarderingsrekeningen	14	6.169.009.571	5.578.445.671
Kapitaal en reserves	15		
Kapitaal		4.127.136.230	4.089.277.550
Winst over het jaar		0	0
Totaal passiva		126.043.458.303	105.766.455.243

WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2007

	ZIE TOELICHTING ONDER	2007 €	2006 €
Rentebaten uit externe reserves		1.354.887.368	1.318.243.236
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		2.004.355.782	1.318.852.000
Overige rentebaten		4.380.066.479	2.761.697.060
<i>Rentebaten</i>		<i>7.739.309.629</i>	<i>5.398.792.296</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves		(1.356.536.045)	(965.331.593)
Overige rentelasten		(3.962.006.944)	(2.461.625.254)
<i>Rentelasten</i>		<i>(5.318.542.989)</i>	<i>(3.426.956.847)</i>
Netto rentebaten	23	2.420.766.640	1.971.835.449
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	24	778.547.213	475.380.708
Afwaarderingen van financiële activa en posities	25	(2.534.252.814)	(718.467.508)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoers- en prijsrisico's		(286.416.109)	(1.379.351.719)
Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's		(2.042.121.710)	(1.622.438.519)
Netto lasten uit provisies en commissies	26	(621.691)	(546.480)
Baten uit aandelen en deelnemingen	27	920.730	911.866
Overige baten	28	6.345.668	11.407.583
Totaal netto baten		385.289.637	361.169.899
Personeelskosten	29	(168.870.244)	(160.847.043)
Beheerkosten	30	(184.589.229)	(166.426.595)
Afschrijving van materiële vaste activa		(26.478.405)	(29.162.141)
Productiekosten bankbiljetten	31	(5.351.759)	(4.734.120)
Winst over het jaar		0	0

Frankfurt am Main, 26 februari 2008

EUROPESE CENTRALE BANK

Jean-Claude Trichet
President

GRONDSLAGEN VOOR DE OPSTELLING VAN DE JAARREKENING¹

VORM EN PRESENTATIE VAN DE JAARREKENING

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de omvang en samenstelling van het vermogen van de ECB en van de resultaten van haar bedrijf. De jaarrekening is opgesteld conform de onderstaand uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, die door de Raad van Bestuur passend worden geacht voor een centrale bank.²

GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periodoerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

OPNAME VAN ACTIVA EN PASSIVA

Een activum of passivum wordt alleen in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat enig met dit activum of passivum verband houdend toekomstig economisch voordeel naar of van de ECB zal vloeien, zo goed als alle met dit activum of passivum verband houdende risico's en beloningen aan de ECB zijn overgedragen, en de kosten of waarde van het activum of het bedrag van de verplichting op betrouwbare wijze kan worden gemeten.

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

De activa en passiva worden opgenomen tegen historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren, goud en alle andere zowel in de balans opgenomen als niet opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde. Transacties in financiële activa en passiva worden in de jaarrekening verantwoord op

basis van het moment waarop zij worden afgewikkeld.

Met ingang van 1 januari 2007 is de grondslag waarop deviezentransacties, financiële instrumenten luidende in vreemde valuta en daarmee verband houdende overlopende posten in de rekeningen van de centrale banken van het Eurosysteem worden opgenomen, gewijzigd. Vroegere toepassing was toegestaan, en de ECB heeft de wijziging per 1 oktober 2006 ingevoerd, met de volgende effecten: met uitzondering van waardepapieren worden de transacties nu in niet in de balans opgenomen rekeningen opgenomen op de transactiedatum. Op de valutadatum worden de niet in de balans opgenomen posten teruggeboekt en worden de transacties in de balans geboekt. Aankopen en verkopen van deviezen zijn van invloed op de netto deviezenpositie op de transactiedatum, in plaats van, zoals tot nu toe het geval is geweest, op de contante valutadatum, en gerealiseerde resultaten uit verkopen worden eveneens op de transactiedatum berekend. Opgebouwde rente, premies en verdisconteringen in verband met financiële instrumenten luidende in vreemde valuta worden dagelijks berekend en geboekt, en de deviezenpositie wordt eveneens dagelijks beïnvloed door deze overlopende posten in plaats van alleen te veranderen wanneer de rentestromen daadwerkelijk plaatsvinden, zoals voorheen het geval was.

GOUD EN IN VREEMDE VALUTA LUIDENDE ACTIVA EN PASSIVA

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de op de balansdatum geldende marktcoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de boekingsdatum van de transactie geldende

1 De gedetailleerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn neergelegd in Besluit ECB/2002/11, PB L 58 van 3.3.2003, blz. 38, zoals gewijzigd. Dit Besluit is met ingang van 1 januari 2007 ingetrokken en vervangen door Besluit ECB/2006/17, PB L 348 van 11.12.2006, blz. 38, zoals gewijzigd.

2 Deze grondslagen volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financiële administratie en verslaglegging van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

marktkoers. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de per de jaarultimo geldende marktprijs. Er wordt voor goud geen onderscheid gemaakt tussen prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per fine ounce, die voor het jaar 2007 is afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 31 december 2007.

WAARDEPAPIEREN

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs of op basis van de relevante rendementscurve per de balansdatum per waardepapier. Voor het jaar 2007 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 28 december 2007 gebruikt. Niet-verhandelbare waardepapieren worden gewaardeerd tegen kostprijs, en niet-liquide aandelen worden gewaardeerd tegen kostprijs behoudens bijzondere waardevermindering.

RESULTAATBEPALING

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van deviezen, goud en waardepapieren worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde prijs van het desbetreffende activum.

Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Ongerealiseerde verliezen worden ten laste van het resultaat gebracht voorzover zij eerdere ongerealiseerde herwaarderingwinsten, zoals opgenomen in de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren, valuta's of aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten uit andere waardepapieren, valuta's of goud. Bij een ongerealiseerd verlies op een post per de jaarultimo wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers en/of de marktprijs per de jaarultimo.

Agio's of disagio's bij aangekochte waardepapieren worden weergegeven als een deel van de rentebaten en worden afgeschreven over de resterende looptijd van de activa.

TRANSACTIES MET WEDERINKOOP

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht tegen onderpand.

Bij een repo-overeenkomst worden waardepapieren verkocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs van de tegenpartij terug te kopen. Repo-overeenkomsten worden aan de passiefzijde van de balans opgenomen en leiden tevens tot een rentelast in de winst- en verliesrekening. Waardepapieren die krachtens een dergelijke overeenkomst worden verkocht, blijven op de balans van de ECB.

Bij een repo-overeenkomst met wederinkoopverplichting worden waardepapieren gekocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting worden aan

de actiefzijde van de balans opgenomen als leningen tegen onderpand maar worden niet tot de door de ECB aangehouden waardepapieren gerekend. Zij leiden tot rentebaten in de winst- en verliesrekening.

Transacties met wederinkoop (waaronder effectenleningstransacties) die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, worden alleen op de balans opgenomen indien gedurende de volledige looptijd van de transactie liquide onderpand is verschaft aan de ECB. In 2007 heeft de ECB geen liquide onderpand over de looptijd van dergelijke transacties ontvangen.

NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deviezeninstrumenten, te weten deviezeninstrumentstransacties, termijnonderdelen van deviezeninstrumenten en andere deviezeninstrumenten die een omwisseling van een bepaalde valuta tegen een andere valuta op een toekomstige datum inhouden, worden opgenomen in de netto deviezenposities voor het berekenen van koerswinsten en -verliezen.

Rente-instrumenten worden per instrument geherwaardeerd. Dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge van uitstaande rentefuturescontracten worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. De waardering van termijntransacties in waardepapieren en van renteswaps wordt gebaseerd op algemeen aanvaarde waarderingsmethoden die gebruikmaken van waarneembare marktcoersen en -prijzen en van de disconteringsfactoren vanaf de valutadatum tot de waarderingsdatum.

GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM

Activa en passiva worden aangepast rekening houdend met gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Raad van Bestuur van de ECB de jaarrekening vaststelt, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

POSITIES BINNEN HET ESCB EN BINNEN HET EUROSISTEEM

Transacties binnen het ESCB zijn grensoverschrijdende transacties tussen twee centrale banken van de EU. Deze transacties worden hoofdzakelijk verwerkt via TARGET/TARGET2 – het “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer”-systeem (zie Hoofdstuk 2) – en leiden tot bilaterale saldi op rekeningen tussen die centrale banken in de EU die op TARGET/TARGET2 zijn aangesloten. Deze bilaterale saldi worden dagelijks aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB.

Saldi binnen het ESCB die door de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB worden aangehouden (behoudens het kapitaal van de ECB en posities uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB) worden beschouwd als Vorderingen of verplichtingen binnen het Eurosysteem en worden in de balans van de ECB opgenomen als één enkele actief- of passiefpost.

Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkele actiefpost opgenomen onder “Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Voor zover de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied dergelijke saldi aanhouden ten opzichte van de ECB, uit hoofde van hun deelname aan TARGET/TARGET2³, worden deze verantwoord onder

3 Per 31 december 2007 namen de volgende nationale centrale banken buiten het eurogebied deel aan TARGET/TARGET2: Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en Bank of England.

“Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

VASTE ACTIVA

Vaste activa, met uitzondering van grond, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. Grond wordt gewaardeerd tegen kostprijs. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode, vanaf het kwartaal volgend op de aanschaffing en gedurende de periode waarin het desbetreffende activum naar verwachting beschikbaar is voor gebruik, te weten:

Computers, aanverwante hardware en software, en motorvoertuigen	4 jaar
Inventaris, meubilair en installaties	10 jaar
Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000	Worden afgeboekt in het jaar van aanschaf

De afschrijvingsperiode voor gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande kantoorgebouwen van de ECB is verkort, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel afgeschreven zijn voordat de ECB naar haar nieuwe locatie verhuist.

PENSIOENREGELING VAN DE ECB EN ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND

De ECB beheert een toegezegd-pensioenstelsel (*defined benefit scheme*) voor haar personeel. Dit stelsel wordt gefinancierd middels activa die in een lange-termijnfonds voor personeelsvoorzieningen worden aangehouden.

BALANS

De verplichting die in de balans wordt opgenomen met betrekking tot het toegezegd-pensioenstelsel is de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting op de balansdatum *minus* de reële waarde van de fondsbeleggingen die worden gebruikt om de verplichtingen te financieren, aangepast voor niet-opgenomen actuariële winsten of verliezen.

De toegezegd-pensioenverplichting wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend volgens de geprojecteerd-pensioenwaarderingsmethode (*projected unit credit method*). De contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting wordt bepaald door de geschatte toekomstige kasstromen te verdisconteren, daarbij gebruikmakend van de rentetarieven van in euro luidende bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit die soortgelijke looptijden hebben als de termijn van de daarmee verband houdende pensioenverplichting.

Actuariële winsten of verliezen kunnen voortvloeien uit ervaringsaanpassingen (waarbij de werkelijke uitkomsten verschillen van de eerder gehanteerde actuariële aannames) en veranderingen in de actuariële aannames.

WINST- EN VERLIESREKENING

Het netto bedrag dat als last in de winst- en verliesrekening wordt opgenomen bestaat uit:

- de toegerekende pensioenkosten van de gedurende het jaar opgebouwde verplichtingen;
- de rente tegen de disconteringsvoet op de toegezegd-pensioenverplichting;
- het verwachte rendement op de fondsbeleggingen; en
- de actuariële winsten en verliezen die in de winst- en verliesrekening worden opgenomen, met gebruikmaking van een “10%-bandbreedte”.

DE “10%-BANDBREEDTE”-BENADERING

De netto cumulatieve niet-opgenomen actuariële winsten en verliezen die uitstijgen boven het hoogste bedrag van (a) 10% van de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting, en (b) 10% van de reële waarde van de fondsbeleggingen, zullen worden afgeschreven over het verwachte gemiddelde

resterende dienstverband van de deelnemende personeelsleden.

PENSIOENEN VAN LEDEN VAN DE DIRECTIE EN OVERIGE VERPLICHTINGEN NA PENSIONERING

Voor de pensioenen van leden van de Directie en voor arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel bestaan niet-gefinancierde regelingen. De verwachte kosten van deze verplichtingen worden opgebouwd gedurende de verschillende ambtstermijnen/dienstverbanden van de leden van de Directie en de personeelsleden, waarbij gebruik wordt gemaakt van een accountingbenadering die overeenkomt met die van toegezegd-pensioenstelsels. Actuariële winsten en verliezen worden op dezelfde wijze als hierboven beschreven toegerekend.

De waarde van deze verplichtingen wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen vastgesteld zodat de toepasselijke verplichting in de jaarrekening kan worden opgenomen.

BANKBIJETTEN IN OMLOOP

De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven eurobankbiljetten uit.⁴ De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt op de laatste werkdag van elke maand toegedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.⁵

De ECB heeft een aandeel ter grootte van 8% in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop toegedeeld gekregen, hetgeen wordt verantwoord onder de passiefpost “Bankbiljetten in omloop” op de balans. Het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten staat tegenover de vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn⁶, worden vermeld onder de subpost “Vorderingen binnen het Eurosysteem: Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie

onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de post “Netto rentebaten”. Deze baten zijn verschuldigd aan de nationale centrale banken in het financiële jaar waarin zij worden opgebouwd, maar zij worden op de tweede werkdag van het daaropvolgende jaar verdeeld.⁷ Zij worden in hun geheel verdeeld tenzij de netto winst van de ECB over het gehele jaar kleiner is dan haar inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur om overdrachten te maken naar een voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's en om deze baten te verminderen met door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

DIVERSEN

In het licht van de rol van de ECB als centrale bank is de Directie van de ECB van oordeel dat de publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De EU-Raad heeft, met inachtneming van Artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur, zijn goedkeuring gehecht aan de benoeming van KPMG Deutsche

4 Besluit ECB/2001/15 van de Europese Centrale Bank van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten, PB L 337 van 20.12.2001, blz. 52, zoals gewijzigd.

5 De term “verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten” heeft betrekking op de percentages die het gevolg zijn van het meerekenen van het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten en het toepassen van de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal op het aandeel van de nationale centrale banken in die totale waarde.

6 Besluit ECB/2001/16 van de Europese Centrale Bank van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002, PB L 337 van 20.12.2001, blz. 55, zoals gewijzigd.

7 Besluit ECB/2005/11 van de Europese Centrale Bank van 17 november 2005 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten (PB L 311 van 26.11.2005, blz. 41). Bij dit Besluit werd Besluit ECB/2002/9 ingetrokken.

Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tot externe
accountant van de ECB voor een periode van
vijf jaar tot het einde van het financiële jaar
2007.

TOELICHTING OP DE BALANS

I GOUD EN GOUDVORDERINGEN

Per 31 december 2007 bedraagt de goudvoorraad van de ECB 18.091.733 *ounces fine gold* (2006: 20.572.017 *ounces*). De daling was het gevolg van (a) verkoop van 2.539.839 *ounces* goud in overeenstemming met de Central Bank Gold Agreement (Goudovereenkomst tussen de Centrale Banken), die op 27 september 2004 in werking trad en waarbij de ECB partij is, en (b) de overdracht door Banka Slovenije aan de ECB van 59.555 *ounces fine gold*⁸ bij de overgang van Slovenië op de gemeenschappelijke munt, overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB. De daling in de equivalente waarde in euro van de voorraad ten gevolge van deze transacties is ruimschoots gecompenseerd door een aanzienlijke stijging van de goudprijs in 2007 (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

2 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN EN INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

VORDERINGEN OP HET IMF

Deze post omvat de per 31 december 2007 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekingsrechten (*Special Drawing Rights* of SDR's) en is het resultaat van een door de ECB met het Internationaal Monetair Fonds (IMF) gesloten akkoord, waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximumtegoeden. Onder SDR wordt begrepen een valutamandje waarvan de waarde wordt bepaald als de gewogen som van de koersen van de vier belangrijkste valuta's (euro, Japanse yen, Britse pond en Amerikaanse dollar). SDR's worden bij de opstelling van de jaarrekening behandeld als in vreemde valuta luidende activa en passiva (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

TEGOEDEN BIJ BANKEN EN BELEGGINGEN IN WAARDEPAPIEREN, EXTERNE LENINGEN EN OVERIGE EXTERNE ACTIVA; EN VORDERINGEN OP INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

Deze twee posten bestaan uit tegoeden bij banken, leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen, en wel als volgt:

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2007 €	2006 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	761.073.851	1.388.630.590	(627.556.739)
Geldmarkt-deposito's	688.783.688	1.352.326.756	(663.543.068)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	543.247.188	330.983.321	212.263.867
Beleggingen in waardepapieren	26.579.510.126	26.241.436.610	338.073.516
Totaal	28.572.614.853	29.313.377.277	(740.762.424)

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2007 €	2006 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	574.945	18.535	556.410
Geldmarkt-deposito's	3.867.588.514	2.621.949.594	1.245.638.920
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	0	151.860.288	(151.860.288)
Totaal	3.868.163.459	2.773.828.417	1.094.335.042

Ondanks de depreciatie van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen ten opzichte van de euro in 2007 is de netto waarde in euro van deze posities gestegen, voornamelijk als gevolg van (a) de belegging van de opbrengsten van de goudverkoop in Japanse yen en in mindere mate in de portefeuille in Amerikaanse dollar (zie de toelichting onder 1, “Goud en

8 Deze overdracht, met een waarde van €28,7 miljoen, vond plaats per 1 januari 2007.

goudvorderingen”), en (b) inkomsten ontvangen in voornamelijk de portefeuille in Amerikaanse dollar.

Daarnaast heeft Banka Slovenije bij de overgang van Slovenië op de gemeenschappelijke munt per 1 januari 2007 overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB Amerikaanse dollars met een waarde van €162,9 miljoen aan de ECB overgedragen.

De netto door de ECB aangehouden deviezen⁹ in Amerikaanse dollar en Japanse yen waren per 31 december 2007 als volgt:

	(miljoenen valuta-eenheden)
Amerikaanse dollars	37.149
Japanse yen	1.076.245

3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2007 bestond deze vordering uit geldmarktdeposito's met een waarde van €20,0 miljoen en rekeningen-courant bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIETINSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2007 bestond deze vordering uit geldmarktdeposito's met een waarde van €100,0 miljoen en rekeningen-courant bij ingezetenen van het eurogebied.

5 VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

VORDERINGEN UIT HOOFDE VAN DE TOEDELINGEN VAN EUROBANKBIJETTEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder “Bankbiljetten in

omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

OVERIGE VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM (NETTO)

Deze post bestaat uit de TARGET/TARGET2-saldi van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). De toename van deze post is voornamelijk het gevolg van de afwikkeling van het eurodeel van de back-to-backswaptransacties die de nationale centrale banken in verband met de Term Auction Facility in Amerikaanse dollars hebben uitgevoerd (zie onder 9, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”).

	2007 €	2006 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET/TARGET2	145.320.642.526	83.764.470.700
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET/TARGET2	(128.079.459.304)	(80.218.602.205)
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	17.241.183.222	3.545.868.495

⁹ Activa minus passiva luidende in de respectieve vreemde valuta die vallen onder de herwaardering van deviezen. Deze zijn opgenomen onder de kopjes “Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, “Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, “Overlopende activa en vooruitbetaalde passiva”, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, “Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten” (passiefzijde) en “Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten”, waarbij tevens rekening wordt gehouden met deviezentermijntransacties en deviezenswaps onder de niet in de balans opgenomen posten. De effecten van de koersherwaarderingswinsten op financiële instrumenten luidende in vreemde valuta vallen hier buiten.

6 OVERIGE ACTIVA

MATERIËLE VASTE ACTIVA

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2007 de volgende posten:

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Kosten			
Land en gebouwen	156.964.236	160.272.602	(3.308.366)
Computerhardware en -software	168.730.634	157.573.338	11.157.296
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	27.105.564	26.670.476	435.088
Activa in aanbouw	59.791.855	28.790.200	31.001.655
Overige vaste activa	1.195.290	1.232.143	(36.853)
Totaal kosten	413.787.579	374.538.759	39.248.820
Geaccumuleerde afschrijving			
Land en gebouwen	(49.672.589)	(39.696.727)	(9.975.862)
Computerhardware en -software	(150.195.777)	(135.057.096)	(15.138.681)
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	(25.562.068)	(24.471.251)	(1.090.817)
Overige vaste activa	(147.182)	(132.696)	(14.486)
Totaal geaccumuleerde afschrijving	(225.577.616)	(199.357.770)	(26.219.846)
Netto boekwaarde	188.209.963	175.180.989	13.028.974

De daling van “Land en gebouwen” tegen kostprijs is voornamelijk het gevolg van de verkoop in januari 2007 van de ambtswoning voor de President van de ECB, die in 2001 was aangekocht. In december 2006 werd een nieuwe ambtswoning verworven.

De stijging van de categorie “Activa in aanbouw” houdt voornamelijk verband met voorbereidingswerkzaamheden in verband met het nieuwe hoofdkantoor van de ECB. Overdrachten uit deze categorie naar de desbetreffende vaste-activaonderverdelingen worden uitgevoerd wanneer de activa eenmaal in gebruik zijn.

OVERIGE FINANCIËLE ACTIVA

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Waardepapieren luidende in euro	8.815.612.722	7.303.413.758	1.512.198.964
Repo- overeenkomsten met wederinkoop- verplichting in euro	668.392.837	874.669.464	(206.276.627)
Overige financiële activa	42.190.576	42.187.167	3.409
Totaal	9.526.196.135	8.220.270.389	1.305.925.746

- (a) Waardepapieren luidende in euro en repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro vormen de belegging van de eigen middelen van de ECB (zie tevens onder 12, “Overige passiva”). De stijging van de aangehouden waardepapieren was voornamelijk het gevolg van de belegging in de eigenmiddelenportefeuille van de tegenpost van het bedrag dat in 2006 naar de voorziening van de ECB tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's is overgedragen.
- (b) De ECB houdt 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen aan, die zijn opgenomen tegen de aankoopkosten van €41,8 miljoen.

HERWAARDERINGSVERSCHILLEN NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsmutaties in per 31 december 2007 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en termijntransacties”). Deze waarderingsmutaties zijn het resultaat van de conversie van dergelijke transacties naar euro tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden die het resultaat zijn van de conversie van de transacties tegen de gemiddelde koers van de betrokken vreemde valuta (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Waarderingswinsten van

termijntransacties in waardepapieren worden ook onder deze post opgenomen.

OVERLOPENDE ACTIVA EN VOORUITBETAALDE KOSTEN

In 2007 omvatte deze post nog te ontvangen rente op de vorderingen van de ECB uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem voor het laatste kwartaal (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”), ter waarde van €545,8 miljoen, en nog van de nationale centrale banken van het eurogebied te ontvangen rente op de TARGET/TARGET2-saldi voor de laatste maand van 2007, ter waarde van €481,6 miljoen.

Onder deze post is tevens de nog te ontvangen rente, met inbegrip van de afschrijving van disagio's, op waardepapieren en andere financiële activa opgenomen.

DIVERSEN

Deze post bestaat voornamelijk uit saldi met betrekking tot per 31 december 2007 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en termijntransacties”). Deze saldi vloeien voort uit de conversie van dergelijke transacties naar euro tegen de gemiddelde koers van de betrokken valuta op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden tegen welke de transacties aanvankelijk zijn opgenomen (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Deze post omvat tevens een vordering op het Duitse federale Ministerie van Financiën in verband met terugvorderbare belasting toegevoegde waarde en andere betaalde indirecte belastingen. Deze belastingen kunnen worden teruggegeven krachtens de bepalingen van Artikel 3 van het Protocol betreffende de voorrechten en immuniteiten van de Europese Gemeenschappen, dat op grond van Artikel 40

van de Statuten van het ESCB van toepassing is op de ECB.

7 BANKBIJETTEN IN OMLOOP

Deze post bestaat uit het aandeel van de ECB (8%) in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

8 VERPLICHTINGEN AAN OVERIGE INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze post omvat deposito's van leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET/TARGET2-systeem worden verrekend.

9 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze post bestaat voornamelijk uit een verplichting aan de Federal Reserve van €13,9 miljard in verband met de Term Auction Facility in Amerikaanse dollars. In het kader van dit programma heeft de Federal Reserve door middel van een tijdelijke, wederzijdse kredietovereenkomst (“swap line”) USD 20 miljard aan de ECB verstrekt met het oog op het verschaffen van korte-termijnliquiditeiten in Amerikaanse dollars aan tegenpartijen van het Eurosysteem. Tegelijkertijd heeft de ECB back-to-backswaptransacties verricht met de nationale centrale banken die op de euro zijn overgegaan. Deze hebben de resulterende middelen benut om de tegenpartijen van het Eurosysteem liquiditeit te verschaffen. Deze back-to-backswaptransacties resulteerden in niet-rentedragende saldi binnen het Eurosysteem, tussen de ECB en de nationale centrale banken, die onder “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)” zijn opgenomen.

Voor het overige bestaat deze post uit bij de ECB aangehouden saldi van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, voortvloeiend uit via het TARGET/TARGET2-systeem geleide transacties (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

10 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

Deze positie bestaat uit repo-overeenkomsten afgesloten met niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

11 VERPLICHTINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post omvat de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied voortvloeiend uit de overdracht van externe reserves aan de ECB toen zij zich aansloten bij het Eurosysteem. Op deze saldi wordt rente vergoed ter hoogte van de laatst beschikbare marginale rentevoet voor de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem, met een correctie vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie onder 23, “Netto rentebaten”).

Door de uitbreiding van de EU met Bulgarije en Roemenië en de daarmee gepaard gaande aanpassing van de totale limiet van de vorderingen van de nationale centrale banken en hun wegingen in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB (zie onder 15, “Kapitaal en reserves”) en door de overdracht van externe reserves door Banka Slovenije bij de overgang op de gemeenschappelijke munt zijn deze verplichtingen met €259.568.376 gestegen.

	Tot en met 31 december 2006 €	Vanaf 1 januari 2007 ¹ €
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	1.419.101.951	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.761.707.508	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513.006.858	511.833.966
Bank of Greece	1.055.840.343	1.046.595.329
Banco de España	4.326.975.513	4.349.177.351
Banque de France	8.275.330.931	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.262.783.715	7.217.924.641
Banque centrale du Luxembourg	87.254.014	90.730.275
De Nederlandsche Bank	2.223.363.598	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.157.451.203	1.161.289.918
Banco de Portugal	982.331.062	987.203.002
Banka Slovenije	-	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.118.926	717.086.011
Totaal	39.782.265.622	40.041.833.998

1) Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Totalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

De vordering van Banka Slovenije werd gesteld op €183.995.238 om te garanderen dat de ratio tussen die vordering en de totale vordering toegewezen aan de andere nationale centrale banken die op de euro zijn overgegaan, gelijk is aan de ratio tussen de weging van Banka Slovenije in de sleutel voor inschrijving op het kapitaal van de ECB en de totale weging van de andere deelnemende nationale centrale banken in de sleutel. Het verschil tussen de vordering en de waarde van de overgedragen activa (zie onder 1, “Goud en goudvorderingen” en 2, “Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”) werd behandeld als deel van de bijdrage van Banka Slovenije die zij krachtens Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB verschuldigd is aan de reserves van de ECB en de voorzieningen die met reserves zijn gelijkgesteld per 31 december 2006 (zie onder 13, “Voorzieningen” en 14, “Herwaarderingsrekeningen”).

12 OVERIGE PASSIVA

HERWAARDERINGSVERSCHILLEN NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsmutaties in per 31 december 2007 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en termijntransacties”). Deze waarderingsmutaties zijn het resultaat van de conversie van dergelijke transacties naar euro tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden die het resultaat zijn van de conversie van de transacties tegen de gemiddelde koers van de betrokken vreemde valuta (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”, en ook onder 6, “Overige activa”).

Waarderingsverliezen van termijntransacties in waardepapieren en renteswaps zijn ook onder deze post opgenomen.

OVERLOPENDE PASSIVA EN VOORAF GEÏNDE INKOMSTEN

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit aan nationale centrale banken verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van de overgedragen externe reserves (zie onder 11, “Verplichtingen binnen het Eurosysteem”), ten belope van €1,4 miljard. In dit saldo zijn tevens lopende rente op aan nationale centrale banken verschuldigde saldi ter zake van TARGET/TARGET2, lopende rente op financiële instrumenten, met inbegrip van de afschrijving van couponobligatiepremies, en overige overlopende posten opgenomen.

DIVERSEN

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit uitstaande repo-transacties ter waarde van €517 miljoen die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 6, “Overige activa”) en de netto pensioenverplichtingen van de ECB, zoals hieronder beschreven.

PENSIOENREGELING VAN DE ECB EN ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND

De bedragen die in de balans zijn verwerkt met betrekking tot de pensioenverplichtingen van de ECB (zie “Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband” in de “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”) zijn als volgt:

	2007 € miljoen	2006 € miljoen
Contante waarde van de verplichtingen	285,8	258,5
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(229,8)	(195,3)
Niet opgenomen actuariële winsten/(verliezen)	35,4	17,3
In de balans opgenomen verplichtingen	91,4	80,5

De contante waarde van de verplichtingen omvat niet-gefinancierde verplichtingen ten bedrage van €36,8 miljoen (2006: €32,6 miljoen) die betrekking hebben op de pensioenen van Directieleden en op arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel.

De in de winst- en verliesrekening in 2007 en 2006 opgenomen bedragen met betrekking tot “Toegerekende pensioenkosten”, “Rente op verplichtingen” en “Verwacht rendement op de fondsbeleggingen” zijn als volgt:

	2007 € miljoen	2006 € miljoen
Toegerekende pensioenkosten	26,5	27,3
Rente op verplichtingen	8,6	6,8
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	(7,9)	(6,7)
Netto actuariële (winsten)/verliezen opgenomen in jaar	0	0
Totaal opgenomen in “Personeelskosten”	27,2	27,4

In het kader van de “10%-bandbreedte”-benadering (zie “Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband” in de “Grondslagen voor de

opstelling van de jaarrekening”) zijn in 2007 in de winst- en verliesrekening geen actuariële winsten opgenomen.

Mutaties in de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting zijn als volgt:

	2007 € miljoen	2006 € miljoen
Beginbedrag toegezegd-pensioenverplichting	258,5	223,5
Pensioenkosten	26,5	27,3
Rentekosten	8,6	6,8
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	14,2	10,4
Overige netto mutaties in de verplichtingen voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	2,5	3,7
Betaalde uitkeringen	(2,5)	(2,6)
Actuariële (winsten)/verliezen	(22,0)	(10,6)
Eindbedrag toegezegd-pensioenverplichting	285,8	258,5

Mutaties in de reële waarde van de fondsbeleggingen zijn als volgt:

	2007 € miljoen	2006 € miljoen
Beginbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	195,3	161,2
Verwacht rendement	7,9	6,7
Actuariële winsten/(verliezen)	(4,0)	0,2
Bijdragen gestort door werkgever	16,2	15,4
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	14,1	10,3
Betaalde uitkeringen	(2,2)	(2,2)
Overige netto mutaties in de activa voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	2,5	3,7
Eindbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	229,8	195,3

Bij het opstellen van de waarderingen waarnaar in dit punt van de toelichting wordt verwezen, hebben de actuarissen door de Directie goedgekeurde aannames gehanteerd voor administratieve verwerkings- en verslaggevingsdoeleinden.

De belangrijkste aannames die zijn gehanteerd voor het berekenen van de uit de personeelspensioenregeling voortvloeiende verplichtingen, zijn in de tabel hieronder opgenomen. De actuarissen gebruiken het verwachte rendement op de fondsbeleggingen voor het berekenen van de jaarlijkse kostenpost op de winst- en verliesrekening.

	2007 %	2006 %
Disconteringsvoet	5,30	4,60
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	6,50	6,00
Toekomstige salarisverhogingen	2,00	2,00
Toekomstige pensioenverhogingen	2,00	2,00

13 VOORZIENINGEN

Per 31 december 2005 heeft de Raad van Bestuur, rekening houdend met de grote wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's waaraan de ECB blootstaat en met de omvang van haar herwaarderingsrekeningen, het passend geacht een voorziening op te zetten tegen deze risico's. Deze voorziening zal worden gebruikt ter dekking van toekomstige gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet door de herwaarderingsrekeningen worden gedekt. Jaarlijks zal op grond van een risicobeoordeling door de ECB worden bezien hoe groot deze voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet. Bij deze beoordeling wordt een aantal factoren in aanmerking genomen, met inbegrip van met name de hoeveelheid risicodragende financiële activa, de omvang van de risico's die zich in het lopende boekjaar hebben geconcretiseerd, de verwachte resultaten voor het komende jaar en een consistent toegepaste risicobeoordeling waarbij Value at Risk-cijfers (VaR-cijfers) voor risicodragende activa worden berekend.¹⁰ De voorziening mag, samen met het in het algemene reservefonds aangehouden bedrag, niet hoger zijn dan de waarde van het kapitaal van de ECB dat door de

¹⁰ Zie ook Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag van de ECB.

nationale centrale banken van het eurogebied is volgestort.

Per 31 december 2006 bedroeg de voorziening tegen wisselkoers, rente- en goudprijrisico's €2.371.395.162. Overeenkomstig Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB heeft Banka Slovenije per 1 januari 2007 een bedrag van €10.947.042 aan de voorziening bijgedragen. In het licht van de resultaten van zijn beoordeling heeft de Raad van Bestuur besloten per 31 december 2007 een aanvullend bedrag van €286.416.109 naar de voorziening over te dragen, waardoor de omvang ervan tot €2.668.758.313 steeg en de netto winst, net als in 2006, tot precies nul werd gereduceerd.

Onder deze post vallen tevens een passende voorziening tegen de contractuele verplichting van de ECB om haar huidige kantoorgebouwen in hun oorspronkelijke staat terug te brengen wanneer zij deze verlaat en naar haar definitieve locatie verhuist, en diverse andere voorzieningen.

14 HERWAARDERINGSREKENINGEN

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsaldi uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa en passiva. Overeenkomstig Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB heeft Banka Slovenije per 1 januari 2007 een bedrag van €26 miljoen aan deze saldi bijgedragen.

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Goud	5.830.485.388	4.861.575.989	968.909.399
Deviezen	0	701.959.896	(701.959.896)
Waardepapieren	338.524.183	14.909.786	323.614.397
Totaal	6.169.009.571	5.578.445.671	590.563.900

De voor de eindejaarserwaarding gebruikte deviezenwisselkoersen waren de volgende:

Wisselkoersen	2007	2006
Amerikaanse dollars per euro	1,4721	1,3170
Japanse yen per euro	164,93	156,93
Euro per SDR	1,0740	1,1416
Euro per fine ounce goud	568,236	482,688

15 KAPITAAL EN RESERVES

KAPITAAL

(A) VERANDERING VAN DE KAPITAALVERDEELSLEUTEL VAN DE ECB

Op grond van Artikel 29 van de Statuten van het ESCB worden de aandelen van de nationale centrale banken in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB in gelijke mate gewogen aan de hand van de aandelen van de desbetreffende lidstaten in de totale bevolking van de EU en in het bbp, zoals door de Europese Commissie medegedeeld aan de ECB. Deze wegingen worden om de vijf jaar en bij toetreding van nieuwe lidstaten tot de EU aangepast. Op grond van Besluit 2003/517/EG van de Raad van 15 juli 2003 betreffende de statistische gegevens die moeten worden gebruikt voor de aanpassing van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank¹¹ zijn de aandelen van de nationale centrale banken in de verdeelsleutel op 1 januari 2007, bij de toetreding van Bulgarije en Roemenië als nieuwe lidstaten, als volgt aangepast:

¹¹ PB L 181 van 19.7.2003, blz. 43.

	Van 1 mei 2004 tot en met 31 december 2006 %	Vanaf 1 januari 2007 %
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied	71,4908	69,5092
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Subtotaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied	28,5092	30,4908
Totaal	100,0000	100,0000

(B) KAPITAAL VAN DE ECB

Overeenkomstig Artikel 49.3 van de Statuten van het ESCB, dat bij de Toetredingsakte in de Statuten is ingevoegd, wordt het geplaatste kapitaal van de ECB automatisch verhoogd zodra een land lidstaat van de EU wordt en de respectieve nationale centrale bank deel gaat uitmaken van het ESCB. De verhoging wordt bepaald door het op dat moment geldende bedrag van het geplaatste kapitaal (d.w.z. €5,565 miljard per 31 december 2006) te vermenigvuldigen

met de ratio tussen de weging, in het kader van de uitgebreide verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal, van de toetredende nationale centrale bank(en) enerzijds en die van de nationale centrale banken die reeds deel uitmaken van het ESCB anderzijds. Op 1 januari 2007 is derhalve het geplaatste kapitaal van de ECB verhoogd tot €5,761 miljard.

In overeenstemming met Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB en een rechtshandeling die door de Raad van Bestuur op 30 december 2006 is vastgesteld¹² heeft Banka Slovenije per 1 januari 2007 een bedrag van €17.096.556 gestort, welk bedrag de resterende hoeveelheid van haar inschrijving op het kapitaal van de ECB vormt.

Van de nationale centrale banken buiten het eurogebied wordt vereist dat zij 7% van hun geplaatste kapitaal storten als bijdrage aan de operationele kosten van de ECB. Dienovereenkomstig hebben Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en Banca Națională a României per 1 januari 2007 respectievelijk €3.561.869 en €10.156.952 gestort. Met inbegrip hiervan bedroeg de totale bijdrage per einde 2007 €122.952.830. De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB (met inbegrip van inkomsten uit de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem), noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

Het gecombineerde effect van de drie hierboven beschreven ontwikkelingen was dat het volgestorte kapitaal van de ECB is gestegen van €4.089.277.550 op 31 december 2006 tot €4.127.136.230 op 1 januari 2007, zoals in de tabel hieronder weergegeven¹³:

¹² Besluit ECB/2006/30 van de Europese Centrale Bank van 30 december 2006 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door Banka Slovenije, PB L 24 van 31.1.2007, blz. 17.

¹³ Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Totalen in de tabellen van deze paragraaf kunnen door afronding enigszins verschillen.

	Geplaatst kapitaal tot en met 31 december 2006 €	Volgestort kapitaal tot en met 31 december 2006 €	Geplaatst kapitaal vanaf 1 januari 2007 €	Volgestort kapitaal vanaf 1 januari 2007 €
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	141.910.195	141.910.195	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.176.170.751	1.176.170.751	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51.300.686	51.300.686	51.183.397	51.183.397
Bank of Greece	105.584.034	105.584.034	104.659.533	104.659.533
Banco de España	432.697.551	432.697.551	434.917.735	434.917.735
Banque de France	827.533.093	827.533.093	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	726.278.371	726.278.371	721.792.464	721.792.464
Banque centrale du Luxembourg	8.725.401	8.725.401	9.073.028	9.073.028
De Nederlandsche Bank	222.336.360	222.336.360	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	115.745.120	115.745.120	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	98.233.106	98.233.106	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	-	-	18.399.524	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71.711.893	71.711.893	71.708.601	71.708.601
Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied	3.978.226.562	3.978.226.562	4.004.183.400	4.004.183.400
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	-	-	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	81.155.136	5.680.860	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	87.159.414	6.101.159	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	9.927.370	694.916	9.810.391	686.727
Central Bank of Cyprus	7.234.070	506.385	7.195.055	503.654
Latvijas Banka	16.571.585	1.160.011	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.623.661	1.723.656	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	77.259.868	5.408.191	75.700.733	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	3.600.341	252.024	3.583.126	250.819
Narodowy Bank Polski	285.912.706	20.013.889	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	-	-	145.099.313	10.156.952
Banka Slovenije	18.613.819	1.302.967	-	-
Národná banka Slovenska	39.770.691	2.783.948	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	134.292.163	9.400.451	134.298.089	9.400.866
Bank of England	800.321.860	56.022.530	802.672.024	56.187.042
Subtotaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied	1.586.442.685	111.050.988	1.756.469.003	122.952.830
Totaal	5.564.669.247	4.089.277.550	5.760.652.403	4.127.136.230

16 GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM

TOETREDING VAN CYPRUS EN MALTA TOT HET EUROGEBIED

Op grond van Beschikking 2007/503/EG van de Raad van 10 juli 2007, vastgesteld overeenkomstig Artikel 122, lid 2, van het Verdrag, hebben Cyprus en Malta op 1 januari 2008 de eenheidsmunt ingevoerd. In overeenstemming met Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB en de rechtshandelingen die door de Raad van Bestuur op 31 december 2007 zijn vastgesteld¹⁴ hebben de Central Bank of Cyprus en Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta per 1 januari 2008 een bedrag van €6.691.401 respectievelijk €3.332.307 volgestort, welk bedrag de resterende hoeveelheid van hun inschrijving op het kapitaal van de ECB vormt. Overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB hebben de Central Bank of Cyprus en Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta per 1 januari 2008 externe reserves ter waarde van in totaal €109.953.752 aan de ECB overgedragen. Het totale overgedragen bedrag werd bepaald door de eurowaarde van de reeds aan de ECB overgedragen externe reserves, tegen de op 31 december 2007 geldende wisselkoers, te vermenigvuldigen met de ratio tussen het aantal aandelen die de twee centrale banken hadden geplaatst en het aantal reeds door de andere nationale centrale banken zonder derogatie volgestorte aandelen. Deze externe reserves bestonden uit Amerikaanse dollars in contanten en goud in een verhouding van 85 en 15.

De Central Bank of Cyprus en Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta werden elk gecrediteerd met een vordering op de ECB ter waarde van het volgestorte kapitaal en de overgedragen externe reserves. Deze vorderingen zullen op dezelfde manier worden behandeld als de bestaande vorderingen van de andere deelnemende nationale centrale banken (zie onder 11, "Verplichtingen binnen het Eurosysteem").

NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

17 GEAUTOMATISEERD PROGRAMMA VOOR EFFECTENLENINGSTRANSACTIES

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen heeft de ECB een overeenkomst gesloten voor een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, waarbij een daarvoor aangestelde persoon of instelling namens de ECB effectenleningstransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe als geschikt aangewezen tegenpartijen. Per 31 december 2007 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting uit met een waarde van €3,0 miljard (2006: €2,2 miljard) (zie "Transacties met wederinkoop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

18 RENTEFUTURES

In 2007 zijn rentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves en de eigen middelen van de ECB. Per 31 december 2007 liepen de volgende transacties:

Deviezenrentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	5.932.333.678
Verkopen	2.105.780.978

Eurorentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	25.000.000
Verkopen	190.600.000

¹⁴ Besluit ECB/2007/22 van de Europese Centrale Bank van 31 december 2007 betreffende de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdragen aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, PB L 28 van 1.2.2008, blz. 36; Overeenkomst van 31 december 2007 tussen de Europese Centrale Bank en de Central Bank of Cyprus betreffende de door de Europese Centrale Bank krachtens Artikel 30.3 van de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank aan de Central Bank of Cyprus toegekende vordering, PB C 29 van 1.2.2008, blz. 4; Overeenkomst van 31 december 2007 tussen de Europese Centrale Bank en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta betreffende de door de Europese Centrale Bank krachtens Artikel 30.3 van de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank aan de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta toegekende vordering, PB C 29 van 1.2.2008, blz. 6.

19 RENTESWAPS

Per 31 december 2007 stonden renteswaps met een contractwaarde van €13 miljoen uit. Deze transacties zijn verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

van dat octrooi ingesteld. Zij is er vast van overtuigd dat zij in geen enkel opzicht inbreuk heeft gemaakt op het octrooi en zal derhalve verweer voeren in inbreukzaken die DSSI bij bevoegde nationale rechters aanhangig maakt.

20 TERMIJNTRANSACTIES IN EFFECTEN

Per 31 december 2007 stonden termijnaankopen in effecten van €113 miljoen en termijnverkopen van €9 miljoen uit. Deze transacties zijn verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

21 DEVIEZENSWAPS EN TERMIJNTRANSACTIES

Per 31 december 2007 stonden vorderingen uit hoofde van deviezenswaps en deviezentermijntransacties ten bedrage van €794 miljoen en verplichtingen ten bedrage van €797 miljoen uit. Deze transacties zijn verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

Daarnaast stonden per 31 december 2007 termijnvorderingen op de nationale centrale banken uit en termijnverplichtingen aan de Federal Reserve in verband met de Term Auction Facility in Amerikaanse dollars die de Federal Reserve heeft ingesteld (zie onder 9, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro").

22 AANHANGIGE RECHTSZAKEN

Document Security Systems Inc. (DSSI) heeft bij het Gerecht van eerste aanleg van de Europese Gemeenschappen een vordering tot schadevergoeding tegen de ECB ingesteld op grond van vermeende inbreuk door de ECB op een octrooi van DSSI¹⁵ bij de productie van eurobankbiljetten. Het Gerecht van eerste aanleg heeft het beroep tot schadevergoeding tegen de ECB verworpen.¹⁶ De ECB heeft momenteel in een aantal landen vorderingen tot vernietiging

¹⁵ Europees octrooi nummer 0 455 750 B1 van DSSI.

¹⁶ Beschikking van het Gerecht van eerste aanleg van 5 september 2007, Document Security Systems, Inc./ECB (T-295/05). Beschikbaar op www.curia.europa.eu.

TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING

23 NETTO RENTEBATEN

RENTEBATEN UIT EXTERNE RESERVES

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de in vreemde valuta luidende activa en passiva, en is als volgt verdeeld:

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	24.052.321	15.399.229	8.653.092
Baten uit geldmarkt-deposito's	196.784.561	195.694.549	1.090.012
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	138.079.630	201.042.718	(62.963.088)
Netto baten uit waardepapieren	1.036.836.752	934.077.489	102.759.263
Netto rentebaten op termijntransacties en swaps in vreemde valuta's	19.766.033	3.853.216	15.912.817
Totale rentebaten uit externe reserves	1.415.519.297	1.350.067.201	65.452.096
Rentelasten op rekeningen-courant	(154.041)	(225.549)	71.508
Repo-overeenkomsten	(60.476.997)	(31.598.416)	(28.878.581)
Netto rentekosten op renteswaps	(891)	0	(891)
Rentebaten uit externe reserves (netto)	1.354.887.368	1.318.243.236	36.644.132

RENTEBATEN UIT DE TOEDELINGEN VAN EUROBANKBIJETTEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post bestaat uit de rentebaten van de ECB uit haar aandeel in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten. De rente op de vorderingen van de ECB ten aanzien van haar aandeel in de bankbiljetten wordt gekweekt tegen de recentste beschikbare marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. De stijging van deze baten in 2007 weerspiegelde zowel de algemene stijging van eurobankbiljetten in omloop als de stijging van de basis-herfinancieringsrente van de ECB. Deze baten worden verdeeld onder de nationale

centrale banken zoals beschreven onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening".

Op basis van het geschatte financiële resultaat van de ECB voor het jaar 2007 heeft de Raad van Bestuur besloten de verdeling van het totaal van deze baten achterwege te laten.

REMUNERATIE VAN VORDERINGEN VAN NATIONALE CENTRALE BANKEN IN VERBAND MET OVERGEDRAGEN EXTERNE RESERVES

De rentevergoedingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen op de ECB ter zake van overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB aan de ECB overgedragen externe reserves worden onder deze post opgenomen.

OVERIGE RENTEBATEN EN OVERIGE RENTELASTEN

Deze posten bestaan hoofdzakelijk uit rentebaten van €3,9 miljard (2006: €2,5 miljard) en rentelasten van €3,8 miljard (2006: €2,4 miljard) ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET/TARGET2-transacties. De rentebaten en -lasten ten aanzien van overige in euro luidende activa en passiva zijn eveneens hier opgenomen.

24 GEREALISEERDE WINSTEN/VERLIEZEN UIT FINANCIËLE TRANSACTIES

De netto gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties in 2007 waren als volgt:

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde koerswinsten/(verliezen) op waardepapieren en rentefutures	69.252.941	(103.679.801)	172.932.742
Netto gerealiseerde wisselkoers en goudprijswinsten	709.294.272	579.060.509	130.233.763
Gerealiseerde winsten uit financiële transacties	778.547.213	475.380.708	303.166.505

25 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren	(15.864.181)	(73.609.623)	57.745.442
Ongerealiseerde verliezen op renteswaps	(18.899)	0	(18.899)
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen	(2.518.369.734)	(644.857.885)	(1.873.511.849)
Totaal	(2.534.252.814)	(718.467.508)	(1.815.785.306)

De wisselkoersverliezen zijn voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de gemiddelde aanschaffingskosten van de door de ECB aangehouden Amerikaanse dollars en Japanse yen tot hun eindejaarswisselkoers na de depreciatie van deze valuta's ten opzichte van de euro gedurende het jaar.

26 NETTO LASTEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2007 €	2006 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies	263.440	338.198	(74.758)
Kosten in verband met provisies en commissies	(885.131)	(884.678)	(453)
Netto lasten uit provisies en commissies	(621.691)	(546.480)	(75.211)

De baten onder deze post omvatten aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen. De lasten hebben te maken met op rekeningen-courant verschuldigde provisies en provisies in verband met de uitoefening van deviezenrentefutures (zie onder 18, "Rentefutures").

27 BATEN UIT AANDELEN EN DEELNEMINGEN

Het op de aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen ontvangen dividend (zie onder 6, "Overige activa") wordt onder deze post opgenomen.

28 OVERIGE BATEN

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de bijdragen van andere centrale banken aan de kosten van een dienstverleningsovereenkomst die de ECB met een externe aanbieder van een IT-netwerk had afgesloten.

29 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van €141,7 miljoen (2006: €133,4 miljoen). De personeelskosten van €1,1 miljoen (2006: €1,0 miljoen) die zijn gemaakt in verband met de bouw van het nieuwe kantoorgebouw voor de ECB zijn gekapitaliseerd en worden niet onder deze post opgenomen. De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de emolumenten van hogere managementfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met het beloningssysteem binnen de Europese Gemeenschappen.

De leden van de Directie ontvangen een basissalaris en aanvullende toelagen voor huisvesting en representatie. In het geval van de President wordt in plaats van een huisvestingstoelage een ambtswoning ter beschikking gesteld, die eigendom is van de ECB. Overeenkomstig de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank hebben leden van de Directie, afhankelijk van hun individuele omstandigheden, recht op een huishoudtoeslag, kindertoeslag en onderwijstoeslag. Op het basissalaris worden een belasting ten gunste van de Europese Gemeenschappen en premies voor de pensioenregeling en de ongevallen en ziektekostenverzekering ingehouden. Toelagen worden niet belast en er wordt geen pensioenpremie op ingehouden. De pensioenregeling van de Directie wordt beschreven in "Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van

het dienstverband” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”.

Het basissalaris voor de leden van de Directie was in het afgelopen jaar als volgt:

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (President)	345.252	338.472
Lucas D. Papademos (Vice-President)	295.920	290.112
Gertrude Tumpel-Gugerell (lid van de Directie)	246.588	241.752
José Manuel González-Páramo (lid van de Directie)	246.588	241.752
Lorenzo Bini Smaghi (lid van de Directie)	246.588	241.752
Otmar Issing (lid van de Directie tot en met mei 2006)	-	100.730
Jürgen Stark (lid van de Directie sinds juni 2006)	246.588	141.022
Totaal	1.627.524	1.595.592

De totale toelagen van de Directie en de bijdragen van de ECB aan hun ongevallen en ziektekostenverzekering bedroegen €579.842 (2006: €557.421), hetgeen neerkomt op emolumenten ter waarde van in totaal €2.207.366 (2006: €2.153.013).

Aan voormalige leden van de Directie worden gedurende een zekere periode na het einde van hun ambtsperiode overgangsbetalingen gemaakt. In 2007 bedroegen deze betalingen en de bijdrage van de ECB aan de ongevallen en ziektekostenverzekering van voormalige leden van de Directie in totaal €52.020 (2006: €292.280). Pensioenbetalingen, met inbegrip van de bijbehorende toelagen, aan voormalige leden van de Directie of de personen die ten laste van hen komen, en bijdragen aan hun ongevallen en ziektekostenverzekering bedroegen in totaal €249.902 (2006: €121.953).

Onder deze post is tevens opgenomen een bedrag van €27,2 miljoen (2006: €27,4 miljoen) in verband met het pensioenstelsel van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband (zie onder 12, “Overige passiva”).

Eind 2007 was het werkelijke *full-time equivalent* aantal personeelsleden op permanente contracten of contracten met een vaste looptijd 1.375¹⁸, met inbegrip van 149 op managementniveau. De verandering in het aantal personeelsleden was in 2007 als volgt:

Van het aantal personeelsleden per 31 december 2007 was het *full-time equivalent* van 79 personeelsleden (2006: 63) op onbetaald of ouderschapsverlof en 21 op moederschapsverlof (2006: 10). Daarnaast was per 31 december 2007 het full-time equivalent van 71 personeelsleden (2006: 70) op kortlopende contracten werkzaam bij de ECB om personeelsleden op onbetaald verlof, ouderschapsverlof of moederschapsverlof te vervangen.

	2007	2006
Per 1 januari	1.342	1.338
Nieuwe personeelsleden ¹	82	54
Zelf vertrokken personeelsleden/afgelopen contracten ²	49	50
Per 31 december	1.375	1.342
Gemiddeld aantal personeelsleden	1.366	1.337

- 1) Deze post omvat tevens de effecten van veranderingen van deeltijds- naar voltijdsarbeidsverbanden.
2) Deze post omvat tevens de effecten van veranderingen van voltijds- naar deeltijdsarbeidsverbanden.

De ECB biedt tevens personeelsleden van andere centrale banken van het ESCB de mogelijkheid tijdelijke opdrachten bij de ECB te vervullen. De kosten daarvan zijn onder deze post opgenomen. Per 31 december 2007 namen 76 personeelsleden van het ESCB aan dit programma deel (2006: 61).

¹⁸ Tot en met 2006 werd in deze toelichting het full-time equivalent van alle permanente contractuele verplichtingen en contractuele verplichtingen met een vaste looptijd gegeven. Besloten is met ingang van 2007 het werkelijke full-time equivalent aantal personeelsleden met permanente contracten of contracten met een vaste looptijd te vermelden, omdat dit relevanter wordt geacht voor de gebruikers van financiële overzichten. De cijfers voor 2006 zijn aan deze wijziging aangepast.

30 BEHEERKOSTEN

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur en onderhoud van kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria van adviseurs en overige diensten en kantooormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeel.

31 PRODUCTIEKOSTEN BANKBILJETTEN

Deze last houdt verband met de kosten van grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen nationale centrale banken om tegemoet te komen aan onverwachte schommelingen in de vraag. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

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/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

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 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 judgment, 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 management, 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 of 31 December 2007 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/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

Deze vertaling van de verklaring van de externe accountant van de ECB wordt door de ECB uitsluitend verschaft ter informatie. In geval van enige discrepantie geldt de Engelse versie van KPMG.

Verklaring van de onafhankelijke accountant

President en Raad van Bestuur
van de Europese Centrale Bank
Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd, welke bestaat uit de balans per 31 december 2007, de winst- en verliesrekening per dezelfde datum, een samenvatting van belangrijke grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening en overige toelichtingen.

De verantwoordelijkheid van de Directie van de Europese Centrale Bank voor de jaarrekening

De Directie is verantwoordelijk voor het opstellen en getrouw weergeven van deze jaarrekening in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde beginselen, die worden uiteengezet in Besluit ECB/2006/17 van de Europese Centrale Bank betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, zoals gewijzigd. Deze verantwoordelijkheid omvat: het opzetten, implementeren en onderhouden van de interne controle die relevant is voor het opstellen en getrouw weergeven van een jaarrekening die vrij is van opgaven die materieel onjuist zijn, hetzij ten gevolge van fraude, hetzij ten gevolge van fouten; het selecteren en toepassen van passende grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening en het maken van financieel-administratieve schattingen die in de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een oordeel te geven over deze jaarrekening. Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met de "International Standards on Auditing". Deze normen bepalen dat wij moeten voldoen aan ethische vereisten en de controle zo plannen en uitvoeren dat wij redelijke zekerheid verkrijgen over het feit of de jaarrekening vrij is van materiële onjuistheden.

Een controle omvat het uitvoeren van procedures om controlegegevens te verkrijgen over de bedragen en boekingen in de jaarrekening. De gekozen procedures hangen af van het oordeel van de accountant, met inbegrip van de beoordeling van de risico's van materiële onjuistheden in de jaarrekening, hetzij ten gevolge van fraude, hetzij ten gevolge van fouten. Bij het maken van dergelijke risicobeoordelingen houdt de accountant rekening met de interne controle die relevant is voor het door de entiteit opstellen en getrouw weergeven van de jaarrekening, om controleprocedures te kunnen opzetten die in de gegeven omstandigheden passend zijn, niet om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne controle door de entiteit. Een controle omvat tevens de evaluatie van de passendheid van de gehanteerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening en de redelijkheid van de door het management gemaakte financieel-administratieve schattingen, alsmede de evaluatie van de algehele presentatie van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de controlegegevens die wij hebben verkregen toereikend en passend zijn om een basis te vormen voor ons controleoordeel.

Oordeel

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de omvang en de samenstelling van het vermogen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2007 en van het resultaat voor het jaar 2007 overeenkomstig de beginselen zoals die door de Raad van Bestuur zijn vastgelegd en die worden uiteengezet in Besluit ECB/2006/17 van de Europese Centrale Bank betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, zoals gewijzigd.

Frankfurt am Main, 26 februari 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

TOELICHTING OP DE VERDELING VAN WINST/ TOEDELING VAN VERLIEZEN

Deze toelichting maakt geen deel uit van de Jaarrekening van de ECB over het jaar 2007.

INKOMSTEN UIT HET AANDEEL VAN DE ECB IN DE TOTALE WAARDE VAN DE BANKBIJETTEN IN OMLOOP

In 2006 zijn, na een besluit van de Raad van Bestuur, uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de bankbiljetten in omloop genoten inkomsten ten bedrage van €1.319 miljoen niet uitgekeerd, om te waarborgen dat de totale winstverdeling van de ECB over het jaar de nettojaarwinst niet zou overstijgen. Zo is ook in 2007 een bedrag van €2.004 miljoen niet uitgekeerd. Beide bedragen bestaan geheel uit alle inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop in de betreffende jaren.

WINSTVERDELING/DEKKING VAN VERLIEZEN

Krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB wordt de nettowinst van de ECB in de onderstaande volgorde overgedragen:

- (a) een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgedragen tot een maximum van 100% van het kapitaal; en
- (b) de resterende nettowinst wordt onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen.

In geval van een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, door de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en tot beloop van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten aan de nationale centrale banken zijn toegeedeeld.¹

In 2007 resulteerde de financiering van de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en

goudprijrisico's ten bedrage van €286 miljoen in een reductie van de nettowinst tot precies nul. Dientengevolge hebben, net als in 2005 en 2006, geen overdrachten naar het algemeen reservefonds of winstverdeling onder de aandeelhouders van de ECB plaatsgevonden. Het was tevens niet nodig een verlies te compenseren.

¹ Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB wordt de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken aan de nationale centrale banken toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2007

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2007 ¹	31 DECEMBER 2006
1 Goud en goudvorderingen	201.545	176.768
2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	135.133	142.288
2.1 Vorderingen op het IMF	9.058	10.658
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	126.075	131.630
3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	41.973	23.404
4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	13.835	12.292
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	13.835	12.292
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetairebeleidstransacties, luidende in euro	637.175	450.541
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	368.606	330.453
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	268.476	120.000
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	91	88
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	2	0
6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	23.898	11.036
7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	96.044	77.614
8 Overheidsschuld, luidende in euro	37.063	39.359
9 Overige activa	321.315	216.728
Totaal activa	1.507.981	1.150.030

Door afronding kunnen de totalen/subtotalen enigszins verschillen.

¹ De geconsolideerde cijfers per 31.12.2007 hebben tevens betrekking op Banka Slovenije, dat sinds 01.01.2007 lid is van het Eurosysteem.

PASSIVA	31 DECEMBER 2007	31 DECEMBER 2006
1 Bankbiljetten in omloop	676.678	628.238
2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro	379.181	174.051
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	267.335	173.482
2.2 Depositofaciliteit	8.831	567
2.3 Termijndeposito's	101.580	0
2.4 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	1.435	2
3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	126	65
4 Uitgegeven schuldbewijzen	0	0
5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	46.183	53.374
5.1 Overheid	38.116	45.166
5.2 Overige verplichtingen	8.067	8.208
6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	45.095	16.614
7 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2.490	89
8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	15.552	12.621
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	15.552	12.621
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
9 Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF	5.278	5.582
10 Overige passiva	123.174	71.352
11 Herwaarderingsrekeningen	147.122	121.887
12 Kapitaal en reserves	67.102	66.157
Totaal passiva	1.507.981	1.150.030

BIJLAGEN

DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2007 en begin 2008 door de ECB zijn vastgesteld en in het Publicatieblad van de Europese Unie zijn opgenomen. Het Publicatieblad is verkrijgbaar bij het Bureau voor officiële publicaties der Europese Gemeenschappen. Voor een opsomming van alle rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld en die in het Publicatieblad zijn gepubliceerd, wordt verwezen naar het onderdeel “Juridisch kader” op de website van de ECB.

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2007/1	Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 april 2007 houdende vaststelling van de uitvoeringsvoorschriften betreffende gegevensbescherming bij de Europese Centrale Bank	PB L 116 van 4.5.2007, blz. 64
ECB/2007/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 26 april 2007 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees realtime-brutovereenigingssysteem (TARGET2)	PB L 237 van 8.9.2007, blz. 1
ECB/2007/3	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 31 mei 2007 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2004/15 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves	PB L 159 van 20.6.2007, blz. 48
ECB/2007/4	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 31 mei 2007 tot wijziging van Aanbeveling ECB/2004/16 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves	PB C 136 van 20.6.2007, blz. 6
ECB/2007/5	Besluit van de Europese Centrale Bank van 3 juli 2007 tot vaststelling van de regels inzake aanbesteding	PB L 184 van 14.7.2007, blz. 34
ECB/2007/6	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 juli 2007 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2006/28 betreffende het beheer van de externe reserves van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken en de juridische documentatie voor operaties met betrekking tot de externe reserves van de Europese Centrale Bank	PB L 196 van 28.7.2007, blz. 46
ECB/2007/7	Besluit van de Europese Centrale Bank van 24 juli 2007 betreffende de voorwaarden van TARGET2-ECB	PB L 237 van 8.9.2007, blz. 71

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2007/8	Verordening van de Europese Centrale Bank van 27 juli 2007 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van beleggingsfondsen	PB L 211 van 11.8.2007, blz. 8
ECB/2007/9	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 1 augustus 2007 betreffende monetaire statistieken en statistieken inzake financiële instellingen en markten (herschikking)	PB L 341 van 27.12.2007, blz. 1
ECB/2007/10	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 september 2007 tot wijziging van de bijlagen I en II bij Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem	PB L 284 van 30.10.2007, blz. 34
ECB/2007/11	Verordening van de Europese Centrale Bank van 9 november 2007 met betrekking tot overgangsbepalingen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de Europese Centrale Bank na de invoering van de euro in Cyprus en Malta	PB L 300 van 17.11.2007, blz. 44
ECB/2007/12	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 15 november 2007 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Central Bank of Cyprus	PB C 277 van 20.11.2007, blz. 1
ECB/2007/13	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 15 november 2007 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2002/7 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot financiële kwartaalrekeningen	PB L 311 van 29.11.2007, blz. 47
ECB/2007/14	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 15 november 2007 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2005/5 inzake de statistische rapportageverplichtingen van de Europese Centrale Bank en de procedures voor het uitwisselen van statistische gegevens binnen het Europees Stelsel van centrale banken op het gebied van statistieken betreffende overheidsfinanciën	PB L 311 van 29.11.2007, blz. 49
ECB/2007/15	Besluit van de Europese Centrale Bank van 22 november 2007 tot wijziging van Besluit ECB/2001/16 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002	PB L 333 van 19.12.2007, blz. 86

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2007/16	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 23 november 2007 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2008	PB L 317 van 5.12.2007, blz. 81
ECB/2007/17	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 29 november 2007 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	PB L 304 van 15.12.2007, blz. 1
ECB/2007/18	Verordening van de Europese Centrale Bank van 29 november 2007 houdende wijziging van Verordening ECB/2001/13 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen	PB L 330 van 15.12.2007, blz. 20
ECB/2007/19	Besluit van de Europese Centrale Bank van 7 december 2007 houdende wijziging van Besluit ECB/2001/15 van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten	PB L 1 van 4.1.2008, blz. 7
ECB/2007/20	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 17 december 2007 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2006/16 betreffende het juridische kader ten behoeve van de financiële administratie en verslaglegging in het Europees Stelsel van centrale banken	PB L 42 van 16.2.2008, blz. 85
ECB/2007/21	Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 december 2007 tot wijziging van Besluit ECB/2006/17 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank	PB L 42 van 16.2.2008, blz. 83
ECB/2007/22	Besluit van de Europese Centrale Bank van 31 december 2007 betreffende de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	PB L 28 van 1.2.2008, blz. 36
ECB/2008/1	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 28 januari 2008 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van Suomen Pankki	PB C 29 van 1.2.2008, blz. 1

DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

Onderstaand bevindt zich een overzicht van de adviezen die in 2007 en begin 2008 door de ECB zijn uitgebracht ingevolge Artikel 105, lid 4, van het Verdrag en Artikel 4 van de Statuten van het ESCB, Artikel 112, lid 2, onder b, van het Verdrag en Artikel 11.2 van de Statuten van het

ESCB. Voor een overzicht van alle adviezen die de ECB sinds haar oprichting heeft uitgebracht wordt verwezen naar de website van de ECB.

(a) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een lidstaat¹

Nummer ²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2007/1	Cyprus	Het juridische kader voor de aanneming van de euro en een soepele omschakeling
CON/2007/2	Hongarije	De vaststelling van een systeem voor directe rapportage voor betalingsbalansstatistieken
CON/2007/3	Ierland	Door activa gedekte effecten
CON/2007/5	Slovenië	De uitgifte van gedenkpenningen en euromuntstukken voor verzamelaars
CON/2007/6	Duitsland	Een wijziging van de Statuten van de Deutsche Bundesbank betreffende het aantal leden van de directie en hun benoeming
CON/2007/7	Nederland	Het toezicht op afwikkelingsdiensten
CON/2007/8	Tsjechië	Bepaalde taken van Česká národní banka op het gebied van consumentenbescherming
CON/2007/10	Hongarije	Wijzigingen van de wet betreffende het voorkomen en bestrijden van het witwassen van geld die verband houden met de sancties en de toezichtregelingen en de toepassing ervan op de nationale centrale bank
CON/2007/12	Letland	Monetaire-beleidsinstrumenten en het effectenafwikkelingssysteem van Latvijas Banka
CON/2007/13	Griekenland	Wijzigingen van de statuten van de Bank of Greece ter aanpassing aan ontwikkelingen in het stelsel van zekerheidsstelling van het Eurosysteem en ter waarborging van de goede werking van betalingssystemen
CON/2007/14	Hongarije	Wijzigingen van de statuten van Magyar Nemzeti Bank met betrekking tot de structuur en het bestuur van Magyar Nemzeti Bank
CON/2007/15	Griekenland	Het toezicht op kredietinstellingen en financiële instellingen en betreffende beleenbaar onderpand voor monetaire-beleidstransacties

¹ In december 2004 heeft de Raad van Bestuur besloten dat ECB-Adviezen op verzoek van nationale autoriteiten doorgaans onmiddellijk nadat zij zijn vastgesteld en daarna aan de raadplegende autoriteit gecommuniceerd zijn, worden gepubliceerd.

² De raadplegingen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

Nummer ²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2007/16	Malta	De berekening van de reserveverplichtingen en samenhangende procedures
CON/2007/17	Italië	De regelgeving en het toezicht op markten en de werking van de bevoegde onafhankelijke autoriteiten
CON/2007/18	Slovenië	Wijzigingen aan de wet op betalingstransacties betreffende toegang tot gegevens van het register van transactierekeningen
CON/2007/21	Duitsland	De invoering van een nieuw regelgevend kader ter verbetering van het internationale concurrentievermogen van de beleggings-fondsensector, zulks door harmonisering van de wet met Richtlijn 85/611/EEG van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's)
CON/2007/22	Roemenië	Het stelsel van reserveverplichtingen
CON/2007/23	Roemenië	De regulering van niet-bancaire financiële instellingen door de centrale bank
CON/2007/24	Roemenië	De statistische rapportage betreffende activa en passiva die zijn opgenomen op de balans van niet-bancaire financiële instellingen
CON/2007/25	Spanje	Gewijzigde wetgeving betreffende betalings- en effectenafwikkelingssystemen ter voorbereiding van TARGET2
CON/2007/26	Polen	Wijzigingen betreffende bestuur, toezicht en financieringswijze van de deposito-garantieregeling, met name wat betreft de deelname van Narodowy Bank Polski
CON/2007/27	Roemenië	Banca Națională a României's oversight op betalingssystemen, effectenafwikkelings-systemen en betalingsinstrumenten
CON/2007/28	Polen	Regels betreffende het sorteren en verpakken van bankbiljetten en muntstukken
CON/2007/29	Portugal	De invoering van een consumenten-beschermingsregeling binnen het kader van de rol als toezichthouder van Banco de Portugal
CON/2007/31	Polen	De hervorming van het financieel toezicht, met name aangaande Narodowy Bank Polski

Nummer²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2007/32	Duitsland	De modernisatie van de toezichtstructuur van de Federale Financiële Toezichthouder (BaFin)
CON/2007/33	Oostenrijk	De hervorming van het financiële toezicht
CON/2007/34	Polen	Wijzigingen van het stelsel van minimum-reserves in verband met de splitsing van banken
CON/2007/36	Slovenië	Nieuwe taken voor Banka Slovenije met betrekking tot het voorkomen van witwassen van geld
CON/2007/37	België	De implementatie van de afschaffing van effecten aan toonder betreffende door de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique uitgegeven aandelen
CON/2007/38	Slovenië	Het toezicht op cash valutatransacties
CON/2007/39	Cyprus	De werkingssfeer van de bescherming van het wettig betaalmiddel tegen namaak en andere illegale activiteiten
CON/2007/40	Bulgarije	De invoering van een vergunningstelsel voor entiteiten die geldoverboekingsdiensten verlenen
CON/2007/41	Duitsland	Rapportagebepalingen betreffende betalingen en directe investeringen in binnenlandse en buitenlandse economische territoria in samenhang met het totstandbrengen van de gemeenschappelijke betalingsruimte (SEPA)
CON/2007/43	Slowakije	Het rechtskader ter voorbereiding van de aanneming van de euro
CON/2008/1	Cyprus	De reproductiecontrole op eurobankbiljetten en euromunten in Cyprus
CON/2008/2	Tsjechië	De verdeling van bevoegdheden tussen Česká národní banka en het Ministerie van Financiën ter voorbereiding en indiening bij de regering van bepaalde wetsontwerpen
CON/2008/3	Duitsland	Wetgeving inzake muntstukken
CON/2008/4	Zweden	De gewijzigde statuten van Sveriges Riksbank betreffende het mandaat van haar directieleden
CON/2008/5	Polen	Wijzigingen in het bestuur, toezicht en financieringswijze van het depositobeschermingsstelsel, met name tot betrekking tot de deelname van Narodowy Bank Polski
CON/2008/46	Portugal	De beginselen, regels en structuur van het Nationale Statistische Stelsel en de rol van Banco de Portugal
CON/2008/7	Roemenië	Wijzigingen van de wetten op cheques, wissels en promessen
CON/2008/8	Frankrijk	De gevolgen van de gewijzigde status van Saint-Martin en Saint-Barthélemy onder Frans recht voor hun monetaire regime

(b) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een Europese instelling³

Nummer⁴	Raadplegende instelling	Betreft	PB-verwijzing
CON/2007/4	EU-Raad	De invoering van een nieuwe comitologie-procedure in acht richtlijnen van het Actieplan Financiële Dienstverlening	PB C 39 van 23.2.2007, blz. 1
CON/2007/9	EU-Raad	Een Verordening betreffende vacaturestatistieken in de Gemeenschap	PB C 86 van 20.4.2007, blz. 1
CON/2007/11	EU-Raad	De inventarisatie van Europese kritieke infrastructuur en de aanmerking van infrastructuur als Europese kritieke infrastructuur	PB C 116 van 26.5.2007, blz. 1
CON/2007/19	EU-Raad	De invoering van de euro in Cyprus en Malta en de omrekeningskoersen naar de euro voor het Cypriotische pond en de Maltese lira	PB C 160 van 13.7.2007, blz. 1
CON/2007/20	EU-Raad	Het mandaat van de Intergouvernementele Conferentie om een Verdrag vast te stellen om de bestaande Verdragen te wijzigen	PB C 160 van 13.7.2007, blz. 2
CON/2007/30	EU-Raad	Monstername, vervanging en kwaliteitsaanpassing betreffende geharmoniseerde indexcijfers van de consumtieprijzen (HICP)	PB C 248 van 23.10.2007, blz. 1
CON/2007/35	EU-Raad	Een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende de Europese statistiek	PB C 291 van 5.12.2007, blz. 1
CON/2007/42	EU-Raad	Het toestaan van het vervoer van valse bankbiljetten en munten tussen de bevoegde nationale instanties, alsook tussen EU-instellingen en -organen als een maatregel voor de detectie van vervalsingen	PB C 27 van 31.1.2008, blz. 1

3 Deze worden tevens gepubliceerd op de website van de ECB.

4 De raadplegingen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM¹

12 JANUARI EN 2 FEBRUARI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,25%, 3,25% en 1,25%.

6 JULI 2006

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,75%, 3,75% en 1,75%.

2 MAART 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 8 maart 2006 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 2,50%, alsook de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 8 maart 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 3,50% en 1,50%.

3 AUGUSTUS 2006

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 9 augustus 2006 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 3,0%. Daarnaast besluit de Raad de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 9 augustus 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,0% en 2,0%.

6 APRIL EN 4 MEI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,50%, 3,50% en 1,50%.

31 AUGUSTUS 2006

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,0%, 4,0% en 2,0%.

8 JUNI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 15 juni 2006 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 2,75%, alsook de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 15 juni 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 3,75% en 1,75%.

5 OKTOBER 2006

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 11 oktober 2006 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 3,25%. Daarnaast besluit de Raad de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 11 oktober 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,25% en 2,25%.

¹ Het overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem tussen 1999 en 2005 is te vinden in de Jaarverslagen van de ECB voor die jaren.

2 NOVEMBER 2006

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%.

7 DECEMBER 2006

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 13 december 2006 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 3,50%. Daarnaast besluit de Raad de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 13 december 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,50% en 2,50%.

21 DECEMBER 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het toewijzingsbedrag voor elk van de langerlopende herfinancieringstransacties die in het jaar 2007 zullen worden verricht, te verhogen van EUR 40 miljard naar EUR 50 miljard. Dit verhoogde bedrag houdt rekening met de volgende aspecten: de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen van het eurogebied is de afgelopen jaren sterk gegroeid en de verwachting is dat deze in 2007 verder zal toenemen. Het Eurosysteem heeft daarom besloten het deel van de liquiditeitsbehoefte waarin door de langerlopende herfinancieringstransacties wordt voorzien, licht te verhogen. Het Eurosysteem zal echter het grootste deel van de liquiditeit blijven verschaffen door middel van zijn basisherfinancieringstransacties. De Raad van Bestuur kan besluiten het toewijzingsbedrag aan het begin van 2008 wederom aan te passen.

11 JANUARI EN 8 FEBRUARI 2007

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente voor de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,50%, 4,50 % en 2,50%.

8 MAART 2007

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 14 maart 2007 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 3,75%. Daarnaast besluit de Raad de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 14 maart 2007 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,75% en 2,75%.

12 APRIL EN 10 MEI 2007

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,75%, 4,75% en 2,75%.

6 JUNI 2007

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 13 juni 2007 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 4%. Daarnaast besluit de Raad de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 13 juni 2007 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 5% en 3%.

**5 JULI, 2 AUGUSTUS, 6 SEPTEMBER, 4 OKTOBER,
8 NOVEMBER, 6 DECEMBER 2007, 10 JANUARI,
7 FEBRUARI EN 6 MAART 2008**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 4,00%, 5,00% en 3,00%

PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2007

De volgende lijst bevat een selectie uit de door de Europese Centrale Bank sinds januari 2007 gepubliceerde documenten. De lijst bevat alleen Working Papers die in de periode december 2007 en februari 2008 gepubliceerd zijn. Tenzij anders aangegeven kunt u bij voldoende voorraad gedrukte exemplaren van deze publicaties aanvragen of zich op toezending daarvan abonneren door een e-mail te sturen naar info@ecb.int.

Een volledige lijst publicaties van de Europese Centrale Bank en het Europees Monetair Instituut is te vinden op de website van de ECB (<http://www.ecb.europa.eu>).

JAARVERSLAG

“Jaarverslag 2006”, april 2007.

CONVERGENTIEVERSLAG

Convergentieverslag, mei 2007.

ARTIKELEN IN HET MAANDBERICHT

- “The enlarged EU and euro area economies”, januari 2007.
- “Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade”, januari 2007.
- “Putting China’s economic expansion in perspective”, januari 2007.
- “Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, februari 2007.
- “The EU arrangements for financial crisis management”, februari 2007.
- “Migrant remittances to regions neighbouring the EU”, februari 2007.
- “Communicating monetary policy to financial markets”, april 2007.
- “Output growth differentials in the euro area: sources and implications”, april 2007.
- “From government deficit to debt: bridging the gap”, april 2007.
- “Measured inflation and inflation perceptions in the euro area”, mei 2007.
- “Competition in and economic performance of the euro area services sector”, mei 2007.
- “Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe”, mei 2007.
- “Share buybacks in the euro area”, mei 2007.
- “Interpreting monetary developments since mid-2004”, juli 2007.
- “Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling”, juli 2007.
- “Adjustment of global imbalances in a financially integrating world”, augustus 2007.
- “The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area”, augustus 2007.
- “Leveraged buyouts and financial stability”, augustus 2007.
- “Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants”, oktober 2007.
- “The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem”, oktober 2007.
- “Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes”, oktober 2007.
- “The stock market’s changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy”, november 2007.
- “The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area”, november 2007.

- “Productivity developments and monetary policy”, januari 2008.
- “Globalisation, trade and the euro area macroeconomy”, januari 2008.
- “The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, januari 2008.
- “The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, februari 2008.
- “Securitisation in the euro area”, februari 2008.
- “The new euro area yield curves”, februari 2008.

STATISTISCH ZAKBOEK

Verkrijgbaar sinds augustus 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 “Privileges and immunities of the European Central Bank” door G. Gruber en M. Benisch, juni 2007.
- 2 “Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States” door K. Drēviņa, K. Laurinavičius en A. Tupits, juli 2007.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 55 “Globalisation and euro area trade: interactions and challenges” door U. Baumann en F. di Mauro, februari 2007.
- 56 “Assessing fiscal soundness: theory and practice” door N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother en J.-P. Vidal, maart 2007.
- 57 “Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe” door S. Herrmann en E. K. Polgar, maart 2007.
- 58 “Long-term growth prospects for the Russian economy” door R. Beck, A. Kamps en E. Mileva, maart 2007.
- 59 “The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) - A review after eight years’ experience” door C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler en T. Rautanen, april 2007.
- 60 “Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa” door U. Böwer, A. Geis en A. Winkler, april 2007.
- 61 “Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States - A production function approach” door O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini en T. Zumer, april 2007.
- 62 “Inflation-linked bonds from a central bank perspective” door J. A. Garcia en A. van Rixtel, juni 2007.
- 63 “Corporate finance in the euro area - including background material” door the Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, juni 2007.
- 64 “The use of portfolio credit risk models in central banks” door the Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB, juli 2007.
- 65 “The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations” door F. Coppens, F. González en G. Winkler, juli 2007.
- 66 “Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature” door N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert en G. Vitale, juli 2007.

- 67 “Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics - the experience of the European compilers” door J.-M. Israël en C. Sánchez Muñoz, juli 2007.
- 68 “The securities custody industry” door D. Chan, F. Fontan, S. Rosati en D. Russo, augustus 2007.
- 69 “Fiscal policy in Mediterranean countries – Developments, structures and implications for monetary policy” door M. Sturm en F. Gurtner, augustus 2007.
- 70 “The search for Columbus’ egg: Finding a new formula to determine quotas at the IMF” door M. Skala, C. Thimann en R. Wölfinger, augustus 2007.
- 71 “The economic impact of the Single Euro Payments Area” door H. Schmiedel, augustus 2007.
- 72 “The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe” door P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou en M. Lo Duca, september 2007.
- 73 “Reserve accumulation: objective or by-product?” door J. O. de Beaufort Wijnholds en L. Søndergaard, september 2007.
- 74 “Analysis of revisions to general economic statistics” door H. C. Dieden en A. Kanutin, oktober 2007.
- 75 “The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area” edited door P. Moutot en gecoördineerd door D. Gerdesmeier, A. Lojschová en J. von Landesberger, oktober 2007.
- 76 “Prudential and oversight requirements for securities settlement” door D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou en S. Rosati, november 2007.
- 77 “Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing” door E. Mileva en N. Siegfried, november 2007.
- 78 “A framework for assessing global imbalances” door T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora en R. Straub, januari 2008.
- 79 “The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues” door P. Moutot, A. Jung en F. P. Mongelli, januari 2008.
- 80 “China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?” door M. Bussière en A. Mehl, januari 2008.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin, No 6, juni 2007.

WORKING PAPER SERIES

- 836 “Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters” door J. A. García en A. Manzanares, december 2007.
- 837 “Monetary policy and core inflation” door M. Lenza, december 2007.
- 838 “Securitisation and the bank lending channel” door Y. Altunbas, L. Gambacorta en D. Marqués, december 2007.
- 839 “Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries” door M. M. Habib en M. Manolova Kalamova, december 2007.
- 840 “Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWF procedure” door P. Du Caju, C. Fuss en L. Wintr, december 2007.
- 841 “Should we take inside money seriously?” door L. Stracca, december 2007.
- 842 “Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies” door G. Ferrucci en C. Miralles, december 2007.

- 843 “Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges” door T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula en J.-P. Vidal, december 2007.
- 844 “Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU” door A. Afonso en D. Furceri, december 2007.
- 845 “Run-prone banking and asset markets” door M. Hoerova, december 2007.
- 846 “Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data” door C. Altavilla en M. Ciccarelli, december 2007.
- 847 “Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union” door G. Ottaviano, D. Taglioni en F. di Mauro, december 2007.
- 848 “Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU” door A. Afonso en J. González Alegre, januari 2008.
- 849 “Government size, composition, volatility and economic growth” door A. Afonso en D. Furceri, januari 2008.
- 850 “Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling” door G. Camba-Méndez en G. Kapetanios, januari 2008.
- 851 “Investigating inflation persistence across monetary regimes” door L. Benati, januari 2008.
- 852 “Determinants of economic growth: will data tell?” door A. Ciccone en M. Jarocinski, januari 2008.
- 853 “The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited” door M. Hagedorn en I. Manovskii, januari 2008.
- 854 “How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins” door C. Fuss, januari 2008.
- 855 “Assessing the factors behind oil price changes” door S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann en M. Mann, januari 2008.
- 856 “Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors” door R. Christopoulou en P. Vermeulen, januari 2008.
- 857 “Housing and equity wealth effects of Italian households” door C. Grant en T. Peltonen, januari 2008.
- 858 “International transmission and monetary policy cooperation” door G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets en R. Straub, januari 2008.
- 859 “Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives” door F. Fornari, januari 2008.
- 860 “Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model” door M. Sánchez, januari 2008.
- 861 “Income distribution determinants and public spending efficiency” door A. Afonso, L. Schuknecht en V. Tanzi, januari 2008.
- 862 “Stock market volatility and learning” door K. Adam, A. Marcet en J. P. Nicolini, februari 2008.
- 863 “Population ageing and public pension reforms in a small open economy” door C. Nickel, P. Rother en A. Theophilopoulou, februari 2008.
- 864 “Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects” door A. Afonso en M. St. Aubyn, februari 2008.
- 865 “Explaining the Great Moderation: it is not the shocks” door D. Giannone, M. Lenza en L. Reichlin, februari 2008.
- 866 “VAR analysis and the Great Moderation” door L. Benati en P. Surico, februari 2008.
- 867 “Do monetary indicators lead euro area inflation?” door B. Hofmann, februari 2008.
- 868 “Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings” door M. Ehrmann en M. Fratzscher, februari 2008.

- 869 “The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data” door N. Cassola, februari 2008.
- 870 “Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty” door P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman en R. Pierse, februari 2008.
- 871 “The impact of capital flows on domestic investment in transition economies” door E. Mileva, februari 2008.
- 872 “Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis” door H. Buddelmeyer, G. Mourre en M. Ward, februari 2008.
- 873 “The Feldstein-Horioka fact” door D. Giannone en M. Lenza, februari 2008.
- 874 “How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?” door L. Coroneo, K. Nyholm en R. Vidova-Koleva, februari 2008.
- 875 “Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area” door O. Castrén, S. Déés en F. Zaher, februari 2008.
- 876 “Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?” door M. Andersson en A. D’Agostino, februari 2008.

OVERIGE PUBLICATIES

- “Government finance statistics guide”, januari 2007.
- “Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, januari 2007.
- “Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”, januari 2007.
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, februari 2007.
- “List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves”, februari 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, februari 2007.
- “Euro Money Market Study 2006”, februari 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, februari 2007.
- “Monetary financial institutions and markets statistics sector manual”, maart 2007.
- “Financial integration in Europe”, maart 2007.
- “TARGET2-Securities - The blueprint”, maart 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “TARGET2-Securities - Technical feasibility”, maart 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “TARGET2-Securities - Operational feasibility”, maart 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “TARGET2-Securities - Legal feasibility”, maart 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “TARGET2-Securities - Economic feasibility”, maart 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System”, april 2007.
- “How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins”, april 2007.
- “Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU”, april 2007.
- “TARGET Annual Report 2006”, mei 2007 (slechts on-line beschikbaar).
- “European Union balance of payments: international investment position statistical methods”, mei 2007.
- “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European

Union: statistical tables”, mei 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“The euro bonds and derivatives markets”, juni 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Review of the international role of the euro”, juni 2007.

“Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications”, juni 2007.

“Financial Stability Review”, juni 2007.

“Monetary policy: a journey from theory to practice”, juni 2007.

“Eurosysteem staff macroeconomic projections for the euro area”, juni 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, juli 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Fifth SEPA progress report”, juli 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Potential impact of Solvency II on financial stability”, juli 2007.

“The role of central counterparties - issues related to central counterparty clearing”, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, juli 2007.

“European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, juli 2007.

“Payment and securities settlement systems in the European Union. Vol. 1: euro area countries, vol. 2: non-euro area countries”, (Blue Book), augustus 2007.

“EU banking structures”, oktober 2007.

“TARGET2-Securities progress report”, oktober 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Fifth progress report on TARGET2” met Annex 1 Information guide for TARGET2 users” (version 1.0), Annex 2 “User information guide to TARGET2 pricing” en Annex 3 “TARGET2 compensation scheme, claim form”, oktober 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Euro money market survey”, november 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution”, november 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties”, december 2007.

“Financial Stability Review”, december 2007.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, januari 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Oversight framework for card payment schemes – standards”, januari 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“The role of money - money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006” februari 2008.

BROCHURES

“A single currency: an integrated market infrastructure”, september 2007.

LIJST VAN TERMEN

Deze lijst bevat een selectie van termen die worden gebruikt in het Jaarverslag. Een meer uitgebreide en gedetailleerde terminologielijst is te vinden op de website van de ECB.

Aandelen: effecten die de eigendom van een deelbewijs in een vennootschap vertegenwoordigen. Ze omvatten op beurzen verhandelde aandelen (genoteerde aandelen), niet-genoteerde aandelen en andere vormen van aandelen. Doorgaans genereren aandelen inkomsten in de vorm van dividenden.

Aandelenmarkt: de markt waarin aandelen worden uitgegeven en verhandeld.

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode begint op de verrekeningsdatum van de eerste basis-herfinancieringstransactie die volgt op de vergadering van de **Raad van Bestuur** waarin de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is gepland. Ten minste drie maanden vóór het begin van het jaar publiceert de **Europese Centrale Bank** een kalender van de reserve-aanhoudingsperiodes.

Algemene Raad: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-president van de ECB en de Presidenten van alle NCB's van het **Europees Stelsel van Centrale Banken**.

Basis-herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het Eurosysteem uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een wekelijkse standaardtender en hebben normaliter een looptijd van een week.

Basisrentetarieven van de ECB: de door de **Raad van Bestuur** vastgestelde rentetarieven, die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank** weerspiegelen. Het betreft de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Beheer en controle (corporate governance): regels, procedures en processen waarmee een organisatie wordt bestuurd en gecontroleerd. De beheer- en controlestructuur bepaalt hoe de rechten en verantwoordelijkheden worden verdeeld over de verschillende deelnemers aan de organisatie – zoals de directie, managers, aandeelhouders en andere belanghebbenden – en omschrijft de regels en procedures voor de besluitvorming.

Benchmarkportefeuille: een referentieportefeuille of -index met betrekking tot investeringen die samengesteld is op grond van de doelstellingen inzake liquiditeit, risico en rendement van de investeringen. De benchmarkportefeuille doet dienst als vergelijkingsbasis voor het resultaat van de eigenlijke portefeuille.

Betalingsbalans: een statistisch overzicht waarin verslag wordt uitgebracht over de transacties van een economie met de rest van de wereld gedurende een specifieke periode. De betalingsbalans omvat de transacties inzake goederen, diensten en inkomens, transacties met betrekking tot financiële vorderingen op en verplichtingen aan de rest van de wereld en als overdrachten bestempelde transacties (zoals kwijtschelding van schuld).

Bruto-exploitatieoverschot: het overschot (of tekort) op de outputwaarde van de productieactiviteiten na aftrek van de kosten voor intermediair verbruik, de loonsom van de werknemers en belastingen minus de subsidies op productie, maar vóór het in aanmerking nemen van betalingen en ontvangen inkomsten die verband houden met het lenen/huren of de eigendom van financiële en niet-geproduceerde activa.

Centraal effectendepositosysteem (CEDDS): een entiteit die i) de girale verwerking en afwikkeling van effectentransacties mogelijk maakt en ii) een actieve rol speelt in het verzekeren van de integriteit van uitgegeven effecten. Effecten kunnen worden aangehouden in een materiële (maar geïmmobiliseerde) vorm of in een gedematerialiseerde vorm (enkel als elektronische boekingen).

Centrale overheid: de overheid zoals ze in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie ook overheid).

Centrale tegenpartij: een entiteit die een plaats inneemt tussen de **tegenpartijen** bij contracten op een of meer financiële markten en koper van elke verkoper en verkoper van elke koper wordt.

Correspondentenmodel voor centrale banken (CMCB): een mechanisme dat door het **Eurosysteem** is gecreëerd om **tegenpartijen** in staat te stellen beleenbare activa in een grensoverschrijdende context te gebruiken. In het CMCB treden de NCB's op als bewaarnemer voor elkaar. Iedere NCB houdt een effectenrekening aan voor elk van de andere NCB's (en voor de **Europese Centrale Bank**).

Depositofaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een NCB girale deposito's te plaatsen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

Deviezenswap: gelijktijdige contant- en termijntransacties, waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld.

Directe investeringen: grensoverschrijdende investeringen met het oog op het verwerven van een duurzaam belang in een in een andere economie ingezeten onderneming (in de praktijk wordt uitgegaan van een eigendom die overeenstemt met minstens 10% van de gewone aandelen of stemrechten).

Directie: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie bestaat uit de President en de Vice-president van de ECB en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.

Ecofin-Raad: de vergadering van de EU-Raad in de samenstelling van de Ministers van Economische Zaken en Financiën.

Economisch en Financieel Comité (EFC): een communautair overlegorgaan dat meewerkt aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de **Ecofin-Raad** en de Europese Commissie. De taken van het EFC omvatten het volgen van de economische en financiële toestand van de lidstaten en de Gemeenschap, alsook het toezicht op de begroting.

Economische analyse: een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De economische analyse richt zich primair op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en op de daaruit voortvloeiende risico's op de korte tot middellange termijn voor de prijsstabiliteit vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten tot die tijdshorizons. Gepaste aandacht wordt besteed aan de noodzaak de aard van de schokken die de economie beïnvloeden in kaart te brengen, alsmede hun effecten op het beloop van kosten en prijzen en de vooruitzichten op de korte tot middellange termijn voor hun doorwerken in de economie (zie ook **monetaire analyse**).

Economische en Monetaire Unie (EMU): het proces dat leidde tot de eenheidsmunt (de euro) en het gemeenschappelijke monetaire beleid in het **eurogebied**, alsook tot de coördinatie van het economische beleid van de EU-lidstaten. Zoals bepaald in het Verdrag, voltrok dit proces zich in drie fasen. De derde en laatste fase ging van start op 1 januari 1999 met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank** en de invoering van de euro. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang op de chartale euro op 1 januari 2002.

Effectenafwikkelingsysteem: een overdrachtsysteem voor het afwickelen van effectentransacties. Het omvat alle institutionele regelingen voor de clearing en de afwikkeling van effectentransacties en voor de bewaarneming van effecten.

Effectenverkeer: nettotransacties en/of -posities van ingezetenen van het **eurogebied** in door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten ("activa") en nettotransacties en/of -posities van niet-ingezetenen in door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten ("passiva"). Het betreft aandelen en **schuldbewijzen** (obligaties en notes, en **geldmarkt**instrumenten), met uitzondering van de bedragen die worden geregistreerd in **directe investeringen** of externe reserves.

Effectieve wisselkoersen van de euro (nominaal/reëel): gewogen gemiddelde van bilaterale wisselkoersen van de euro ten opzichte van de valuta's van de belangrijke handelspartners van het **eurogebied**. De **Europese Centrale Bank** publiceert indices van de nominale effectieve wisselkoersen van de euro in vergelijking met twee groepen van handelspartners: een groep van 22 handelspartners (die bestaat uit de 12 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en 10 belangrijke handelspartners buiten de EU) en een groep van 42 handelspartners (die de groep van 22 handelspartners plus 20 andere landen omvat). De gebruikte gewichten weerspiegelen het aandeel van elk partnerland in de handel van het eurogebied en vertegenwoordigen de concurrentie op derde markten. Reële effectieve wisselkoersen zijn nominale effectieve wisselkoersen gedeïflecteerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen of kosten. Ze zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen.

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. De EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende leningen tot de volgende ochtend zonder onderpand, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken.

ERM II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersmechanisme dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen de landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet behoren tot het eurogebied. Het ERM II is een multilateraal stelsel met vaste, maar aanpasbare spilkoersen en een standaard fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder die

spilkoersen. De beslissingen omtrent de spilkoersen en eventueel nauwere fluctuatiemarges worden in onderling overleg genomen door de betrokken EU-lidstaat, de landen van het eurogebied, de **Europese Centrale Bank (ECB)** en andere EU-lidstaten die aan het mechanisme deelnemen. Alle deelnemers aan het ERM II, inclusief de ECB, hebben het recht om een vertrouwelijke procedure tot aanpassing van de spilkoersen op te starten (herschikking).

EURIBOR (euro interbank offered rate): de rente waartegen een primaire bank bereid is kredieten in euro te verlenen aan een andere primaire bank, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met verschillende looptijden van ten hoogste twaalf maanden.

Eurogebied: het gebied dat die lidstaten omvat die de euro als gemeenschappelijke munteenheid hebben aangenomen, overeenkomstig het **Verdrag**, en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Cyprus, Luxemburg, Malta, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Finland.

Europees Monetair Instituut (EMI): een tijdelijke instelling, opgericht bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** op 1 januari 1994. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de **Europese Centrale Bank**, werd het EMI ontbonden.

Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB): bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de NCB's van alle 27 EU-lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** de NCB's omvat van die lidstaten die nog niet aan de euro deelnemen. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB en een derde besluitvormend orgaan van de ECB, de **Algemene Raad**.

Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995): een uitgebreid en geïntegreerd systeem van macro-economische rekeningen op basis van een reeks internationaal overeengekomen statistische concepten, definities, classificaties en boekhoudregels, dat tot doel heeft een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving tot stand te brengen van de economieën van de EU-lidstaten. Het ESR 1995 is de communautaire versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993 (SNA 93).

Europese Centrale Bank (ECB): de ECB bevindt zich in het centrum van het **Eurosysteem** en het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en bezit een eigen rechtspersoonlijkheid in overeenstemming met het Verdrag (Artikel 107(2)). Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd door middel van haar eigen werkzaamheden of door die van de NCB's, zoals voorzien in de Statuten van het ESCB. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur**, de **Directie** en een derde besluitvormend orgaan, de **Algemene Raad**.

Eurosysteem: het centrale-bankstelsel van het **eurogebied**. Het omvat de **Europese Centrale Bank** en de NCB's van de lidstaten die zijn overgegaan op de euro.

Financiële stabiliteit: de toestand waarin het financiële stelsel – dat de financiële intermediairs, de markten en de marktinfastructuren omvat – in staat is om weerstand te bieden aan schokken en financiële onevenwichtigheden weg te werken, en zodoende het risico te beperken dat ernstige verstoringen in het financiële-intermediatieproces de toewijzing van spaargelden aan rendabele investeringsprojecten significant zouden schaden.

Financieringskloof van de niet-financiële vennootschappen: de financieringskloof kan worden gedefinieerd als het saldo van de besparingen van de ondernemingen (via ingehouden winsten en afschrijvingen) en de niet-financiële investeringen van de niet-financiële vennootschappen. Op basis van de financiële rekeningen kan de financieringskloof eveneens worden gedefinieerd als het saldo van de netto-aankopen van financiële activa en de netto-schuldverwerving door niet-financiële vennootschappen. Er bestaan statistische discrepanties tussen de twee maatstaven, als gevolg van verschillen in de bronstatistieken.

“Fine-tuning”-transactie: een door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** die dient om onverwachte fluctuaties in de liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen. De frequentie en de looptijd van de “fine-tuning“-transacties zijn niet gestandaardiseerd.

Geconsolideerde balans van de MFI-sector: wordt verkregen door het salderen van de onderlinge MFI-posities (bijvoorbeeld onderlinge **MFI**-leningen en deposito's) op de geaggregeerde balans van de MFI's. Ze verschaft statistische informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten opzichte van de niet tot die sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (de **overheid** en andere ingezetenen van het eurogebied) en van de niet-ingezetenen van het eurogebied. Het is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de monetaire aggregaten en vormt de basis voor de periodieke analyse van de tegenposten van **M3**.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): een maatstaf van de consumptieprijzen die wordt samengesteld door Eurostat en voor alle EU-lidstaten geharmoniseerd is.

Geldmarkt: de markt waarin kortetermijngelden worden opgehaald, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van ten hoogste een jaar hebben.

Impliciete volatiliteit: de verwachte volatiliteit (standaardafwijking) in het veranderingstempo van de prijs van een activum (bijvoorbeeld een aandeel of een obligatie). Deze volatiliteit kan worden afgeleid uit de prijs en de vervaldag van een activum, de uitoefenprijs van de opties op dit activum, alsook uit het risicoloos rendement, door gebruik te maken van een optieprijsmodel, zoals het model van Black en Scholes.

Internationale investeringspositie (i.i.p.): de waarde en samenstelling van de uitstaande netto financiële vorderingen (of financiële verplichtingen) van een economie ten opzichte van de rest van de wereld.

Kandidaat-lidstaten: landen die bij de EU een toetredingsaanvraag hebben ingediend. De toetredingsonderhandelingen met Kroatië en Turkije hebben een aanvang genomen op 3 oktober 2005, terwijl die met de voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië nog niet zijn begonnen.

Kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen (reëel): de kosten van niet-financiële ondernemingen voor het aantrekken van nieuwe externe middelen. Voor de niet-financiële ondernemingen van het **eurogebied** worden deze kosten berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankkredieten, de kosten van **schuldbewijzen** en de kosten van aandelen, op basis van de uitstaande bedragen (gecorrigeerd voor waarderingseffecten) en gedeftimeerd aan de hand van de verwachte inflatie.

Kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem: het kader dat de procedures, reglementen en technieken omvat die moeten verzekeren dat alle beleenbaar onderpand aan de strenge kredietnormen van het **Eurosysteem** beantwoordt.

Kredietderivaat: een financieel instrument dat het kredietrisico afzondert van een onderliggende financiële transactie, waardoor het kredietrisico apart kan worden gewaardeerd en overgedragen.

Kredietinstelling: i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere opvorderbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of ii) een niet onder i) ressorterende onderneming of elke andere rechtspersoon die betaalmiddelen in de vorm van elektronisch geld uitgeeft.

Kredietrisico: het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen, hetzij op de vervaldag hetzij op enig later tijdstip. Het kredietrisico omvat de risico's betreffende de vervangingskosten en de hoofdsom, alsook het risico dat de verrekenende bank in gebreke blijft.

Kredietverlening van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied: leningen van **MFI's** aan in niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (met inbegrip van de overheid en de particuliere sector) en door MFI's aangehouden effecten (aandelen, andere deelbewijzen en **schuldbewijzen**), uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied.

Langerlopende financiële passiva van de MFI's: deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar, deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden, door **MFI's** in het **eurogebied** uitgegeven **schuldbewijzen** met een oorspronkelijke looptijd van meer dan twee jaar en het kapitaal en de reserves van de MFI-sector in het eurogebied.

Langerlopende herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een maandelijks standaardtender en hebben normaliter een looptijd van drie maanden.

Liquiditeitsrisico: het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen op de vervaldag. Het liquiditeitsrisico betekent niet dat een tegenpartij of deelnemer insolvent is, aangezien deze laatste de vereiste verplichtingen mogelijk kan nakomen op een niet nader omschreven later tijdstip.

Lissabonstrategie: een veelomvattende agenda van structurele hervormingen die in 2000 werd opgesteld door de Europese Raad van Lissabon, met als bedoeling de EU om te vormen tot "de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie ter wereld".

M1: eng monetair aggregaat, dat de geldomloop omvat plus de bij **MFI's** en de **centrale overheid** (bijvoorbeeld de Post of de Schatkist) aangehouden girale deposito's.

M2: een intermediair monetair aggregaat dat **M1** omvat plus de bij de **MFI's** en de **centrale overheid** aangehouden deposito's met een opzegtermijn van ten hoogste drie maanden (kortlopende spaardeposito's) en deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar (kortlopende termijndeposito's).

M3: een ruim monetair aggregaat dat bestaat uit **M2** en verhandelbare instrumenten, voornamelijk **repo-overeenkomsten**, aandelen/participaties in **geldmarkt**fondsen en **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar die door de **MFI's** zijn uitgegeven.

Marginale beleningsfaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om van een NCB krediet tot de volgende ochtend te verkrijgen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

Marktrisico: het risico dat veranderingen in de marktprijzen aanleiding geven tot verliezen (zowel in binnen- als buitenbalansposities).

MFI's (monetaire financiële instellingen): financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten het **Eurosysteem**, ingezeten **kredietinstellingen** (zoals gedefinieerd in de communautaire regelgeving) en alle andere ingezeten financiële instellingen die er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van andere entiteiten dan MFI's en voor eigen rekening (tenminste in economische zin) krediet te verstrekken en/of in effecten te beleggen. De laatstgenoemde groep bestaat hoofdzakelijk uit **geldmarkt**fondsen.

MFI-rentetarieven: de rentevoeten die door ingezeten **kredietinstellingen** en andere **MFI's**, met uitzondering van centrale banken en **geldmarkt**fondsen, worden toegepast op in euro luidende deposito's en leningen ten opzichte van in de landen van het **eurogebied** ingezeten huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

Minimale inschrijvingsrente: de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders voor de **basis-herfinancieringstransacties**. Dit is een van de **basisrentetarieven van de ECB** die de monetaire-beleidskoers weerspiegelen.

Monetair inkomen: het inkomen dat de NCB's bij de uitoefening van de monetaire-beleidstaken van het **Eurosysteem** verkrijgen uit activa die conform de richtlijnen van de **Raad van Bestuur** worden geormerkt en aangehouden als tegenpost voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de depositoverplichtingen aan **kredietinstellingen**.

Monetaire analyse: een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De monetaire analyse draagt bij tot de beoordeling van de middellange- tot langetermijntendensen van de inflatie, gezien de nauwe relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdhorizonten. Ze houdt rekening met de ontwikkelingen in een breed scala van monetaire indicatoren, met inbegrip van M3, de componenten en tegenposten van **M3** (met name krediet) en verschillende maatstaven van overliquiditeit (zie ook **economische analyse**).

Netto externe activa van de MFI's: de externe activa van de **MFI**-sector van het **eurogebied** (zoals goud, bankbiljetten en muntstukken in buitenlandse valuta, door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en aan niet-ingezetenen van het eurogebied verstrekte leningen), minus de externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied (zoals deposito's van niet-ingezetenen van het eurogebied en **repo-overeenkomsten**, alsook de door hen aangehouden aandelen en deelbewijzen in **geldmarkt**fondsen en door MFI's uitgegeven **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar).

Obligatiemarkt: de markt waarin langerlopende **schuldbewijzen** worden uitgegeven en verhandeld.

Onderpand: activa die in pand zijn gegeven of op een andere manier overgedragen (bijvoorbeeld door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (bijvoorbeeld door kredietinstellingen aan centrale banken) in het kader van **repo-overeenkomsten**.

Open-markttransactie: een op initiatief van de centrale bank op de financiële markt uitgevoerde transactie. Wat doelstellingen, frequentie en procedures betreft, kunnen de open-markttransacties van het **Eurosysteem** in vier categorieën worden verdeeld: **basis-herfinancieringstransacties**, **langerlopende herfinancieringstransacties**, **“fine-tuning”-transacties** en structurele transacties. **Transacties met terugkoopverplichting** vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurosysteem en kunnen voor alle vier soorten transacties worden gebruikt. Voor het uitvoeren van structurele transacties beschikt het Eurosysteem bovendien over de uitgifte van schuldbewijzen en rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, terwijl “fine-tuning”-transacties kunnen worden uitgevoerd via rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, **deviezenswaps** en het aantrekken van termijndeposito's.

Optie: een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, specifieke activa (bijvoorbeeld een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) te kopen of te verkopen op of tot een zekere toekomstige datum (de uitoefen- of vervaldatum).

Overheid: volgens de definitie van het **Europees Systeem van Rekeningen 1995** bestaat deze sector uit ingezeten entiteiten die zich in hoofdzaak bezighouden met de productie van niet-marktgoederen en -diensten bestemd voor individueel of collectief gebruik en/of met de herverdeling van het nationale inkomen en het nationale vermogen. De sector omvat de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid, alsook de sociale-verzekeringsinstellingen. Entiteiten in overheidshanden die commerciële transacties uitvoeren, zoals overheidsbedrijven, worden niet tot de algemene overheid gerekend.

Overige financiële intermediairs (OFI's): een onderneming of quasi-onderneming (met uitzondering van verzekeringsinstellingen of pensioenfondsen) met als hoofdfunctie financiële intermediaatiedoor het aangaan van verplichtingen, andere dan in de vorm van chartaal geld, deposito's en/of daarmee vergelijkbare financiële titels bij andere institutionele eenheden dan **MFI's**. Het betreft in het bijzonder instellingen die zich hoofdzakelijk toeleggen op langetermijnfinanciering, zoals financiële lease, instellingen die zijn opgericht voor het aanhouden van geëffectiseerde activa, andere financiële holdings, handelaren in effecten en derivaten (voor eigen rekening), risicokapitaal- en ontwikkelingskapitaalmaatschappijen.

Permanente faciliteit: een centrale-bankfaciliteit waarvan **tegenpartijen** op eigen initiatief gebruik kunnen maken. Het **Eurosysteem** biedt twee permanente faciliteiten met een looptijd tot de volgende ochtend aan, te weten de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

Prijsstabiliteit: het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Eurosysteem**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex** voor het **euromed** van minder dan 2%. De Raad van Bestuur verduidelijkte tevens met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op de middellange termijn, van minder dan maar nabij 2%.

Primair saldo: nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

Procedure bij buitensporige tekorten: artikel 104 van het **Verdrag**, dat nader wordt toegelicht in Protocol nr. 20 inzake de procedure bij buitensporige tekorten, verplicht de EU-lidstaten tot het handhaven van begrotingsdiscipline, omschrijft de criteria voor een begrotingspositie die als een buitensporig tekort wordt beschouwd en bepaalt welke stappen moeten worden ondernomen indien wordt vastgesteld dat niet aan de vereisten voor het begrotingssaldo of de overheidsschuld is voldaan. Artikel 104 wordt aangevuld door Verordening (EG) nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten (zoals gewijzigd bij Verordening (EG) nr. 1056/2005 van de Raad van 27 juni 2005), die deel uitmaakt van het **stabiliteits- en groeipact**.

Projecties: de resultaten van viermaal per jaar uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties door medewerkers van het **Eurostelsel** worden gepubliceerd in juni en december, terwijl de projecties door medewerkers van de **Europese Centrale Bank (ECB)** worden bekendgemaakt in maart en september. Ze maken deel uit van de **economische analyse** van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB en zijn derhalve één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de risico's voor **prijstabiliteit** door de **Raad van Bestuur**.

Raad van Bestuur: het hoogste besluitvormende orgaan van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de Directie van de ECB en de Presidenten van de NCB's van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.

Referentiewaarde voor de groei van M3: het jaarlijkse groeitempo van **M3** dat op middellange termijn overeenstemt met het behoud van de **prijstabiliteit**. Momenteel belooft de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van M3 4½%.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst om effecten te verkopen en ze vervolgens op een vooraf bepaalde datum en tegen een vooraf bepaalde prijs opnieuw aan te kopen.

Reservebasis: de som van de in aanmerking komende balansposten (voornamelijk passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

Reserveratio: een door de centrale bank vastgesteld percentage voor elke categorie in aanmerking komende balansposten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De ratio wordt gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

Reserveverplichtingen: het minimumbedrag aan reserves dat een kredietinstelling bij het **Eurostelsel** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichtingen wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi gedurende een **aanhoudingsperiode**.

RTGS-systeem (real-time gross settlement system): een brutoverrekeningssysteem waarbij betalingsopdrachten één-voor-één en continu verwerkt en verrekend worden (zonder saldering) (zie ook **TARGET**).

Schuldbewijs: een belofte van de emittent (d.w.z. de kredietnemer) om op een bepaald tijdstip of bepaalde tijdstippen in de toekomst een of meerdere betalingen aan de houder (de kredietverstrekker)

te doen. Dergelijke effecten dragen doorgaans een specifieke rente (coupon) en/of worden verkocht op discountbasis. Schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar worden als langlopend beschouwd.

Stabiliteits- en groeipact: Het stabiliteits- en groeipact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke, duurzame groei en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Daartoe schrijft het pact voor dat de lidstaten begrotingsdoelstellingen op de middellange termijn moeten opstellen. Het bevat eveneens concrete bepalingen inzake de **procedure bij buitensporige tekorten**. Het pact omvat de tijdens de Top van Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie van de Europese Raad betreffende het Stabiliteits- en groeipact en twee verordeningen van de Raad, namelijk i) Verordening (EG) nr. 1466/97 van de Raad van 7 juli 1997, over de versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) 1055/2005 van 27 juni 2005, en ii) Verordening (EG) nr. 1467/97 van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de **procedure bij buitensporige tekorten**, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) 1056/2005 van 27 juni 2005. Het stabiliteits- en groeipact wordt aangevuld door het verslag van de **Ecofin-Raad** met als titel “De uitvoering van het stabiliteits- en groeipact verbeteren”, dat werd goedgekeurd door de Europese Raad van Brussel op 22 en 23 maart 2005. Het wordt eveneens aangevuld door de nieuwe gedragscode, met als titel “Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes”, die door de Ecofin-Raad werd goedgekeurd op 11 oktober 2005.

Straight-through processing (STP): de geautomatiseerde “end-to-end”-verwerking van transacties en betalingen, met inbegrip van, in voorkomend geval, de automatische bevestiging, matching, aanmaak, clearing en verrekening van orders.

Systeemrisico: het risico dat het onvermogen van een deelnemer om zijn verplichtingen in een systeem na te komen, ertoe zal leiden dat andere deelnemers hun verplichtingen op de vervaldag niet kunnen nakomen. Dit zou overloopeffecten teweeg kunnen brengen zoals aanzienlijke liquiditeits- of kredietproblemen die de stabiliteit van het financiële systeem in het gedrang zouden kunnen brengen. Een dergelijk in gebreke blijven kan worden veroorzaakt door operationele of financiële problemen.

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): het real-time brutoverrekeningssysteem (**RTGS-systeem**) voor de euro. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit nationale RTGS-systemen, het betalingsmechanisme van de ECB en het koppelingssysteem (interlinking).

TARGET2: een nieuwe generatie van het **TARGET**-systeem dat de vroegere gedecentraliseerde technische structuur vervangt door een gemeenschappelijk platform dat een geharmoniseerde dienstverlening biedt met een uniform tarievenstelsel.

Tegenpartij: de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke partij die een transactie aangaat met de centrale bank).

Transactie met terugkoopverplichting: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

Verdrag: verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (“Verdrag van Rome”). Het Verdrag werd verschillende keren gewijzigd, in het bijzonder door het Verdrag betreffende de Europese Unie (“Verdrag van Maastricht”), dat de grondslag vormde voor de **Economische en Monetaire Unie** en de Statuten van het **ESCB** bevatte.

Verrekeningsrisico: het risico dat de vereffening in een overdrachtsysteem niet volgens verwachting zal plaatshebben, gewoonlijk omdat een partij een of meerdere verrekeningsverplichtingen niet nakomt. Het betreft in het bijzonder het operationeel risico, het **krediet-** en het **liquiditeitsrisico**.

Winstgevendheid (corporate profitability): een maatstaf voor de prestaties van ondernemingen op het vlak van winstgevendheid, hoofdzakelijk in verhouding tot hun omzet, activa of eigen vermogen. Er bestaan een aantal verschillende ratio's inzake winstgevendheid, gebaseerd op de jaarrekeningen van de ondernemingen, zoals de verhouding van het bedrijfsresultaat (omzet min bedrijfskosten) tot de omzet, de verhouding van het nettoresultaat (bedrijfsresultaat en resultaat uit andere activiteiten, na belastingen, afschrijvingen en buitengewone baten en lasten) tot de omzet, het rendement op de activa (dat het nettoresultaat relateert aan de totale activa) en het rendement op het eigen vermogen (dat het nettoresultaat relateert aan het eigen vermogen). Op macro-economisch niveau wordt als maatstaf voor de winstgevendheid vaak gebruik gemaakt van het **bruto-exploitatieoverschot**, op basis van de nationale rekeningen, bijvoorbeeld in verhouding tot het bbp of de toegevoegde waarde.

ISSN 1561-459X



9 771561 459002