



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSISTEEM

JAARVERSLAG 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

JAARVERSLAG  
2008

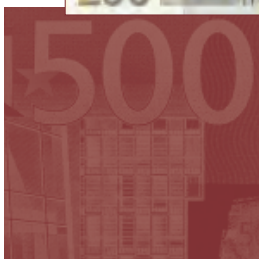
2008





EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM



## JAARVERSLAG 2008

In 2009 verschijnt  
in alle publicaties  
van de ECB  
een motief van  
het bankbiljet  
van €200.

© Europese Centrale Bank, 2009

**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*

*Claudio Hils  
Martin Joppen*

*De afsluitingsdatum voor de in dit  
Verslag voorkomende gegevens was  
27 februari 2009.*

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

# INHOUD

<b>VOORWOORD</b>	<b>9</b>	<b>4 STATISTIEKEN</b>	<b>139</b>
<b>HOOFDSTUK I ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID</b>		4.1 Nieuwe of verbeterde statistieken voor het eurogebied	<b>139</b>
<b>1 MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN</b>	<b>18</b>	4.2 Overige statistische ontwikkelingen	<b>141</b>
<b>2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>25</b>	4.3 De middellange-termijnplanning van de statistische functie van de ECB (2009-12).	<b>142</b>
2.1 Mondiaal macro-economisch klimaat	<b>25</b>	<b>5 ECONOMISCH ONDERZOEK</b>	<b>143</b>
2.2 Monetaire en financiële ontwikkelingen	<b>30</b>	5.1 Prioriteiten en resultaten van wetenschappelijk onderzoek	<b>143</b>
2.3 Prijs- en kostenontwikkelingen	<b>60</b>	5.2 Verspreiding van onderzoeksresultaten: publicaties en conferenties	<b>144</b>
2.4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	<b>70</b>	<b>6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN</b>	<b>146</b>
2.5 Begrotingsontwikkelingen	<b>79</b>	6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	<b>146</b>
2.6 Ontwikkelingen inzake wisselkoersen en betalingsbalansen	<b>89</b>	6.2 Adviesfuncties	<b>146</b>
<b>3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED</b>	<b>98</b>	6.3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	<b>151</b>
<b>HOOFDSTUK 2 CENTRALE-BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN</b>		6.4 Diensten van het Eurosysteem inzake reservebeheer	<b>151</b>
<b>1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN</b>	<b>112</b>	<b>HOOFDSTUK 3 TOETREDING VAN SLOWAKIJE TOT HET EUROGEBIED</b>	
1.1 Monetaire-beleidstransacties	<b>112</b>	<b>1 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN SLOWAKIJE</b>	<b>156</b>
1.2 Valutatransacties	<b>124</b>	<b>2 JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA IN HET EUROSISTEEM</b>	<b>160</b>
1.3 Investeringsactiviteiten	<b>124</b>	<b>3 OPERATIONELE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA IN HET EUROSISTEEM</b>	<b>161</b>
<b>2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN</b>	<b>128</b>	3.1 Monetaire-beleidstransacties	<b>161</b>
2.1 TARGET	<b>128</b>	3.2 Bijdrage aan kapitaal, reserves en externe reserves van de ECB	<b>161</b>
2.2 TARGET2-Securities	<b>130</b>	<b>4 DE OVERGANG OP DE CHARTALE EURO IN SLOWAKIJE</b>	<b>163</b>
2.3 Afwikkelingsprocedures voor onderpand	<b>132</b>		
<b>3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN</b>	<b>134</b>		
3.1 De omloop van bankbiljetten en munten en de geldverwerking	<b>134</b>		
3.2 Vervalsing van bankbiljetten en het bestrijden van valsemunterij	<b>135</b>		
3.3 Productie en uitgifte van bankbiljetten	<b>137</b>		

<b>HOOFDSTUK 4</b>		<b>2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES</b>	
<b>FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE</b>		<b>PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN</b>	<b>207</b>
<b>I FINANCIËLE STABILITEIT</b>	<b>168</b>	<b>HOOFDSTUK 7</b>	
1.1 Toezicht op de financiële stabiliteit	168	<b>EXTERNE COMMUNICATIE</b>	
1.2 Regelingen voor financiële stabiliteit	170	<b>I COMMUNICATIEBELEID</b>	<b>212</b>
<b>2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT</b>	<b>173</b>	<b>2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN</b>	<b>213</b>
2.1 Algemeen	173	<b>HOOFDSTUK 8</b>	
2.2 Bankwezen	174	<b>INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN</b>	
2.3 Effectenwezen	175	<b>JAARREKENING</b>	<b>217</b>
<b>3 FINANCIËLE INTEGRATIE</b>	<b>177</b>	<b>I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN</b>	
<b>4 TOEZICHT OP BETALINGSSYSTEMEN EN</b>		<b>CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB</b>	<b>218</b>
<b>MARKTINFRASTRUCTUREN</b>	<b>182</b>	1.1 Het Eurosysteem en het Europees	
4.1 Hoogwaardige betalingssystemen en aanbieders van infrastructuren	182	Stelsel van Centrale Banken	<b>218</b>
4.2 Retailbetalingssystemen en -betaalinstrumenten	185	1.2 De Raad van Bestuur	<b>219</b>
4.3 Effecten- en derivatenclearing en -afwikkeling	186	1.3 De Directie	<b>222</b>
4.4 Overige activiteiten	188	1.4 De Algemene Raad	<b>224</b>
<b>HOOFDSTUK 5</b>		1.5 Comités van het Eurosysteem/ ESCB, het Begrotingscomité, de Human Resources Conferentie en het IT-Stuurcomité van het Eurosysteem	<b>225</b>
<b>EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN</b>		1.6 Corporate governance	<b>226</b>
<b>I EUROPESE AANGELEGENHEDEN</b>	<b>192</b>	<b>2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>229</b>
1.1 Beleidsaangelegenheden	192	2.1 Human resources	<b>229</b>
1.2 Institutionele aangelegenheden	196	2.2 De Human Resources Conferentie	<b>231</b>
1.3 Ontwikkelingen in en betrekkingen met kandidaatlanden van de EU	196	2.3 Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB	<b>231</b>
<b>2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN</b>	<b>198</b>	2.4 Het Coördinatiebureau voor aanschaffingen door het Eurosysteem	<b>232</b>
2.1 De belangrijkste ontwikkelingen binnen het internationale monetaire en financiële stelsel	198	<b>3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB</b>	<b>233</b>
2.2 Samenwerking met landen buiten de EU	201	<b>4 JAARREKENING VAN DE ECB</b>	<b>234</b>
<b>HOOFDSTUK 6</b>		Managementverslag voor het jaar 2008	<b>235</b>
<b>VERANTWOORDING</b>		Balans per 31 december 2008	<b>238</b>
<b>I VERANTWOORDING TEN OPZICHT VAN HET ALGEMENE PUBLIEK EN HET EUROPEES PARLEMENT</b>	<b>206</b>	Winst- en verliesrekening over het jaar 2008	<b>240</b>
		Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	<b>241</b>
		Toelichting op de balans	<b>247</b>
		Toelichting op de winst- en verliesrekening	<b>262</b>
		Verklaring van de onafhankelijke accountant	<b>267</b>

Toelichting op de verdeling van winst/ toedeling van verliezen	<b>269</b>	2 Ontwikkelingen op de geldmarkt van het eurogebied tegen de achtergrond van de financiële beroering	<b>35</b>
<b>5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2008</b>	<b>270</b>	Grafiek A ECB-rentetarieven en daggeldrente	<b>37</b>
<b>BIJLAGEN</b>	<b>273</b>	Grafiek B Impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR- futures met vervaldatum in maart 2009	<b>38</b>
<b>DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN</b>	<b>274</b>	3 Volatiliteit en liquiditeit op de aandelen- en overheidsobligatiemarkten	<b>49</b>
<b>DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHT ADVIEZEN</b>	<b>278</b>	Grafiek A Gerealiseerde volatiliteit van de wekelijkse rendementen op aandelen en obligaties	<b>50</b>
<b>OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSYSTEEM</b>	<b>287</b>	Grafiek B Correlatie tussen de wekelijkse obligatie- en aandelenrendementen	<b>50</b>
<b>OVERZICHT VAN DE COMMUNICATIE VAN DE ECB IN VERBAND MET DE LIQUIDITEITSVOORZIENING IN EURO</b>	<b>290</b>	Grafiek C Handelsvolumes voor futures-contracten op overheidsobligaties	<b>51</b>
<b>PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2008</b>	<b>299</b>	Grafiek D Handelsvolumes in aandelenmarkten	<b>51</b>
<b>LIJST VAN TERMEN</b>	<b>305</b>	4 Grondstoffenprijzen en HICP-inflatie	<b>62</b>
<b>LIJST VAN KADERS</b>		Grafiek A Grondstoffenprijzen	<b>63</b>
1 Gevolgen van de spanningen op de financiële markten voor de monetaire ontwikkelingen	<b>31</b>	Grafiek B HICP-inflatie	<b>63</b>
Grafiek A Maandelijkse stromen naar of van aandelen/ deelbewijzen in geldmarktfondsen en kortlopende MFI- schuldbewijzen	<b>31</b>	Grafiek C Geselecteerde subcomponenten van de HICP-dienstencomponent	<b>63</b>
Grafiek B Maandelijkse stromen naar of van chartaal geld en girale deposito's	<b>32</b>	Grafiek D Inflatieverwachtingen voor de langere termijn op basis van enquêtes en de “break even”-inflatie	<b>64</b>
Grafiek C Maandelijkse stromen van leningen aan OFI's, schuldbewijzen aangekocht door MFI's en van de balans afgevoerde MFI-leningen	<b>33</b>	5 Arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied in 2008	<b>75</b>
Grafiek D Door de kredietinstellingen aangehouden activa en leningen aan de particuliere sector	<b>34</b>	Grafiek A Reële bbp-groei en totale werkgelegenheidscreatie in het eurogebied	<b>75</b>
		Grafiek B Opsplitsing van de groei van het aantal gewerkte uren	<b>76</b>
		Grafiek C Opsplitsing van de werkgelegenheidsgroei naar soort van arbeidsovereenkomst	<b>76</b>
		Grafiek D Deeltijdarbeid in het eurogebied	<b>77</b>

6	Ontwikkelingen inzake de uitgifte en de rendementsecarts van overheids-schuldbewijzen in het eurogebied	<b>80</b>	Grafiek A	Liquiditeitsvoorziening via open-markttransacties en gebruik van permanente faciliteiten	<b>115</b>
	Tabel A				
	Groei op jaarbasis van de door de overheden in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen	<b>80</b>	Grafiek B	Ecart tussen de EONIA en de rente op de basis-herfinancieringstransacties	<b>115</b>
	Tabel B				
	Structuur van de uitstaande bedragen aan schuldbewijzen uitgegeven door de overheden in het eurogebied	<b>81</b>	11	Statistische implicaties van de uitbreiding van het eurogebied met Slowakije	<b>159</b>
	Grafiek A		12	Tien jaar EMU	<b>195</b>
	Opsplitsing van de veranderingen in de rentebetalingen voor de periode 1999-2008	<b>82</b>	<b>LIJST VAN TABELLEN</b>		
	Grafiek B		1	Prijzontwikkelingen	<b>61</b>
	Rendementsecarts van overheidsobligaties t.o.v. Duitse overheidsobligaties	<b>82</b>	2	Arbeidskostenindicatoren	<b>68</b>
	Grafiek C		3	Samenstelling van de reële bbp-groei	<b>71</b>
	“Credit default swaps” op overheidsschuld	<b>82</b>	4	Arbeidsmarktontwikkelingen	<b>78</b>
7	Gevolgen van de financiële crisis op de statistische verslaglegging aangaande het overheidstekort en de overheidsschuld	<b>84</b>	5	Begrotingsposities in de landen van het eurogebied en in het eurogebied	<b>79</b>
8	De financiële crisis en het begrotingsbeleid	<b>87</b>	6	Reële bbp-groei in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied	<b>98</b>
9	Recente ontwikkelingen in het concurrentievermogen van het eurogebied	<b>92</b>	7	HICP-inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied	<b>99</b>
	Grafiek A		8	Begrotingsposities in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en in het eurogebied	<b>101</b>
	Nominaal- en reëel-effectieve wisselkoersen van de euro	<b>92</b>	9	Betalingsbalans van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en van het eurogebied	<b>102</b>
	Grafiek B		10	Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten	<b>106</b>
	Wijzigingen in de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren in de landen van het eurogebied	<b>93</b>	11	Betalingsverkeer in TARGET	<b>129</b>
	Grafiek C		12	In 2008 toegewezen bankbiljettenproductiequota	<b>137</b>
	Ontwikkelingen in geharmoniseerde concurrentie-indicatoren binnen en buiten het eurogebied	<b>94</b>	13	Belangrijkste economische indicatoren voor Slowakije	<b>157</b>
10	Monetaire-beleidsacties tijdens de recente periode van volatiliteit op de financiële markten	<b>113</b>	<b>LIJST VAN GRAFIEKEN</b>		
			1	ECB-rentevoeten en geldmarktrente	<b>19</b>
			2a	Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden	<b>25</b>
			2b	Belangrijkste ontwikkelingen in de grote opkomende economieën	<b>27</b>
			3	Belangrijkste ontwikkelingen op de grondstoffenmarkten	<b>29</b>

4	M3 en leningen aan de particuliere sector	<b>30</b>	28	Kwalitatieve inflatieperceptie en inflatieverwachting van de consumenten in het eurogebied	<b>70</b>
5	Belangrijkste componenten van M3	<b>40</b>	29	Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis	<b>71</b>
6	MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en een geldmarktrente	<b>40</b>	30	Vertrouwensindicatoren	<b>73</b>
7	Sectorale deposito's	<b>41</b>	31	Werkloosheid	<b>78</b>
8	Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied	<b>42</b>	32	Begrotingsontwikkelingen, 1999-2009	<b>86</b>
9	Rente op niet door onderpand gedekte geldmarktkredieten	<b>45</b>	33	Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan	<b>91</b>
10	Driemaands EUREPO, EURIBOR en overnight index swap	<b>45</b>	34	Uitvoervolume van het eurogebied naar specifieke handelspartners	<b>91</b>
11	Rendementen op langlopende overheidsobligaties	<b>46</b>	35	Invoerprijzen van buiten het eurogebied	<b>95</b>
12	Nulcoupon-“break even”-inflatie in het eurogebied	<b>48</b>	36	Directe investeringen en effectenverkeer in het eurogebied	<b>96</b>
13	Belangrijkste aandelenkoersindices	<b>52</b>	37	Netto internationale investeringspositie	<b>97</b>
14	Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten	<b>54</b>	38	Ontwikkelingen in ERM II	<b>103</b>
15	MFI-leningen aan huishoudens	<b>55</b>	39	Verloop van de niet tot het ERM II behorende EU-valuta's	<b>104</b>
16	Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen	<b>55</b>	40	Voornaamste ECB-rentetarieven en de EONIA	<b>112</b>
17	Schuld en rentelasten van de huishoudens	<b>56</b>	41	Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2008	<b>118</b>
18	Reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	<b>57</b>	42	Bankbiljettencirculatie	<b>119</b>
19	Opsplitsing van de reële jaarlijkse groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen	<b>58</b>	43	Beleenbaar onderpand naar de verschillende types van activa	<b>122</b>
20	Winstratio's van genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	<b>59</b>	44	Voor krediettransacties van het Eurosysteem ingezet onderpand versus uitstaand krediet in monetaire-beleidstransacties	<b>123</b>
21	Financieringskloof van niet-financiële ondernemingen en belangrijkste componenten daarvan	<b>60</b>	45	Opsplitsing van als onderpand gebruikte activa (met inbegrip van kredietvorderingen) naar type van activum	<b>123</b>
22	Schuldratio's van niet-financiële ondernemingen	<b>60</b>	46	Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2008	<b>134</b>
23	Opsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten	<b>61</b>	47	Waarde eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2008	<b>134</b>
24	Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie	<b>65</b>	48	Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2008	<b>135</b>
25	Opsplitsing industriële producentenprijzen	<b>67</b>	49	Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten in de periode 2002-2008	<b>136</b>
26	Sectorale loonsom per werknemer	<b>69</b>	50	Opsplitsing vervalsingen in 2008 naar coupure	<b>136</b>
27	Beloop van de huizenprijzen in het eurogebied	<b>69</b>			



## 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



In 2008 vierde de Europese Centrale Bank haar tienjarig bestaan. Met een gemiddelde inflatie op jaarbasis van iets boven 2% in het eurogebied zijn de prijzen het afgelopen decennium betrekkelijk stabiel gebleven, in overeenstemming met het mandaat van de ECB om voor prijsstabiliteit te zorgen. Ook de langere-termijninflatieverwachtingen zijn gedurende deze tijd goeddeels verankerd gebleven op niveaus die in overeenstemming waren met prijsstabiliteit, wat de hoge mate van geloofwaardigheid aangeeft die het monetaire beleid van de ECB genoot. Dit succes is tevens het tastbare bewijs van de institutionele robuustheid, samenhang en eensgezindheid van het Eurosysteem – van zijn vermogen te handelen vanuit een waarlijk Europese gedachte, gebaseerd op gedeelde waarden, hoge normen en gemeenschappelijke uitgangspunten. Vanaf het begin is de euro een stabiele munt geweest. De euro wordt thans gebruikt door 329 miljoen medeburgers in 16 landen van het eurogebied, en wordt tevens in brede kring aanvaard op de internationale financiële markten. Ik wil van deze gelegenheid

gebruik maken om de burgers van Slowakije van harte welkom te heten tot het eurogebied. Na de invoering van de euro door Cyprus en Malta in 2008, trad Slowakije op 1 januari 2009 als 16de lid toe tot het eurogebied.

2008 was een uitzonderlijk jaar, dat werd gekenmerkt door buitengewone economische en financiële ontwikkelingen. Vanwege sterke grondstoffenprijsstijgingen steeg de inflatie in de eerste helft van 2008 aanzienlijk, en namen de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit gedurende deze periode toe. De HICP-inflatie op jaarbasis bereikte medio 2008 met 4,0% in zowel juni als juli haar hoogtepunt. Met name waren er steeds meer aanwijzingen voor stijgende loondruk. De monetaire analyse bevestigde de beoordeling dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit overheersten. Ter voorkoming van breedgedragen tweederonde-effecten en ter handhaving van de stevige verankering van de inflatieverwachtingen, verhoogde de Raad van Bestuur van de ECB in juli 2008 zijn basisrentetarieven. Vanaf medio september nam de financiële onrust aanmerkelijk toe en verspreidde deze zich overal ter wereld in toenemende mate naar de reële economie. In combinatie met de krachtige daling van de energie- en andere grondstoffenprijzen, resulteerde dit in een lagere inflatoire druk op mondiaal en eurogebied-niveau. Tegelijkertijd nam de onzekerheid buitengewoon sterk toe, waardoor de liquiditeitsverhoudingen, activaprijzen en balansen negatief werden beïnvloed. Over het geheel genomen impliceerden deze ontwikkelingen aanzienlijk hogere neerwaartse risico's voor de groei en een aanmerkelijk lagere inflatoire druk op de middellange termijn.

Middels een gecoördineerde actie hebben de ECB en andere belangrijke centrale banken op 8 oktober 2008 verlagingen van hun beleidsrentetarieven aangekondigd. Al met al heeft de Raad van Bestuur tussen oktober 2008 en maart 2009 de basisrentetarieven van de ECB met 275 basispunten verlaagd. De daggeldrentes op de geldmarkt daalden gedurende deze periode zelfs nog scherper, aangezien de ECB

de liquiditeitsverschaffing aan de banken in het eurogebied aanzienlijk verruimde. Deze ongekende beslissingen waren in het licht van de dalende inflatoire druk en risico's volledig in overeenstemming met het mandaat van de ECB om de prijsstabiliteit te handhaven. De monetaire analyse wees er op dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit geleidelijk aan het afnemen waren, daar het onderliggende tempo van de monetaire expansie vertraagde, met name in de tweede helft van 2008. De groei van de kredietverlening aan de niet-financiële particuliere sector matigde in de loop van het jaar eveneens, in overeenstemming met de verkrapping van de financieringscondities en zwakkere economische bedrijvigheid.

Al met al kwam de gemiddelde HICP-inflatie voor 2008 ondanks de duidelijke vertraging vanaf het midden van het jaar uit op 3,3%, het hoogste niveau sinds de invoering van de euro. Dit in vergelijking met een inflatie van rond 2% in de voorafgaande jaren. Niettegenstaande de grote schommelingen in de totale inflatie, slaagde de ECB er in met haar monetaire beleid de middellange- en lange-termijninflatieverwachtingen in 2008 stevig verankerd te houden op niveaus die globaal in overeenstemming waren met prijsstabiliteit. Tegelijkertijd vertraagde de reële bbp-groei in het eurogebied in 2008 naar 0,8%, na solide groeicijfers van 2,7% in 2007 en 3,0% in 2006. Waar de economische groei in het eurogebied begin 2008 betrekkelijk veerkrachtig was, verslechterde deze later in het jaar snel ten gevolge van de duidelijke vertraging van de mondiale economische bedrijvigheid.

Wat het begrotingsbeleid betreft, sloeg het relatief gunstige begrotingsbeeld uit de afgelopen jaren in 2008 om naarmate de financiële crisis zich verdiepte en het macro-economische klimaat snel verslechterde. Volgens de tussentijdse prognose van de Europese Commissie van januari 2009, is het gemiddelde overheidstekort in het eurogebied gestegen van 0,6% bbp in 2007 naar 1,7% in 2008, en de verwachting is dat het tekort aanzienlijk verder zal oplopen naar 4,0% bbp in 2009. In oktober

2008 kwamen de landen van het eurogebied overeen gezamenlijk in actie te komen om het bankwezen te stabiliseren, ondermeer door het herkapitaliseren van financiële instellingen en het garanderen van leningen en deposito's. In december 2008 gaf de Europese Raad zijn goedkeuring aan een Europees Economisch Herstelplan dat tot doel heeft het economisch herstel te ondersteunen door de totale vraag te stimuleren en de inspanningen te verhogen gericht op het doorvoeren van de in de Lissabon-strategie voorziene structurele hervormingen. De stijgende begrotingstekorten en schuldquoten alsmede de hoogst onzekere vooruitzichten, vormen een aanzienlijke uitdaging voor het begrotingsbeleid in het eurogebied. Om het vertrouwen van het publiek in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te schragen en terug te keren naar gezonde begrotingsposities, is een geloofwaardige committering aan begrotingsconsolidatie van essentieel belang, waarbij de bepalingen van het Pact voor Stabiliteit en Groei volledig dienen te worden gerespecteerd.

Wat het structuurbeleid betreft, impliceren de aanhoudende zwakte van de economische bedrijvigheid en de grote mate van onzekerheid over de economische vooruitzichten dat de veerkracht van de economie van het eurogebied moeten worden versterkt. Op dit ogenblik is het van essentieel belang een economisch beleid te voeren dat in overeenstemming is met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, en daarbij weerstand te bieden aan protectionistische druk. Bovendien zou door hervormingen van de product- en dienstenmarkten de concurrentie moeten worden bevorderd. Hervorming van de arbeidsmarkt zou moeten bijdragen tot passende loonvorming. Hiermee wordt de werkgelegenheid beschermd en arbeidsmobiliteit tussen sectoren en regio's bevorderd. Dit zal met name van belang zijn voor de gebieden en sectoren die sterk geraakt zijn door de negatieve vraagschok. In verschillende landen is het tevens van wezenlijk belang dat maatregelen worden getroffen ter verhelping van het verlies aan concurrentievermogen dat zich de afgelopen jaren heeft afgetekend.

\*\*\*

In de loop van 2008 namen de problemen in de financiële markten aanzienlijk toe. De eurogeldmarkt bleef gekenmerkt worden door hoge kredietecarts en zeer lage handelsvolumes, ondanks het stabiliserende effect op deze variabelen van de speciale maatregelen die de ECB in 2007 begon te nemen en in 2008 verder uitbreidde. Deze maatregelen bestonden hoofdzakelijk uit het “naar voren halen” van de liquiditeitsverschaffing aan het bankwezen binnen de reserve-aanhoudingsperioden, het verhogen van de gemiddelde looptijd van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem en, in samenwerking met het Federal Reserve System, het verschaffen van in Amerikaanse dollar luidende liquiditeit.

Naarmate de onrust in alle geldmarktsegmenten en voor alle looptijden zich medio september 2008 in hoge mate verscherpte, nam het Eurosysteem verdere liquiditeitsbeheersmaatregelen om er voor te zorgen dat banken in staat bleven zichzelf te herfinancieren. Meer in het bijzonder werd een vaste-rentetenderprocedure met volledige toewijzing goedgekeurd voor basisherfinancieringstransacties en alle langerlopende herfinancieringstransacties, en de lijst met beleenbaar onderpand dat werd geaccepteerd voor herfinancieringstransacties, werd tijdelijk uitgebreid. Bovendien werd de bandbreedte die wordt gevormd door de rentetarieven op de permanente faciliteiten, tijdelijk verkleind. Als gevolg van deze maatregelen bleven banken doorgaans brede toegang houden tot euroliquiditeit, ofschoon de onrust voortduurde, vooral voor de langere looptijden.

\*\*\*

De ECB heeft actief bijgedragen aan de belangrijkste beleids- en regelgevende maatregelen die in 2008 zijn aangenomen ter bestrijding van de financiële crisis en ter versterking van het financiële stelsel. Op mondiaal niveau heeft de ECB deelgenomen aan de beraadslagingen die hebben geleid tot de aanbevelingen van het Financial Stability Forum

aan de Ministers van Financiën en centrale-bankpresidenten van de G7 in april 2008. Deze aanbevelingen beogen de prudentiële eisen aan te scherpen, de transparantie te vergroten en de waarderingskaders te versterken, alsmede het gebruik van kredietratings, de alertheid van autoriteiten op risico's en afspraken over hoe om te gaan met stress in het financiële stelsel, te verbeteren. De ECB heeft tevens bijgedragen aan andere belangrijke mondiale beleidsreacties, waaronder het actieplan dat de G20-landen op 15 november 2008 overeenkwamen.

Op Europees niveau gaf de ECB advies over het vormgeven van overheidsmaatregelen ter ondersteuning van het functioneren van het bankwezen. De op 12 oktober 2008 door de landen van het eurogebied overeengekomen en vervolgens door de Europese Raad op 16 oktober aangenomen Verklaring van Parijs, bevat een actieplan met gecoördineerde maatregelen gericht op het herstellen van het vertrouwen en het verbeteren van de financieringsvoorwaarden in de economie. Deze maatregelen omvatten het verlenen van overheidsgaranties voor de uitgifte van schuldbewijzen door banken en het herkapitaliseren van banken. De Raad van Bestuur heeft aanbevelingen gedaan betreffende de hoofdkenmerken van en prijsbepaling voor overheidsgaranties en herkapitaliseringsinstrumenten. De aanbevelingen beoogden gelijkwaardige concurrentieverhoudingen tussen financiële instellingen te behouden, de stabiliteit van het financiële stelsel te bevorderen, tot de terugkeer naar normale marktomstandigheden bij te dragen, en passende financiering van de economie te waarborgen. De lidstaten hebben bij hun acties terdege rekening gehouden met de aanbevelingen, die ook hun weerslag vinden in het door de Europese Commissie uitgebrachte advies betreffende de naleving van Verdragsbepalingen omtrent staatssteun.

Begin 2009 heeft de ECB bijgedragen aan de vaststelling van leidende beginselen inzake zogeheten “asset relief measures” gericht op het wegnemen van de onzekerheid omtrent de

waardering van bepaalde gesecuritiseerde activa op de balansen van financiële instellingen. De bijdrage van de ECB vond zijn weerslag in het door de Europese Commissie uitgebrachte advies betreffende dergelijke maatregelen.

\*\*\*

Gedurende 2008 is de ECB actief blijven doorgaan met het bevorderen van het proces van Europese financiële integratie. De ECB heeft in het bijzonder adviezen gegeven betreffende financiële regelgeving en financieel toezicht, alsmede over effectenafwikkeling en betalingssystemen. Daarnaast is de ECB blijven optreden als katalysator van activiteiten in de particuliere sector door het stimuleren van collectieve actie. Het initiatief tot een Gemeenschappelijk Eurobetalinggebied (SEPA), dat de ECB vanaf het begin krachtig heeft ondersteund, bereikte met de lancering van de SEPA-overboeking en het SEPA-kader voor betaalkaarten in januari 2008 zijn eerste belangrijke mijlpaal. Sindsdien zijn de eerste voordelen van SEPA werkelijkheid geworden voor de banken en, nog belangrijker, voor de eindgebruikers van betaaldiensten.

Op het terrein van centrale-bankdiensten die ook financiële integratie bevorderen, werd het gedecentraliseerde TARGET van de eerste generatie, het betalingssysteem voor grote bedragen van het Eurosysteem, in mei 2008 volledig vervangen door een tweede generatie van het systeem, TARGET2, dat werkt op basis van een gemeenschappelijk platform. TARGET2 is de eerste marktinfrastructuur die volledig is geïntegreerd en geharmoniseerd op Europees niveau. Verder besloot de Raad van Bestuur in juli 2008 tot de ontwikkeling van een nieuw effectenafwikkelingsplatform, TARGET2-Securities (T2S) geheten. Door het aanbieden van geharmoniseerde, grensoverschrijdende en neutrale afwikkelingsdiensten in euro en andere valuta's, zal met T2S een belangrijke stap worden gezet naar een geïntegreerde effectenmarkt in Europa. In juli 2008 besloot de Raad van Bestuur tevens een gezamenlijk platform (CCBM2) voor onderpandmobilisatie te ontwikkelen, met

liquiditeits- en onderpandbeheerfaciliteiten voor tegenpartijen van het Eurosysteem.

\*\*\*

Eind 2008 had de ECB een overeengekomen maximum personeelsbestand van 1.357,5 fte's, vergeleken met 1.348 eind 2007. De personeelsleden van de ECB komen uit alle 27 landen van de EU en worden aangeworven door middel van open wervingscampagnes voor het opvullen van op de website van de ECB gepubliceerde vacatures. In overeenstemming met het mobiliteitsbeleid van de ECB, zijn in 2008 165 medewerkers intern van functie veranderd, terwijl 23 medewerkers werden gedetacheerd bij andere organisaties en er 30 met onbetaald verlof gingen, in de meeste gevallen om te gaan werken bij andere organisaties. Het voortdurend eigen maken en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid door alle medewerkers, met inbegrip van het management, bleef een hoeksteen van de human resources-strategie van de ECB.

Om rekening te kunnen houden met de laatste ontwikkelingen betreffende levensverwachting en financiële houdbaarheid, heeft de ECB een aanvang gemaakt met het doorlichten van de pensioenregeling voor haar medewerkers. Naar verwachting zullen de resultaten ervan voorjaar 2009 in de pensioenregeling worden verwerkt.

\*\*\*

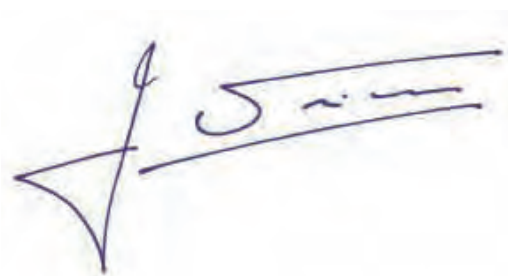
Het jaar 2008 leverde voor de ECB een aantal nieuwe uitdagingen op met betrekking tot het New ECB Premises-project, aangezien de openbare aanbestedingsprocedure voor een hoofdaannemer geen bevredigend resultaat had opgeleverd. Dientengevolge zijn gedurende de zomermaanden alle mogelijke alternatieven grondig onderzocht, en werd opnieuw gekeken naar de kostenberekeningen en de aanbestedingsstrategie. Op basis van deze analyse heeft de Raad van Bestuur besloten de aanbesteding van bouwwerkzaamheden op te splitsen in de belangrijkste afzonderlijke taken

en partijen en dienovereenkomstig een nieuwe aanbestedingprocedure te starten. Tegen de achtergrond van verder naar de bouwmarkt verricht onderzoek, blijft de ECB vastbesloten het project binnen het beschikbare budget af te ronden.

\*\*\*

De ECB realiseerde in 2008 een overschot van €2,66 miljard, vergeleken met een overschot van €0,29 miljard in 2007. De Raad van Bestuur besloot per 31 december 2008 een bedrag van €1,34 miljard te doteren aan de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's. De omvang van deze voorziening, die, na de dotering van 2008, €4,01 miljard beloopt, wordt jaarlijks herzien. Het netto resultaat van de ECB in 2008 bedroeg, nadat de overdracht naar de voorziening had plaatsgevonden, €1,32 miljard. Dit bedrag is aan de nationale centrale banken van het eurogebied toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

Frankfurt am Main, maart 2009

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', with a stylized flourish on the left side.

Jean-Claude Trichet







De eerste Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank in 1998



De Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank in 2008

NB: Mario Draghi en Athanasios Orphanides waren niet aanwezig toen de foto werd genomen.



**HOOFDSTUK I**

**ECONOMISCHE  
ONTWIKKELINGEN  
EN MONETAIR BELEID**

## I MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN

In 2008 voerde de ECB haar monetaire beleid tegen de achtergrond van de sedert augustus 2007 opgetekende financiële beroering. De Raad van Bestuur liet de basisrentetarieven van de ECB tijdens de eerste helft van 2008 ongewijzigd, vooraleer ze in juli met 25 basispunten op te trekken en ze vervolgens in drie stappen te verlagen met in totaal 175 basispunten in het vierde kwartaal van het jaar. Het verloop van de basisrentetarieven van de ECB in 2008 weerspiegelde de ontwikkeling van de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn, die sterk werden beïnvloed door twee wereldwijde verschijnselen: het verloop van de internationale grondstoffenprijzen, voornamelijk voedsel- en energieprijzen; en de economische impact van de aanhoudende financiële beroering, die omstreeks medio september sterker werd.

In de eerste helft van 2008 nam de inflatoire druk in het eurogebied toe, grotendeels als gevolg van een zeer snelle stijging van de internationale grondstoffenprijzen. De jaarlijkse HICP-inflatie bleef tijdens die periode flink boven 2%: zij liep op van 3,2% in januari tot een piek van 4,0% in juni en juli, voornamelijk vanwege het verloop van de energie- en voedselprijzen. Naarmate de inflatoire druk verzwaarde tegen de achtergrond van de relatief krappe arbeidsmarkten, nam het risico van tweede-ronde-effecten toe. Bovendien bleef het onderliggende groeitempo van de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid krachtig, hoewel het geleidelijk vertraagde ten opzichte van de pieken tijdens de tweede helft van 2007. Teneinde de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit tegen te gaan en ervoor te zorgen dat de inflatieverwachtingen voor de lange termijn stevig verankerd bleven in overeenstemming met de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit, verhoogde de Raad van Bestuur de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten tot 4,25% in juli 2008.

Wat het derde kwartaal van het jaar betreft, gaven de beschikbare gegevens tot medio september aan dat de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn opwaarts gericht bleven. De onzekerheid omtrent de vooruitzichten voor

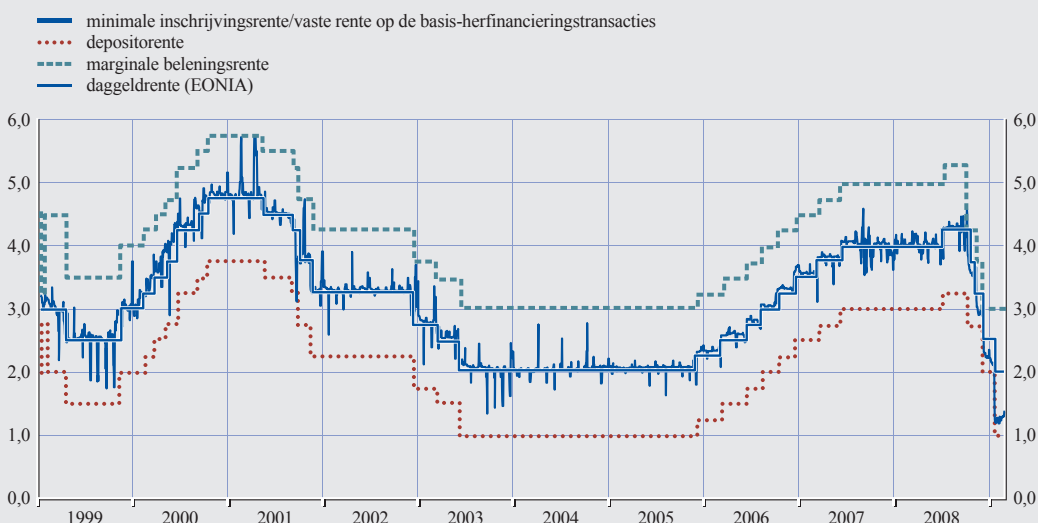
de economische activiteit bleef aanzienlijk als gevolg van, met name, de zeer hoge en volatiele grondstoffenprijzen en de aanhoudende spanningen op de financiële markten. Al met al bleven de risico's voor de economische vooruitzichten overheersend neerwaarts gericht.

Vanaf medio september nam de financiële beroering fors toe, wat aanleiding gaf tot ernstige ontwrichtingen en liquiditeitstekorten op heel wat financiële marktsegmenten en tot een aanzienlijke verslechtering van de vooruitzichten voor de wereldeconomie. Ook de inflatie nam tijdens de laatste paar maanden van het jaar flink af en de inflatoire druk verzwakte. Als gevolg van de dalingen van de grondstoffenprijzen, vooral van de olieprijs, liep de HICP-inflatie in de tweede helft van het jaar terug, tot 1,6% in december. De monetaire ontwikkelingen, die zich in de tweede helft van het jaar bleven matigen, bevestigden dat de inflatoire druk aan het afnemen was. Tegen die achtergrond werd de basis-herfinancieringsrente op 8 oktober met 50 basispunten verlaagd tot 3,75% in een gecoördineerde actie met andere belangrijke centrale banken. Vervolgens werd de basis-herfinancieringsrente in november met nogmaals 50 basispunten gereduceerd en in december met opnieuw 75 basispunten. Aan het einde van het jaar beliep ze 2,50% (zie Grafiek 1).

De reële bbp-groei in het eurogebied bleef krachtig, zij het in de eerste helft van het jaar ietwat onder zijn trendmatig tempo, ofschoon de impact, op de bouwactiviteit, van de ongewone weersomstandigheden volatilititeit teweegbracht in de groeicijfers op kwartaalbasis. In de tweede helft van 2008 ging de economische situatie erop achteruit, vooral na de verscherping, omstreeks medio september, van de spanningen op de financiële markten. De financiële crisis had een omvangrijker impact op de reële economie dan eerder werd verwacht. In het derde kwartaal vertraagde kromp het reële bbp in het eurogebied met 0,2% op kwartaalbasis, voornamelijk als gevolg van de grote negatieve bijdrage van de nettohandel, het resultaat van de combinatie van een zwakke exportgroei en een

## Grafiek I ECB-rentevoeten en geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente notering is die van 27 februari 2009.

stevige toename van de invoer. In het vierde kwartaal werd in een context van verhoogde onzekerheid een algemene economische achteruitgang opgetekend, waarbij het reële bbp met nogmaals 1,5% slonk. In totaal groeide het reële bbp van het eurogebied in 2008 met 0,8%, wat aanzienlijk minder is dan de 2,7% die werd opgetekend in 2007.

De gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie was in 2008 zeer hoog, namelijk 3,3%, het hoogste niveau sedert de invoering van de euro. De jaren voordien had ze rond de 2% geschommeld (b.v. 2,1% in 2007). De inflatie steeg van 3,2% in januari tot een piek van 4,0% in juni en juli; vervolgens liep ze terug tot 1,6% in december. Dit inflatieprofiel had grotendeels te maken met het internationale verloop van de grondstoffenprijzen, vooral de energie- en voedselprijzen. In het bijzonder de olieprijs stegen van ongeveer USD 100 per vat in januari tot een hoogtepunt van bijna USD 150 in juli, vooraleer te zakken naar circa USD 40 per vat in december. Gedurende het grootste gedeelte van 2008 bevond het inflatiecijfer zich een flink eind boven de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit, voornamelijk vanwege dit verloop

van de grondstoffenprijzen. De arbeidskosten per eenheid product bleven krachtig oplopen als gevolg van forsere loonstijgingen in het licht van krappere arbeidsmarkten en enkele tweede-ronde-effecten, maar ook van een conjunctuurgebonden vertraging in de groei van de arbeidsproductiviteit later op het jaar. Omstreeks het midden van het jaar waren er tekenen die wezen op een stijgende tendens van de uit financiële-marktinstrumenten afgeleide inflatieverwachtingen voor de lange termijn. Die tekenen verdwenen echter na de rentestijging van juli en de ommekeer in de prijzen van grondstoffen, inzonderheid olie, die de bezorgdheid over het ontstaan van tweede-ronde-effecten deden afnemen. Ondanks de abrupte bewegingen van de inflatie als gevolg van de grote schommelingen in de grondstoffenprijzen, bleven de uit enquêtes afgeleide inflatieverwachtingen voor de lange termijn al met al verankerd op een niveau dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit, conform de middellange-termijn oriëntatie van het monetaire beleid van de ECB.

In de loop van 2008 vertraagde het onderliggende tempo van de monetaire expansie, hoewel

het krachtig bleef. Terwijl de groei van de M3-geldhoeveelheid de neiging vertoonde de trendmatige monetaire dynamiek te overstijgen als gevolg van de impact van de vlakke rendementscurve en andere tijdelijke factoren, voornamelijk tijdens de eerste helft van het jaar, bevestigde een breed gefundeerde beoordeling van de componenten en tegenposten van M3 dat de onderliggende geldgroei stevig bleef. Ook de groei van de kredietverlening aan de niet-financiële particuliere sector vertraagde in de loop van het jaar, in overeenstemming met de verkrapping van de financieringsvoorwaarden en de zwakkere economische activiteit. De toegenomen stress in het financiële systeem als gevolg van de toename van de financiële spanningen in september kwam naar het einde van het jaar toe tot uiting in de monetaire gegevens. Wat de monetaire aggregaten betreft, gaf die toegenomen stress voornamelijk aanleiding tot verschuivingen tussen de componenten van M3, eerder dan dat hij een impact had op M3 zelf. De gematigde ontwikkeling van de kredietverstrekking aan het einde van het jaar bevestigde dat de bedrijfskredieten aanzienlijk waren teruggelopen na een lange periode van dynamische groei. Deze ontwikkelingen vloeiden voornamelijk voort uit de vertraging van de reële economische activiteit, ofschoon ook de aanbodfactoren een rol kunnen hebben gespeeld, zoals blijkt uit de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverstrekking door de banken. Al met al werd door de monetaire tendensen bevestigd dat de inflatoire druk naar het einde van 2008 toe afnam.

#### **INFLATOIRE DRUK LEIDT IN JULI 2008 TOT VERHOOGING VAN ECB-BASISRENTETARIEVEN**

Uit een grondiger analyse van de in 2008 genomen monetaire-beleidsbeslissingen, kan het jaar in twee delen worden opgeplitst: de periode tot de zomer van 2008, toen de op dat ogenblik beschikbare gegevens wezen op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit; en de na-zomer periode, toen nieuwe informatie aantoonde dat de aanhoudende financiële beroering en de mondiale economische vertraging een zwaardere impact hadden op de activiteit van het eurogebied en dat de inflatoire druk afnam.

In de eerste helft van het jaar werd de economische situatie gekenmerkt door grote onzekerheid omtrent de aanhoudende herbeoordeling van de risico's in de financiële markten en de potentiële invloed daarvan op de reële economie. De groei op kwartaalbasis was in de loop van 2007 begonnen te vertragen. Ook de indicatoren van het producenten- en consumentenvertrouwen waren begonnen te dalen, maar handhaafden zich begin 2008 op een niveau dat een gestage groei liet vermoeden. De economische-groeivooruitzichten temperden enigszins, maar waren begin 2008 nog relatief gunstig. Verwacht werd dat de binnen- en buitenlandse vraag zouden vertragen, maar de aanhoudende groei zouden blijven ondersteunen. Ondanks het matigende effect van de hogere grondstoffenprijzen, werd verwacht dat de groei van de consumptie zou bijdragen tot de economische expansie, in overeenstemming met de toenemende werkgelegenheid, aangezien de werkloosheidscijfers gedaald waren tot hun laagste niveau in 25 jaar. In de verwachting dat de veerkrachtige economische activiteit in de opkomende markteconomieën de impact zou matigen van de Amerikaanse economische vertraging op de buitenlandse vraag van het eurogebied, werd ervan uitgegaan dat de buitenlandse vraag de uitvoer van het eurogebied gestaag zou blijven ondersteunen.

In de eerste helft van het jaar gaven de binnenkomende macro-economische gegevens inderdaad aan dat de reële bbp-groei zou vertragen, zij het slechts in lichte mate. De door medewerkers van het Eurosysteem in juni 2008 samengestelde macro-economische projecties vermeldden een gemiddelde jaarlijkse reële bbp-groei tussen 1,5% en 2,1% voor 2008 en tussen 1,0% en 2,0% voor 2009. Terwijl de projecties voor 2008 tegen de onderzijde van de in december 2007 gepubliceerde marge bleven, werden de projecties voor 2009 licht neerwaarts herzien. De onzekerheid omtrent de vooruitzichten voor de economische groei was aanzienlijk, en de risico's werden als neerwaarts beoordeeld. Die risico's hadden voornamelijk te maken met de mogelijkserwijs zwaarder dan verwachte impact die de ontwikkelingen op de

financiële markten zouden uitoefenen op de financieringsvoorwaarden en op het economisch sentiment, met een negatieve invloed op de mondiale groei en op de groei in het eurogebied. Andere neerwaartse risico's hielden verband met de mogelijkheid dat de prijzen van olie en andere grondstoffen verder zouden stijgen, met bezorgdheid over protectionistische druk en met de mogelijkheid van ontregelende ontwikkelingen als gevolg van mondiale onevenwichtigheden.

Terzelfder tijd maakte het eurogebied een periode door van oplopende jaarlijkse inflatiecijfers, voornamelijk als gevolg van de forse stijgingen van de energie- en voedselprijzen op mondiaal vlak. De jaarlijkse HICP-inflatie kwam begin 2008 boven 3% uit en steeg van 3,2% in januari tot 3,7% in mei, met een zware opwaartse druk op de totale inflatie op de korte termijn. In juni merkte de Raad van Bestuur derhalve op dat de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn verder toegenomen waren. Verwacht werd dat de HICP-inflatie langer dan verwacht hoog zou blijven. Er waren ook tekenen van een stijgende tendens in de inflatieverwachtingen op de lange termijn. De door medewerkers van het Eurosysteem in juni 2008 samengestelde projecties maakten gewag van een gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie tussen 3,2% en 3,6% voor 2008 en tussen 1,8% en 3,0% voor 2009. De voorziene marges voor de inflatie in 2008 en 2009 lagen aldus beduidend hoger dan die in vroegere door medewerkers samengestelde projecties, voornamelijk als gevolg van de hogere olie- en voedselprijzen en de toenemende inflatoire druk in de dienstensector. Er was ook de bezorgdheid dat de loongroei forser zou blijken dan verwacht, rekening houdend met de ruime capaciteitsbezetting, de krappe arbeidsmarktsituatie en het risico van tweede-ronde-effecten.

Ondanks een matiging bleef het jaarlijkse groeitempo van het monetaire aggregaat M3 krachtig. Enkele tijdelijke factoren, in hoofdzaak de relatief vlakke rendementscurve, wezen erop dat de groei van de M3-geldhoeveelheid sneller verliep dan de onderliggende monetaire expansie.

Zelfs met inachtneming van dergelijke effecten, bevestigde een ruim gebaseerde beoordeling van de monetaire gegevens dat het onderliggende tempo van de geld- en kredietgroei krachtig bleef. De groei van de kredietverlening aan huishoudens was ietwat vertraagd als gevolg van de impact van de verhogingen, vanaf december 2005, van de basisrentetarieven van de ECB en de afkoeling van de huizenmarkten in verschillende delen van het eurogebied. De groei van de kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen bleef evenwel robuust.

Tegen die achtergrond oordeelde de Raad van Bestuur dat de risico's voor de prijsstabiliteit duidelijk opwaarts gericht bleven en verder toegenomen waren. Die risico's waren voornamelijk het gevolg van mogelijke tweede-ronde-effecten op de loon- en prijsvorming, maar ook van mogelijke nieuwe stijgingen van de olie- en voedselprijzen. Ook eventuele stijgingen van de door de overheid gereguleerde prijzen en van de indirecte belastingen die groter uitvielen dan die welke toentertijd werden voorzien, vormden een opwaarts risico voor de inflatievooruitzichten. Dat oordeel werd ondersteund door de geld- en kredietgroei. Gelet op de dynamische groei van de monetaire en kredietaggregaten, bevestigde de monetaire analyse de uit de economische analyse afgeleide indicaties dat er nog steeds opwaartse risico's bestonden voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. De Raad van Bestuur beklemtoonde zijn vastberadenheid om de inflatieverwachtingen op de middellange en lange termijn stevig te verankeren in overeenstemming met prijsstabiliteit.

Teneinde breedgedragen tweede-ronde-effecten te voorkomen en de toenemende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn tegen te gaan, besloot de Raad van Bestuur op 3 juli 2008 de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten op te trekken, nadat hij die tarieven sedert juni 2007 ongewijzigd had gelaten in het licht van de toegenomen onzekerheid tegen de achtergrond van de aanhoudende financiële beroering. De Raad van Bestuur beklemtoonde zijn vastberadenheid

om de inflatieverwachtingen op de middellange en lange termijn stevig verankerd te houden in overeenstemming met prijsstabiliteit. Op de middellange termijn zou dit de koopkracht vrijwaren en een steun blijven betekenen voor een duurzame groei en voor de werkgelegenheid in het eurogebied.

In het derde kwartaal van 2008 werd ervan uitgegaan dat de cijfers betreffende de reële bbp-groei die voor het tweede kwartaal van 2008 zouden worden gepubliceerd, aanzienlijk lager zouden uitvallen dan die voor het eerste kwartaal van het jaar. Hoewel dit voor een deel een technische reactie was op de krachtige groei tijdens de eerste paar maanden van het jaar, weerspiegelde het tevens een verzwakking van de bbp-groei als gevolg van de tragere expansie wereldwijd en de matigende effecten van de hoge en volatiele olie- en voedselprijzen. De onzekerheid omtrent de vooruitzichten voor de economische activiteit bleef aanzienlijk vanwege, met name, de zeer hoge en volatiele grondstoffenprijzen en de aanhoudende spanningen op de financiële markten. Al met al bleven de risico's overwegend neerwaarts gericht.

Terzelfder tijd bevestigde de in augustus en september beschikbaar komende informatie dat de jaarlijkse inflatiecijfers gedurende een lange periode wellicht flink hoger zouden blijven dan het niveau dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit. Uit de gegevens bleek tevens dat de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn opwaarts gericht bleven. De inflatie, die in juni 4,0% bereikte, bleef in juli op 4,0% en in augustus bevond ze zich op 3,8%, grotendeels als gevolg van zowel de directe als de indirecte effecten van vroegere forse stijgingen van de mondiale energie- en voedselprijzen. Bovendien werd bevestigd dat de loongroei aanzienlijk was versneld. Gegeven de groeivertraging van de arbeidsproductiviteit, resulteerde een en ander in forse stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product.

## **AFNEMENDE INFLATOIRE DRUK LEIDT EIND 2008 TOT VERSOEPILING VAN MONETAIR BELEID**

De financiële spanningen namen in september toe onder invloed van de gebeurtenissen op de Amerikaanse markten, vooral na het faillissement van Lehman Brothers op 15 september. Dit leidde tot aanzienlijke volatiliteit op alle segmenten van de financiële markten, een geringe liquiditeit op een aantal marktsegmenten, een ingrijpende herstructurering bij verschillende grote financiële instellingen, een financiële crisis in IJsland en besmettingseffecten voor andere landen, en een ongekende beleidsactie vanwege de regeringen. De beroering op de financiële markten resulteerde tevens in een aanzienlijke toename van de risicoaversie. Dit bleek onder meer uit een aanzienlijke verbreding van de ecarts voor bedrijfs- en overheidsobligaties, wat een zware neerwaartse impact had op de reële economie. Op zijn vergadering van 2 oktober besprak de Raad van Bestuur uitvoerig de recente verscherping van de beroering op de financiële markten en de mogelijke weerslag daarvan op de economische activiteit en de inflatie, zich bewust van de uitzonderlijk grote onzekerheid als gevolg van de recente ontwikkelingen. Aangezien de hele wereldeconomie de nadelige effecten ondervond van deze langdurige en intense periode van onrust op de financiële markten, ging de economische activiteit er ook in het eurogebied op achteruit.

In het eurogebied alsook in enkele andere belangrijke landen van de wereldeconomie was de inflatoire druk beginnen af te nemen, voornamelijk als gevolg van een duidelijke daling van de prijzen voor energie en andere grondstoffen. De inflatieverwachtingen waren afgenomen; zij waren daarbij teruggekeerd naar niveaus in overeenstemming met de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit. Via het verzwaren van de neerwaartse risico's voor de groei, had de verscherping van de financiële crisis ook de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit verkleind.

In een gecoördineerde actie kondigden de Bank of Canada, de Bank of England, de ECB, het Federal Reserve System, Sveriges Riksbank en de Zwitserse centrale bank op 8 oktober verlagingen van hun beleidsrente aan. Tegen die achtergrond reduceerde de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB met 50 basispunten, aanvoerend dat de opwaartse inflatoire risico's in het eurogebied recentelijk waren verkleind en dat de inflatoire druk was begonnen af te nemen. De Raad van Bestuur keurde tevens twee tijdelijke maatregelen goed ter ondersteuning van de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid: een verkrapping van de corridor die wordt gevormd door de rentetarieven op de permanente faciliteiten en de aankondiging van volledige toewijzing tegen vaste rentetarieven bij zijn tenderoperaties.

De spanningen sloegen steeds meer over van de financiële sector op de reële economie en van de gevanceerde economieën op de opkomende markteconomieën. De vooruitzichten voor de mondiale groei verslechterden aanzienlijk, wat een daling inhield van de buitenlandse vraag, met tot gevolg een negatieve impact op de activiteit van het eurogebied. De indicatoren betreffende het ondernemersvertrouwen, die reeds sedert medio 2007 aan het dalen waren, begonnen nog sneller terug te lopen en bereikten iedere maand nieuwe laagterecords. In het vierde kwartaal volgde een wijdverspreide economische vertraging die gepaard ging met grote onzekerheid, en de regeringen kondigden omvangrijke economische stimuleringspakketten aan. De binnenkomende informatie betreffende de huidige economische ontwikkelingen rechtvaardigden de meer pessimistische vooruitzichten als gevolg van, met name, de concretisering van eerder geïdentificeerde risico's die het gevolg waren van de spanningen op de financiële markten. Vooruitblikkend, werd ervan uitgegaan dat de wereldwijde economische zwakte en de uiterst lusteloze binnenlandse vraag tijdens de volgende kwartalen zouden aanhouden. De door medewerkers van het Eurosysteem in december 2008 samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied wezen er in feite op dat de

vooruitzichten aanzienlijk waren verslechterd. De jaarlijkse reële bbp-groei zou in 2009 naar verwachting tussen -1,0% en 0,0% uitkomen en in 2010 tussen 0,5% en 1,5%. Deze cijfers waren flink neerwaarts herzien ten opzichte van de vorige projecties. De economische vooruitzichten bleven met uitzonderlijk veel onzekerheid omgeven, en de risico's voor de economische groei bleven neerwaarts gericht.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, was de HICP-inflatie op jaarbasis fors gedaald, tot 2,1% in november, tegen 3,2% in oktober en 3,6% in september. Verwacht werd dat de inflatiecijfers de daaropvolgende maanden verder zouden teuglopen. De intensivering en uitbreiding van de beroering op de financiële markten zouden wellicht geruime tijd een rem zetten op de mondiale vraag en op de vraag van het eurogebied. In een dergelijke omgeving, en rekening houdend met de forse dalingen van de grondstoffenprijzen tijdens de afgelopen maanden, werd er ook van uitgegaan dat de prijs-, kosten- en loondruk in het eurogebied zou afzwakken. Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem in december 2008 samengestelde projecties zou de HICP-inflatie op jaarbasis in 2009 tussen 1,1% en 1,7% liggen en in 2010 tussen 1,5% en 2,1%. Voor 2009 betekenden deze projecties ingrijpende neerwaartse bijstellingen ten opzichte van de vorige projecties, voornamelijk als gevolg van de forse dalingen van de grondstoffenprijzen en de impact van de teruglopende vraag. De risico's voor de prijsstabiliteit op de voor het beleid relevante middellange termijn werden als meer in evenwicht beschouwd dan tijdens het voorgaande kwartaal.

Wat de monetaire analyse betreft, toonden de aan het einde van 2008 beschikbare gegevens aan dat de jaarlijkse groeicijfers van de ruim gedefinieerde monetaire en kredietaggregaten, hoewel ze nog krachtig waren, bleven vertragen. De verscherping van de beroering op de financiële markten sedert medio september werd beschouwd als een potentieel keerpunt in de monetaire ontwikkelingen, waarbij de monetaire en kredietgegevens voor oktober gewag maakten



van een aanzienlijke impact op het gedrag van de marktparticipanten. In november waren er echter enkele tekenen die wezen op een terugkeer naar het monetaire patroon van vóór het faillissement van Lehman Brothers. Al met al toonden zowel het ruime aggregaat M3 als, in het bijzonder, de componenten van M3 die het meest rechtstreeks betrokken waren bij de aanhoudende financiële spanningen – bijvoorbeeld aangehouden deelbewijzen in geldmarktfondsen –, tijdens de laatste maanden van 2008 een aanzienlijke maand-op-maand volatiliteit. Wordt die volatiliteit buiten beschouwing gelaten, dan bleef het onderliggende groeitempo van de ruime geldhoeveelheid geleidelijk teruglopen ten opzichte van de piek van 2007. De verscherping van de financiële spanningen vanaf september 2008 leidde evenwel tot een ingrijpende onderlinge substitutie van de M3-componenten. Uit de monetaire analyse bleek eveneens de aanhoudende vertraging in het groeitempo van de kredietverstrekking aan de niet-financiële particuliere sector. Vóór december was dit grotendeels het gevolg van de zwakke kredietverlening aan de huishoudens, vooral voor de aankoop van woningen, maar omstreeks de jaarwisseling werd ook een duidelijke vertraging opgetekend in de groei van de kredietverlening aan de niet-financiële ondernemingen. Dit gematigde verloop van de kredietverstrekking heeft blijkbaar voornamelijk te maken met de vertraging van de reële economische activiteit, ofschoon uit de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening blijkt dat misschien ook de aanbodfactoren een rol hebben gespeeld. Het toegenomen stressgehalte in het financiële systeem kwam aan het einde van het jaar nog steeds tot uiting in de monetaire gegevens. Al met al ondersteunden de monetaire tendensen het standpunt dat de inflatoire druk verder afnam.

Deze herzieningen van de vooruitzichten voor de economische activiteit en, derhalve, ook voor de inflatie rechtvaardigden een aanzienlijke monetaire-beleidsversoepeling. Op basis van zijn regelmatige economische en monetaire analyses, besloot de Raad van Bestuur op zijn vergadering van 6 november de basisrentetarieven van de ECB met nogmaals

50 basispunten te verlagen, in lijn met de verkleining van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit als gevolg van de concretisering van de neerwaartse risico's voor de groei. Op zijn vergadering van 4 december besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB met nogmaals 75 basispunten te verminderen. Sedert zijn laatste vergadering is gebleken dat de inflatoire druk verder is afgenomen en, vooruitblikkend, dat de inflatiecijfers naar verwachting in overeenstemming zullen zijn met de prijsstabiliteit op de voor het beleid relevante termijn.

## 2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 MONDIAAL MACRO-ECONOMISCH KLIMAAT

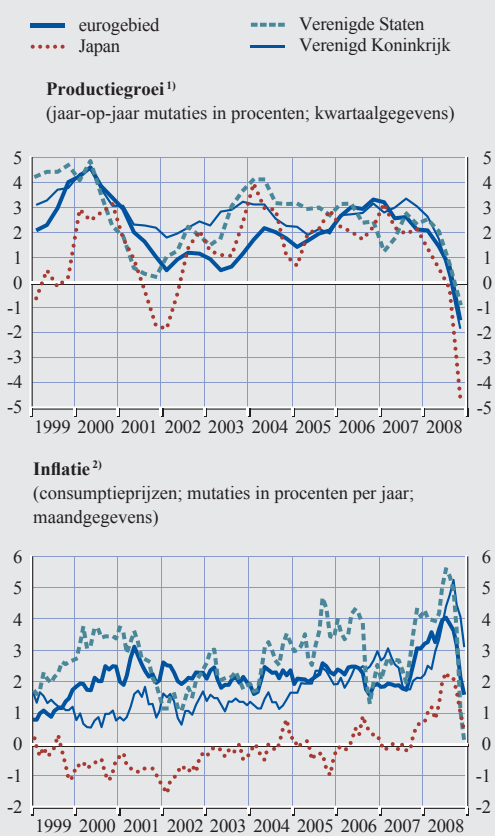
#### BEROERING OP FINANCIËLE MARKTEN HEEFT GEVOLGEN VOOR MONDIALE ACTIVITEIT

In 2008 verhevigde de onrust op de financiële markten tot een gedurende decennia ongekend peil, met zware gevolgen voor de reële economie in het laatste deel van het jaar. In de eerste jaarhelft deed de economische verzwakking in de Verenigde Staten zich ook buiten de woningsector gevoelen en resulteerden de mondiale repercussies van de financiële beroering in een vertraging van de economische groei in de belangrijkste ontwikkelde economieën. Al met al bleef de wereldwijde economische activiteit nog relatief goed ondersteund door de veerkrachtige economische situatie in de opkomende markten. Vanaf medio september echter, toen de financiële crisis uitmondde in de ondergang van een belangrijke Amerikaanse investeringsbank en in het uit elkaar vallen van een aantal grote marktpartijen in het mondiale financiële systeem, namen de uitdagingen voor de economische activiteit echter fors toe. De mondiale economische situatie verslechterde snel, zoals bleek uit het teruglopende consumenten- en producentenvertrouwen, de wereldwijd strakker wordende kredietvoorwaarden en de negatieve vermogenseffecten die voortvloeiden uit de daling van de huizenprijzen en de aandelenkoersen. Hoewel regeringen en centrale banken over de hele wereld belangrijke en ongekende maatregelen namen om de systeemrisico's te beperken en de financiële stabiliteit te herstellen, leidde de beroering op de financiële markten tot een mondiale neergang die een toenemend synchroon verloop te zien gaf, wat de negatieve weerslag van de financiële crisis op de reële economische activiteit versterkte. Tegen het einde van het jaar bevonden de meeste geavanceerde economieën zich reeds in, of aan de rand van, een recessie. Bovendien begon de economische zwakte zich krachtiger uit te breiden naar de opkomende economieën. Vooral in landen met grote buiten- en binnenlandse onevenwichtigheden verslechterde het economische klimaat zienderogen, en de economische groei in kleine,

open economieën nam binnen een zeer korte tijdsspanne sterk af.

Het verloop van de inflatie werd wereldwijd sterk beïnvloed door de forse schommelingen van de grondstoffenprijzen en de mondiale economische situatie. In de eerste helft van het jaar nam de mondiale inflatoire druk toe. In de OESO-landen bereikte de totale inflatie op jaarbasis in juli 2008 een hoogtepunt van 4,8%. Dit was grotendeels toe te schrijven aan de stijgende prijzen van voedingsmiddelen en energie. Op 11 juli 2008 liep de prijs van ruwe Brentolie op tot een recordpeil van USD 147,5 per

Grafiek 2a 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.

vat. De opkomende economieën, waar het gewicht van voedingsmiddelen in het consumptiepakket zwaarder is, ondervonden zelfs een nog sterkere inflatoire druk. In de tweede helft van het jaar werd de mondiale inflatie echter aanzienlijk afgeremd door een scherpe kentering in de grondstoffenprijzen en de wereldwijde economische vertraging. De olieprijzen kelderden in de tweede helft van het jaar en lagen tegen eind 2008 rond USD 40 per vat. Bijgevolg ging de inflatie op jaarbasis in de OESO-landen vertragen vanaf haar piek in juli tot 1,5% in december. De consumptieprijzen met uitzondering van voedingsmiddelen en energie stegen in het verslagjaar tot december met 2,0%.

#### **VERENIGDE STATEN**

In de Verenigde Staten liet de economische activiteit in 2008 een aanzienlijke vertraging optekenen. Over het hele jaar nam het reële bbp met 1,1% toe. Terwijl de groei in de eerste helft van het jaar positief was, deels dankzij tijdelijke stimulerende begrotingsmaatregelen en de steun van de buitenlandse handel, droegen de toenemende spanningen op de financiële markten, de strakke kredietvoorwaarden en de zwakkere buitenlandse vraag allemaal bij tot een uitgesproken productiedaling in de tweede helft van 2008. De particuliere consumptie werd negatief beïnvloed door het slabakkende consumentenvertrouwen en de slechtere arbeidsmarktomstandigheden, alsook door een inkrimping van het vermogen van de huishoudens ten gevolge van de dalende huizenprijzen en aandelenkoersen. Tegelijkertijd verzwakten de bedrijfsinvesteringen tegen de achtergrond van teruglopende bedrijfswinsten, strakkere leencriteria en algemeen minder gunstige vooruitzichten voor de vraag. De aanhoudende correctie op de woningmarkt – die door de financiële onrust werd versterkt – bleef op de economie een belangrijke rem zetten, waarbij de investeringen in woningen zorgden voor een afname van de bbp-groei met 0,9 procentpunt in 2008. De buitenlandse handel leverde in het grootste deel van 2008 een belangrijke bijdrage tot de groei, dankzij een krachtige buitenlandse vraag aan het begin van het jaar en de vertraagde

effecten van de eerdere depreciatie van de Amerikaanse dollar. Het positieve effect van de handel ebde tegen het einde van het jaar echter weg, doordat een forse economische vertraging bij enkele handelspartners van de Verenigde Staten de buitenlandse vraag en de uitvoer drukte. Niettemin liep het tekort op de lopende rekening terug van 5,3% bbp in 2007 tot gemiddeld 5,0% in de eerste drie kwartalen van 2008, hoewel die verbetering enigszins werd getemperd door de hogere prijzen van olie en andere grondstoffen gedurende het grootste deel van die periode, wat de gemiddelde waarde van de ingevoerde goederen opdreef in vergelijking met het jaar voordien.

Wat de prijsontwikkelingen in de Verenigde Staten betreft, liep de gemiddelde jaarlijkse verandering van de CPI voor 2008 op tot 3,8%, tegen 2,9% een jaar eerder. De totale inflatie schommelde binnen een ruimere marge dan gewoonlijk, door de volatiliteit van de prijzen van olie en andere grondstoffen. De CPI-inflatie lag tijdens de eerste helft van 2008 steeds op een hoog peil en bereikte in juli een piek van 5,6% als gevolg van de snel stijgende energiekosten. Tegen het einde van het jaar liep het jaarlijkse mutatietempo van de CPI scherp terug tot 0,1% in december wegens scherpe dalingen van de grondstoffenprijzen en een toenemende slapte van de economie naarmate de recessie verergerde. Ongerekend voedingsmiddelen en energie, bedroeg de CPI-inflatie op jaarbasis 2,3% in 2008 (net als in 2007). De dalende tendens gedurende het grootste deel van het jaar weerspiegelde tot op zekere hoogte een vertraging van de component van de huurwaarde van de door eigenaars bewoonde huizen.

Het Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System verlaagde het streeftarief voor de “federal funds rate” van 4,25% begin 2008 tot een marge van 0,0% tot 0,25% tegen het einde van het jaar. Op de vergadering in december 2008 ging het Committee ervan uit dat de zwakke economische situatie vermoedelijk nog enige tijd een uitzonderlijk lage beleidsrente zou rechtvaardigen. Het FOMC maakte gebruik

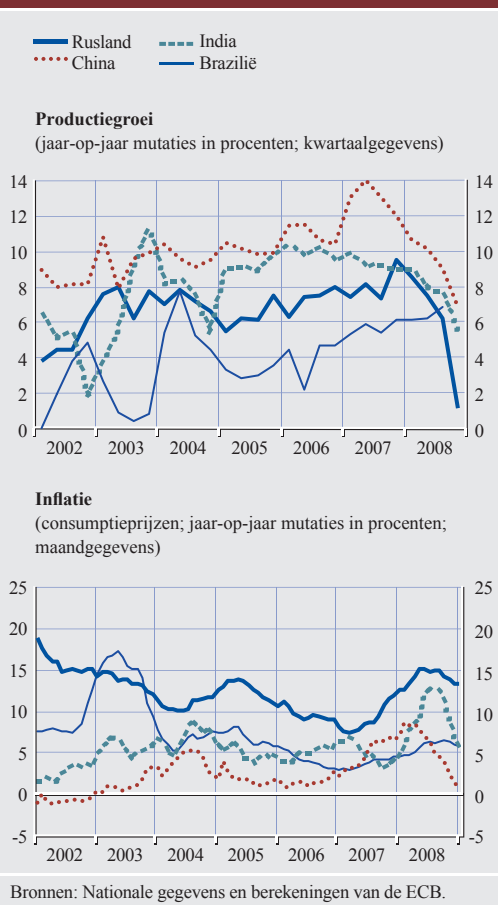
van een aantal gerichte programma's om de liquiditeit te vergroten en de financiële markten te ondersteunen bij de verslechterende omstandigheden.

Wat het begrotingsbeleid betreft, blijkt dat het federale begrotingstekort in het begrotingsjaar 2008 – dat aanvang in oktober 2007 – toenam ten opzichte van het voorgaande jaar. Het hogere tekort vloeide voort uit een combinatie van, enerzijds, lagere belastingontvangsten naarmate de economie vertraagde en, anderzijds, een stijging van de overheidsuitgaven, die voor een deel de toepassing van stimulerende begrotingsmaatregelen weerspiegelde. Volgens ramingen van het Congressional Budget Office bedroeg het federale begrotingstekort in het begrotingsjaar 2008 3,2%.

## JAPAN

In 2008 kwam in Japan abrupt een einde aan de economische expansie, toen op de licht positieve groei van het eerste kwartaal een duidelijke daling van de totale productie volgde. De krachtige buitenlandse vraag en de forse binnenlandse investeringen ondersteunden de reële bbp-groei in het eerste kwartaal. Aanzienlijke dalingen van de netto-uitvoer en de bedrijfsinvesteringen – die de stuwende kracht waren geweest achter het Japanse herstel tijdens de voorgaande jaren – deden evenwel, samen met een door de toenemende onzekerheid omtrent de arbeidsmarkt en het slinkende reële inkomen gedrukte consumptie, de positieve groei van het eerste kwartaal teniet en resulteerden voor de rest van het jaar in een negatieve bbp-groei. In de eerste helft van het jaar versnelde de consumptieprijsinflatie aanmerkelijk tot een hoogtepunt van 2,3% in juli, maar ze vertraagde tot 0,4% in december. Hoewel het Japanse bankwezen relatief goed bestand bleef tegen de wereldwijde onrust op de financiële markten, hadden aanzienlijke verliezen op de aandelenmarkten en de toename van de financiële beroering een negatieve invloed op de bedrijfsinvesteringen en de consumptie in de tweede helft van het jaar. Een forse stijging van de effectieve koers van de Japanse yen oefende extra neerwaartse druk uit op de winstgevendheid

**Grafiek 2b Belangrijkste ontwikkelingen in de grote opkomende economieën**



en de investeringen in exportgerichte industrieën. Gelet op de snelle verslechtering van de economische situatie besloot de Bank of Japan tijdens haar vergaderingen van 31 oktober en 19 december 2008 haar streeftarief voor de niet door onderpand gedekte daggeldrente met cumulatief 40 basispunten te verlagen tot 0,1%, nadat ze dat tarief sinds februari 2007 onveranderd had gelaten.

## OPKOMENDE LANDEN IN AZIË

In de loop van 2008 liet de economische activiteit in de opkomende landen in Azië een geleidelijke vertraging optekenen. Door de uitbreiding van de economische vertraging en gelet op de krappe financiële voorwaarden in de wereld, liep de uitvoergroei tijdens de tweede

helft van het jaar scherp terug, vooral in kleine open economieën zoals Singapore, Taiwan en Hongkong. De algehele vertraging van de economische activiteit vloeide ook voort uit een verzwakking van de binnenlandse vraag als gevolg van het verslechterende consumenten- en producentenvertrouwen en de daling van de vastgoedinvesteringen.

De stijgende prijzen van grondstoffen en voedingsmiddelen leidden in de eerste helft van het jaar in vele landen tot een toename van de consumptieprijsinflatie. In sommige landen tastte die hogere inflatie de koopkracht van de consumenten aan en remde ze de consumptieve bestedingen enigszins af. In de tweede helft van het jaar begon de inflatoire druk echter af te nemen vanwege een aanzienlijke daling van de prijzen voor olie en voedingsmiddelen. Gezien de relatief gezonde macro-economische resultaten van die landen en hun beperkte directe blootstelling aan derivaten die gekoppeld zijn aan “subprime”-hypotheek, bleven de overloopeffecten van de financiële onrust op de economische activiteit tot medio september gering. Sindsdien gaven de plotselinge verschuiving naar meer risicoaversie en de wereldwijde grote inspanningen om de schuldsituaties terug te dringen, aanleiding tot een massale verkoop van aandelen op de aandelenmarkten en een scherpe depreciatie van de lokale valuta's in de meeste opkomende economieën van Azië. De volatiliteit op de financiële markten varieerde van land tot land. De invloed ervan op China bleef beperkter omdat het financiële systeem van dat land relatief gesloten en minder sterk ontwikkeld is, terwijl de volatiliteit op de financiële markten in Korea en Indonesië groter uitviel als gevolg van bezorgdheid over respectievelijk de hoge binnenlandse schuld en de dalende grondstoffenprijzen.

Voor de Chinese economie liep de reële bbp-groei terug van 13% in 2007 tot 9% in 2008. De economische vertraging was toe te schrijven aan zowel buiten- als binnenlandse factoren. Ten gevolge van het handelsoverschot en de invoer van speculatief kapitaal die werd veroorzaakt

door verwachtingen omtrent een gestage wisselkoersstijging en een positief renteververschil tot september 2008, bleven de deviezenreserves toenemen, tot in totaal USD 1,9 biljoen in 2008. De consumptieprijsinflatie bereikte in februari een hoogtepunt van 8,7%, maar daalde toen fors doordat de binnenlandse voedselprijzen zich stabiliseerden. In september, toen de inflatie was teruggelopen en de mondiale financiële crisis heviger werd, stapten de Chinese autoriteiten over op maatregelen om de economische groei te bevorderen. De People's Bank of China begon haar monetaire beleid te versoepelen: de standaardrentetarieven voor leningen en deposito's met een looptijd van een jaar werden respectievelijk vijf en vier maal verlaagd met in totaal 216 en 189 basispunten, en de reserveverplichting werd, afhankelijk van de instelling, met 200-400 basispunten teruggeschoefd. Bovendien kwam in het vierde kwartaal een einde aan de gestage waardevermeerdering van de renminbi ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

#### **LATIJS-AMERIKA**

De economische groei in Latijns-Amerika was in de eerste helft van 2008 robuust (om en nabij 5% in Zuid-Amerika, maar slechts 2,1% in Mexico), terwijl de inflatoire druk hoog was en gedurende het hele jaar nog toenam, aangezien de inflatie in de regio aantrok van 6,1% in 2007 tot 8,7% in 2008. In landen met vaste of nagenoeg vaste wisselkoersen viel de inflatie hoger uit dan in die waar een inflatiedoelstelling wordt nagestreefd. De verbeterde macro-economische fundamentals, de hoge grondstoffenprijzen en de krachtige binnenlandse vraag bleven in de eerste helft van 2008 de economische vooruitzichten ondersteunen, maar resulteerden ook in een toegenomen inflatoire druk. Vanaf medio september 2008 verslechterde de externe financiële situatie evenwel naarmate de mondiale financiële crisis om zich heen greep. Vooral de ecarten tussen “credit default swaps” op de Latijns-Amerikaanse overheidsschuld werden aanzienlijk groter, met name in Argentinië en Venezuela (met respectievelijk ongeveer 4.000 en 3.000 basispunten tegen het einde van het jaar). Voorts verminderden de valuta's in

waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar, daalden de aandelenmarkten scherp met circa 50% in de loop van het jaar en ontstonden er liquiditeitstekorten. Brazilië en Mexico werden zwaar getroffen door liquiditeitstekorten, omdat een ruime kapitaaluitstroom het financiële landschap van de regio beïnvloedde.

### SCHERPE DALINGEN VAN GRONDSTOFFENPRIJZEN IN TWEEDE HELFT VAN 2008

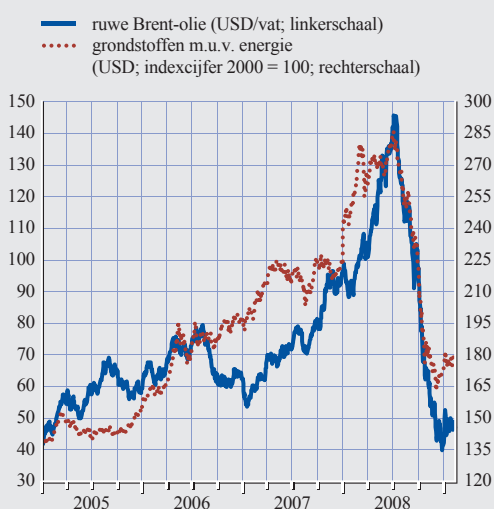
Het verloop van de grondstoffenprijzen kreeg gedurende heel 2008 veel aandacht. In de eerste helft van het jaar namen de olieprijsen steeds forser toe en op 11 juli bereikten ze een piek van USD 147,5 per vat ruwe Brent-olie (zie Grafiek 3). Nadien begonnen de prijzen te dalen en de neerwaartse tendens werd door de beroering op de financiële markten aangewakkerd. Eind 2008 bedroegen de prijzen USD 39,5 per vat. Uitgedrukt in euro komt dit bij benadering overeen met het peil van december 2004. Voor het jaar als geheel beliep de gemiddelde prijs van ruwe Brent-olie USD 98,3, wat 35% boven het gemiddelde van het voorgaande jaar was.

In de eerste helft van het jaar waren de marktverhoudingen zeer krap. Aan de aanbodzijde bleef de aanvoer vanuit niet-OPEC-landen herhaaldelijk onder de verwachtingen. Hierdoor werd de OPEC genoopt de productie te verhogen teneinde opgewassen te zijn tegen de vraag. Dit leidde dan weer tot een uitzonderlijk geringe reservecapaciteit in de OPEC-lidstaten, wat de bezorgdheid deed toenemen over mogelijke aanbodverstoringen door geopolitieke gebeurtenissen. Daarnaast bleef de vraag krachtig toenemen. Terwijl de stijgende prijzen zorgden voor een matiging van de vraag in de OESO-landen, was dat niet het geval in de opkomende economieën, die nog veel olie invoerden ten gevolge van een sterke economische groei en van overheidssubsidies. Tegen die achtergrond daalden de voorraden in de OESO-landen en bleken de prijzen uiterst gevoelig voor elk bericht of gerucht dat een wankeler evenwicht tussen vraag en aanbod deed vermoeden.

Medio juli begonnen de voorraden in de Verenigde Staten atypisch voor het seizoen toe te nemen, wat de daaropvolgende prijscorrectie teweegbracht. De prijsdaling werd verscherpt door de beroering op de financiële markten en de invloed ervan op de mondiale economische vooruitzichten. Hierdoor werden de projecties voor de vraag opnieuw sterk neerwaarts herzien, inclusief voor de opkomende economieën. Tegen die achtergrond trachtte de OPEC de prijzen te stabiliseren door het aanbod fors te verminderen.

De prijzen van niet-energetische grondstoffen waren ook het hele jaar lang uitermate volatiel (zie Grafiek 3). Het indexcijfer nam in het eerste kwartaal van 2008 sterk toe, wat hoofdzakelijk te maken had met de landbouwgrondstoffen, en gaf vervolgens een zijwaartse beweging te zien. Toen de energieprijzen begonnen te dalen, liepen ook de prijzen van niet-energetische grondstoffen terug; de daaropvolgende beroering op de financiële markten trof in het bijzonder de metaalprijzen. In geaggregeerde termen stegen de prijzen (in Amerikaanse dollar) van niet-energetische grondstoffen in 2008 met gemiddeld ongeveer 14% ten opzichte van het voorgaande jaar.

**Grafiek 3 Belangrijkste ontwikkelingen op de grondstoffenmarkten**



Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut.

## 2.2 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

### ONDERLIGGEND GROEITEMPO VAN RUIM MONETAIR AGGREGAAT VERZWAKT IN DE LOOP VAN HET JAAR, MAAR BLIJFT TOCH KRACHTIG

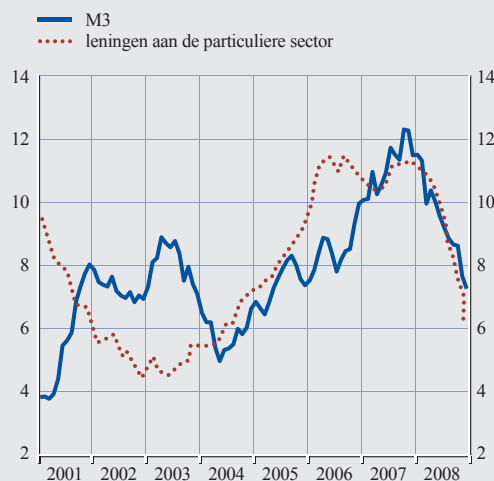
Na in het vierde kwartaal van 2007 een piek te hebben bereikt, verzwakte in de loop van 2008 het onderliggende groeitempo van het ruime monetaire aggregaat en van de kredietverlening in het eurogebied. Dit komt tot uiting in het afgenomen groeitempo op jaarbasis van zowel het ruime monetaire aggregaat M3 als de MFI-leningen aan de particuliere sector, die terugliepen tot respectievelijk 7,3% en 5,8% in december 2008, heel wat lager dan de 11,5% en 11,2% een jaar eerder (zie Grafiek 4).

Ondanks de gestage afname bleef de groei van M3 in 2008 toch robuust. Dit was deels toe te schrijven aan het stimulerende effect van de relatief vlakke rendementscurve van het eurogebied, dat verschuivingen in de hand werkte van langerlopende activa naar kortlopende monetaire instrumenten (met name MFI-termijndeposito's) die een vergelijkbare vergoeding boden, terwijl ze minder risicovol waren. Het is onwaarschijnlijk dat dergelijke effecten zullen aanhouden zodra de helling van de rendementscurve zich heeft genormaliseerd. Worden deze en andere tijdelijke effecten in aanmerking genomen aan de hand van een brede analyse van de monetaire gegevens, dan bleef de trendmatige groei van het ruime monetaire aggregaat echter krachtig aan het einde van het jaar, zoals blijkt uit de sterke groei van de deposito's van de huishoudens.

De matiging van de groei van de ruime geldhoeveelheid en van de kredietverlening in de loop van 2008 had grotendeels te maken

Grafiek 4 M3 en leningen aan de particuliere sector

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



Bron: ECB.

met de impact van eerdere renteverhogingen, de doorgaans krappere financieringsvoorwaarden en de vertraging van de economische activiteit. Hoewel de heersende financiële spanningen soms een significante weerslag hadden op de specifieke componenten en tegenposten van M3 die het nauwst samenhangen met de aard van de onrust (b.v. deelbewijzen aangehouden in geldmarktfondsen), gaf de financiële onrust over het algemeen geen aanleiding tot een scherpe breuk in de matigende trend van de groei van de ruime geldhoeveelheid en van de kredietverlening. Intussen wijzen de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem op een geleidelijke verkrapping van de kredietvoorwaarden in de loop van het jaar. Zie Kader 1 voor een meer gedetailleerde analyse van de impact die de financiële beroering heeft gehad op de monetaire analyse op niveau van het eurogebied.

## GEVOLGEN VAN DE SPANNINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN VOOR DE MONETAIRE ONTWIKKELINGEN

De financiële spanningen die in augustus 2007 de kop opstaken, hadden een zware impact op de kortere-termijn ontwikkelingen van sommige posten op de MFI-balans, wat in een aantal gevallen leidde tot een aanzienlijk hogere volatiliteit en tot veranderingen in de richting van de groei. In dit kader wordt ingegaan op enkele voorbeelden van dergelijke zichtbare effecten tijdens verschillende fases van de periode van spanning. Drie ruime fases worden als referentiepunten gehanteerd: de fase van het ontstaan van de spanningen, die betrekking heeft op de periode augustus 2007 – februari 2008 (met inbegrip van de onzekerheid die eind 2007 heerste), de fase van maart 2008 tot medio september 2008, en de fase vanaf medio september 2008, waarin de spanningen verscherpten.

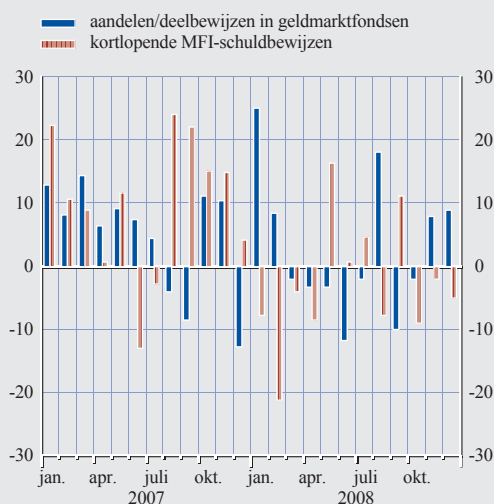
### Zichtbare effecten op de componenten van M3

Een van de voorbeelden van de duidelijke impact van de financiële spanningen op de componenten van het monetaire aggregaat M3, is het effect ervan op de verhandelbare instrumenten zoals de aandelen/deelbewijzen in geldmarktfondsen of de kortlopende MFI-schuldbewijzen. De volatiliteit van de maandelijkse stromen naar of van die instrumenten is toegenomen, hoewel er afzonderlijke periodes van uitstroom en instroom zijn geweest (zie Grafiek A). Die toegenomen volatiliteit ging gepaard met aanzienlijke vertragingen in het jaarlijkse groeitempo van die instrumenten.

De toenemende onzekerheid die tijdens de eerste fase van de spanningen werd vastgesteld, uitte zich in een omvangrijke uitstroom uit de geldmarktfondsen, zowel op het ogenblik zelf dat de spanningen in augustus 2007 uitbraken, als opnieuw in december 2007, als gevolg van de bezorgdheid over de blootstelling van een aantal geldmarktfondsen van het eurogebied aan het risico van effecten met activa als onderpand. Die uitstroom leek tijdens de daaropvolgende maanden echter te worden omgebogen, en de opleving in januari 2008 tekende voor de grootste instroom sinds het ontstaan van de Monetaire Unie. Tijdens de tweede fase waren de maandelijkse stromen grotendeels negatief maar klein, en werd die cumulatieve uitstroom min of meer gecompenseerd door een sterke instroom in augustus, net vóór de spanningen gingen verscherpen. Tijdens de derde fase volgde een uitstroom in september en oktober die – in tegenstelling tot de uitstroom tijdens de eerste fase – toe te schrijven was aan een algemene verspreiding van de risicoaversie ten aanzien van de geldmarktfondsen, teweeggebracht door het faillissement van Lehman Brothers en door verliezen geleden

**Grafiek A Maandelijke stromen naar of van aandelen/deelbewijzen in geldmarktfondsen en kortlopende MFI-schuldbewijzen**

(miljarden euro's; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.



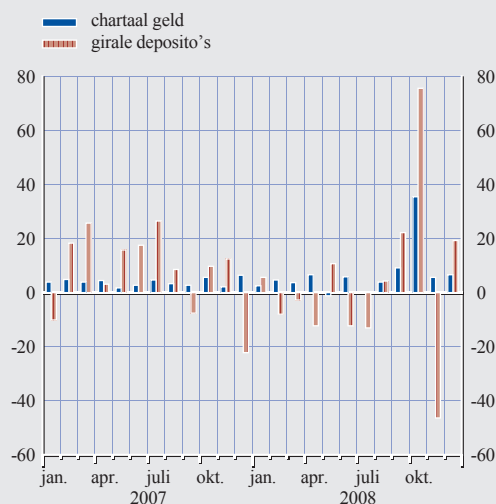
door de Amerikaanse geldmarktfondsen die hadden belegd in haar “commercial paper”. Een en ander werd nog verergerd door het feit dat het financieringsgedrag van de banken leidde tot een verschuiving van middelen van de geldmarktfondsen naar bankdeposito’s met een gunstige vergoeding. Tijdens de laatste twee maanden van 2008 werden echter opnieuw positieve stromen genoteerd, hoewel de door de regeringen aangekondigde verhoogde depositogarantiestelsels niet van toepassing waren op de geldmarktfondsen, wat erop wijst dat de vrees van de ingezetenen van het eurogebied voor een mogelijk faillissement van dergelijke fondsen was weggeëbd.

De ontwikkelingen van de kortlopende schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar waren, tot op zekere hoogte, het spiegelbeeld van de ontwikkelingen van de geldmarktfondsen, wat impliceert dat het totale effect op de kortlopende ontwikkelingen in de ruimere monetaire aggregaten beperkt was. Dit kan worden verklaard door de aantrekkelijke vergoeding van de kortlopende schuldbewijzen, die met name de institutionele beleggers ertoe kan hebben gebracht die schuldbewijzen aanvankelijk aan te houden als substituuat voor aandelen in geldmarktfondsen wanneer werd geoordeeld dat deze laatste waren blootgesteld aan een tegenpartijrisico. In de tweede fase verschoof het aangevoelde tegenpartijrisico geleidelijk naar de kredietinstellingen, en vertoonde het de neiging ertoe te leiden dat de geldaanhoudende partijen een veel kleiner bedrag aan kortlopende MFI-schuldbewijzen verwierven. In de derde fase werden de maandelijkse stromen, hoewel er in september een krachtige instroom van schuldbewijzen was, tijdens de laatste drie maanden van 2008 negatief, wat de terughoudendheid van de geldaanhoudende sector weergeeft om die instrumenten op een nettobasis te verwerven.

In tegenstelling tot de verhandelbare instrumenten was er weinig zichtbare impact op de overige componenten van M3. Een impact op M1 was enkel zichtbaar tijdens de derde fase van de crisis, toen het faillissement van Lehman Brothers aanleiding gaf tot een meer wijdverbreide bezorgdheid over de stabiliteit van de bancaire systemen en leidde tot aanzienlijke opnames van contant geld bij de banken van het eurogebied (zie Grafiek B). In oktober 2008 was de chartale geldomloop circa €35 miljard hoger dan tijdens de voorgaande maanden. In november en december normaliseerden de stromen zich, maar de toename van oktober werd niet ongedaan gemaakt, wat erop wijst dat de aanzienlijke omvang van de aanvullende chartale geldomloop mogelijkwerwijs voor een groot deel voortvloeyde uit de vraag vanwege niet-ingezetenen. Een soortgelijk patroon werd vastgesteld voor de chartale deposito’s, met een hoge instroom in oktober, doordat de hoge mate van onzekerheid de geldaanhoudende partijen ertoe aanzette hun middelen in zeer liquide deposito’s aan te houden. In dit verband werden de girale deposito’s tijdelijk gebruikt om middelen te “stallen” die werden getransfereerd vanuit andere types van deposito’s of die werden ontvangen na de verkoop van langlopende schuldbewijzen en aandelen. Die instroom sloeg in november

**Grafiek B Maandelijke stromen naar of van chartaal geld en girale deposito’s**

(miljarden euro’s: gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

om na de aankondiging van overheidsmaatregelen om het bancaire systeem te ondersteunen, waardoor vergoedingsoverwegingen opnieuw een rol gingen spelen bij de toewijzing van middelen. In december werd een nieuwe instroom opgetekend, maar die zou gewoon kunnen wijzen op de wens van de geldaanhoudende partijen en in het bijzonder van de overige niet-monetaire financiële intermediairs dan de verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen (overige financiële intermediairs - OFI's) om rond de jaarwisseling liquide activa aan te houden.

### Zichtbare effecten op de tegenposten van M3

Wat de tegenposten van M3 betreft, werd in de dynamiek van de totale kredietverlening aan de particuliere sector geen aanzienlijke verandering opgetekend als gevolg van de financiële spanningen. Op een meer gedesaggregeerd niveau waren de veranderingen echter duidelijker merkbaar.

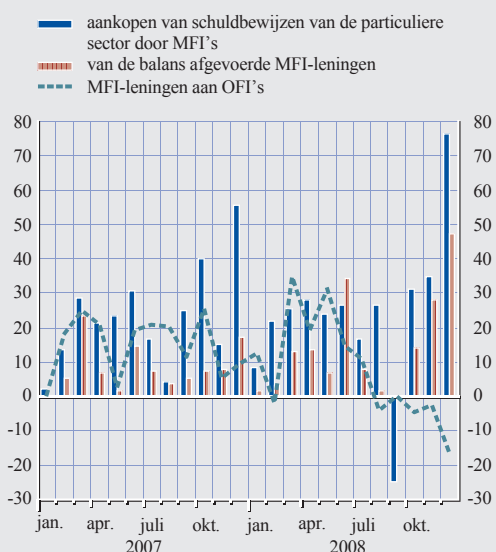
Met name de stroom van leningen aan de OFI's was krachtig in de eerste fase van de spanningen doordat de conduitmaatschappijen die door de banken waren opgericht en die ingedeeld zijn bij de OFI's, een beroep deden op de kredietlijnen die door hun sponsoringbanken werden toegekend (zie Grafiek C) om het hoofd te bieden aan de toenemende terughoudendheid van de beleggers om hen te financieren. De stroom bleef aanzienlijk tijdens het grootste gedeelte van de tweede fase; dat was echter wellicht in toenemende mate toe te schrijven aan de korte-termijnbehoefte aan financieringen en liquiditeitsbuffers vanwege de beleggingsfondsen. Terwijl de MFI's tijdens de eerste fase hun conduitmaatschappijen in de OFI-sector rechtstreeks via leningen financierden, deden ze dit in de tweede fase door de schuldbewijzen van die conduitmaatschappijen op te kopen. Dit nam steeds vaker de vorm aan van "ingehouden effectiseringstransacties", waarbij de MFI's een gedeelte van hun leningenportefeuille verkochten aan "special purpose vehicles" en de

onderliggende effecten terugkochten om ze te gebruiken als onderpand bij de transacties van het Eurosysteem. Dit leidde tot een verkleining van de bijdrage van de leningen tot de groei van de totale kredietverlening door de MFI's en tot een overeenkomstige toename van de bijdrage van de schuldbewijzen. In de derde fase van de spanningen werden de ingehouden effectiseringstransacties en de impact ervan op de MFI-balans zelfs nog belangrijker, omdat de mate waarin de MFI's de schuldbewijzen gebruikten om liquiditeit van het Eurosysteem te verkrijgen, toenam. Terzelfder tijd liet de kredietverlening aan de OFI's een daling optekenen, een weerspiegeling van de afname van de intermediaatied als gevolg van de tanende reële activiteit.

Het grote aantal effectiseringstransacties, vooral in de tweede en derde fase van de spanningen, had eveneens een weerslag op de dynamiek van de leningen aan de particuliere sector (in het bijzonder aan de huishoudens), omdat de

**Grafiek C Maandelijkse stromen van leningen aan OFI's, schuldbewijzen aangekocht door MFI's en van de balans afgevoerde MFI-leningen**

(miljarden euro's: gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

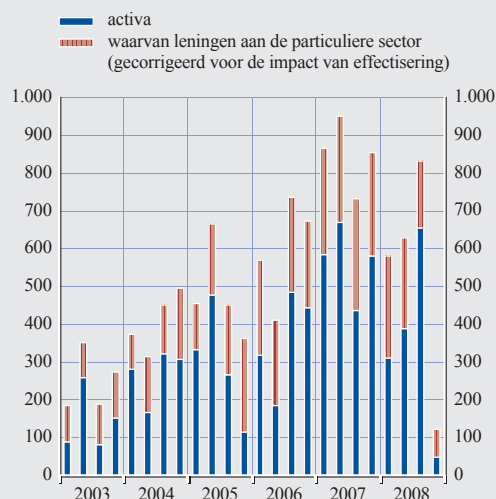
niet-erkenning van geëffectiseerde leningen de netto leningenstromen verminderden tot €35 miljard per maand. Al met al wees dit op een sterkere afname van de beschikbaarheid van financieringen ten behoeve van de niet-financiële particuliere sector dan in werkelijkheid het geval was. Ondanks het vertragende groeitempo van de leningen aan de particuliere sector bleef hun bijdrage tot de veranderingen in de stromen naar en van de totale MFI-activa doorgaans stabiel. De volatiliteit die werd opgetekend in de stromen van MFI-activa was voornamelijk toe te schrijven aan de activa met uitzondering van de uitgaande leningen aan de particuliere sector (zie Grafiek D). In de twee laatste maanden van het jaar kwam daar echter verandering in, toen een uitstroom werd genoteerd uit de activa van de kredietinstellingen, terwijl in december de leningenstromen aan de particuliere sector negatief waren, zelfs na correctie voor het effect van de effectiveringstransacties. Mogelijkerwijs kan dit worden verklaard door de toegenomen terugdringing van de relatieve schuldsposities (“deleveraging”) aan het einde van het jaar om de balansen op te smukken.

### Conclusies

De periode van financiële spanningen heeft aanleiding gegeven tot aanzienlijke kortetermijnbewegingen in specifieke subcomponenten van de ruime monetaire en kredietaggregaten. Dit bemoeilijkte het uitlichten van de beleidsrelevante onderliggende trends in de monetaire ontwikkelingen, maar verschaftte tegelijkertijd een duidelijk inzicht in de voorwaarden die heersten in de financiële sector, alsook in de toegang van de niet-financiële sector tot financieringen.

### Grafiek D Door de kredietinstellingen aangehouden activa en leningen aan de particuliere sector

(kwartaalstromen: miljarden euro's; seizoengezuiverd)



Bron: ECB.

### VERSCHERPING VAN FINANCIËLE SPANNINGEN MIDDE SEPTEMBER BEÏNVLOEDT MONETAIRE ONTWIKKELINGEN

De ontwikkelingen op de financiële markten na het faillissement van Lehman Brothers medio september brachten veranderingen teweeg in het gedrag van de bancaire en geldaanhoudende sectoren. Gelet op het gevaar dat de verscherping van de financiële onrust een weerslag zou hebben op de activaprijzen, het vermogen, de financiële instellingen en het vertrouwen, is het waarschijnlijk dat de balans van de MFI's op diverse manieren, in verschillende mate en met een uiteenlopende vertraging wordt beïnvloed. Die verscherping

van de spanningen op de financiële markten zou bijvoorbeeld portefeuilleherschikkingen teweeg kunnen brengen tussen monetaire en niet-monetaire activa en tussen verschillende monetaire instrumenten. Hierdoor kan de totale impact moeilijk worden ingeschat.

Uit de tot december 2008 beschikbare gegevens blijkt dat de oplopende financiële spanningen geleid hebben tot ingrijpende verschuivingen tussen de verschillende componenten van het ruime monetaire aggregaat. Zo zijn tussen september en oktober de stromen naar M1 aanzienlijk toegenomen als gevolg van de grotere voorkeur voor liquide activa in een

omgeving van financiële onzekerheid (inclusief de onzekerheid omtrent de gezondheid van de bancaire sector), wat geresulteerd heeft in een ombuiging van de algemene neerwaartse trend van M1. De algemene impact op de totale M3 was echter vrij beperkt, vooral als men geen rekening houdt met de maand-op-maand volatiliteit. Hoewel de banken hun toevlucht moesten nemen tot uiteenlopende financieringsmechanismen (zoals blijkt uit hun uitgifte van en tegoeden aan schuldbewijzen), zijn er bovendien nauwelijks aanwijzingen dat er na medio september een scherpe breuk zou zijn opgetreden in het aanbod van bankleningen die zou hebben geleid tot het opdrogen van de leningen aan de niet-financiële particuliere sector, hoewel het maandelijks verloop sindsdien wel is getemperd. De resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem wijzen echter op de geleidelijke verkrapping van de op de leningen toegepaste kredietvoorwaarden.

#### **VERLOOP VAN M3-COMPONENTEN VOORAL BEÏNVLOED DOOR VLAKKE RENDEMENTSCURVE**

Wat de componenten betreft, nam het jaarlijkse groeitempo van M1 tot het derde kwartaal van 2008 verder af tot 0,2% in augustus, ruim onder de groei van circa 6% die in het vierde kwartaal van 2007 werd opgetekend. Die matiging vloeide vooral voort uit de ontwikkelingen van de zichtdeposito's, waarvoor in het derde kwartaal een negatieve twaalfmaands stroom werd opgetekend. Al met al werd de groei van M1 in 2008 nog steeds voornamelijk beïnvloed door het temperende effect van de stijgende opportuniteitskosten voor het aanhouden van M1 die gepaard gingen met de renteverhogingen sinds december 2005. Dit effect werd waarschijnlijk deels gecompenseerd door het verlangen om M1 aan te houden als buffer tegen de achtergrond van de onrust op de financiële markten. Vanaf medio september leken de M1-tegoeden echter enigszins terrein te winnen, na het oplopen van de financiële spanningen (zie Kader 2).

### **Kader 2**

#### **ONTWIKKELINGEN OP DE GELDMARKT VAN HET EUROGEBIED TEGEN DE ACHTERGROND VAN DE FINANCIËLE BEROERING**

De financiële beroering die in augustus 2007 uitbrak, hield in 2008 aan, nam in de herfst van dat jaar toe en vormde aldus een aanzienlijke uitdaging voor de werking van de interbancaire geldmarkt en voor het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem. Dit kader beschrijft de ontwikkelingen in de belangrijkste segmenten van de geldmarkt van het eurogebied in 2008, relateert die ontwikkelingen aan de onderliggende factoren op de mondiale financiële markten, en geeft een toelichting bij de beslissingen van het Eurosysteem inzake liquiditeitsbeheer als reactie op de spanningen.

#### **De oorzaken van de crisis**

In augustus 2007 ging het mondiale financiële stelsel een periode van aanzienlijke turbulentie in, die vooral werd veroorzaakt door de impact die de toenemende wanbetalingen voor de Amerikaanse rommelhypotheken ("subprimes") hadden op de waardering van een ruime categorie van effecten met hypothecair onderpand. Door de complexiteit en ondoorgrondelijkheid van de gestructureerde effecten, samen met – in vele gevallen – de afwezigheid van een marktprijs voor deze instrumenten, konden deze producten moeilijk worden gewaardeerd, met nadelige gevolgen voor de beoordeling van de globale balansen van de banken. Met name trokken de beleggers zich terug uit de "structured investment vehicles" (SIV's) en conduitmaatschappijen die gebaseerd

waren op effecten met activa als onderpand afgeleid uit de effectisering van Amerikaanse rommelhypotheken, en werden ze terughoudend om door deze investeringsvehikels uitgegeven “asset-backed commercial paper” (ABCP) aan te houden of te verlengen. Hierdoor liepen de banken het risico om dergelijke SIV’s te moeten herintermediëren op hun balansen en/of om financieringen te verstrekken aan SIV’s en conduitmaatschappijen die ABCP uitgeven. Doordat de banken zich steeds meer zorgen gingen maken over hun liquiditeit en hun balansen, werden ze minder bereid gevonden om aan andere banken middelen te verschaffen. De complexiteit en ondoorgrondelijkheid van vele van deze producten verhoogden de terughoudendheid van de banken om deel te nemen aan interbancaire transacties, zowel omdat de banken twijfels hadden over de kredietwaardigheid van hun potentiële tegenpartijen, als omdat ze onzeker waren over hun eigen toekomstige risico’s (inzake kapitaal en liquiditeit) afgeleid uit de conduitmaatschappijen en de SIV’s. Als gevolg hiervan gingen de banken liquiditeit oppotten. De liquiditeit op de interbancaire geldmarkt nam af, wat met name de werking aantastte van de markten voor langerlopende ongedekte deposito’s (als gevolg van de bezorgdheid van de banken over de mogelijke risicoblootstelling van hun tegenpartijen), maar ook van de niet-overheidsgebonden repomarkten, de “commercial paper”-markten en de “foreign exchange”-swapmarkten.

Hoewel sindsdien aanzienlijke vooruitgang is geboekt met het identificeren en waarderen van de risicoblootstelling aan de complexe effecten die centraal staan in de onrust op de markten, bestaat er nog steeds onzekerheid omtrent de verliezen die de beleggers en financiële instellingen overal ter wereld uiteindelijk zullen lijden. De geldmarkten bleven in 2007 en 2008 derhalve onder druk staan.

### **Het verloop van de crisis in 2008**

Bij het beoordelen van de ontwikkelingen op de geldmarkten in 2008, is het nuttig het jaar op te delen in vier ruime periodes: van januari tot februari; van maart tot juni; van juni tot september; en vanaf september. Voor elk van die periodes worden de bepalende gebeurtenissen, de marktreacties en de door de ECB goedgekeurde maatregelen toegelicht.

#### **De periode van januari tot februari 2008**

De eerste periode heeft betrekking op de eerste twee maanden van 2008, waarin op de geldmarkten van het eurogebied geen ingrijpende ontwrichtende gebeurtenissen plaatsvonden. De niet door onderpand gedekte geldmarkten bleven echter volatiel, waarbij de rentetarieven in het algemeen daalden ten opzichte van hun recordniveau opgetekend aan het einde van 2007 naarmate de eindejaarseffecten wegebden (zie Grafiek 9). De door onderpand gedekte rentetarieven bleven grotendeels stabiel, gelet op het feit dat het monetaire beleid van de ECB ongewijzigd bleef. Hierdoor nam, algemeen beschouwd, het verschil tussen de gedekte en niet-gedekte geldmarktrentetarieven af (zie Grafiek 10).

In 2008 bleef de ECB de nadruk leggen op het noodzakelijke onderscheid dat ze handhaaft tussen de monetaire-beleidsbeslissingen en het liquiditeitsbeheer teneinde de soepele werking van de markten te waarborgen. De ECB zette haar beleid van liquiditeitsverschaffing boven het referentiebedrag tijdens haar basis-herfinancieringstransacties voort, terwijl ze toch streefde naar evenwichtige verhoudingen aan het einde van de aanhoudingsperiodes. Bovendien verlengde de ECB de looptijd van haar transacties door de toegewezen bedragen van de langerlopende herfinancieringstransacties op te trekken ten nadele van de basis-herfinancieringstransacties om aldus voor een zekere

ontspanning op de termijngeldmarkten te zorgen, en voerde ze aan het einde van de aanhoudingsperiodes “fine tuning”-transacties uit om de evenwichtsverstoringen in de liquiditeitsverhoudingen te compenseren. Al met al maakte de ECB volop gebruik van de flexibiliteit van haar implementatiekader. Het liquiditeitskader werd tot september ongewijzigd gehouden. Hierdoor bleef de EONIA relatief dicht in de buurt van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, hoewel zij vrij volatiel was (zie Grafiek A).

### De periode van maart tot juni 2008

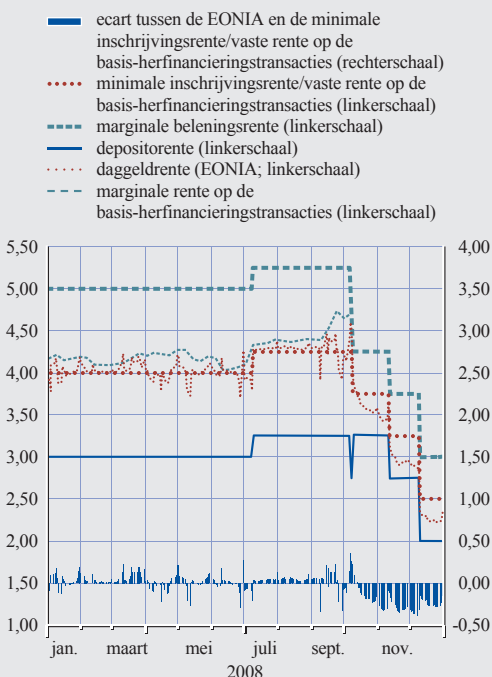
De instorting medio maart van Bear Stearns, een van de grootste investeringsbanken en effectenhandels- en makelaarsondernemingen in de Verenigde Staten, luidde een periode van nieuwe marktspanning in tegen de achtergrond van de bezorgdheid omtrent de aanhoudende bankverliezen, het verslechterende macro-economische klimaat en de stijging van de olieprijs. Dit duurde tot ongeveer medio juni. Tijdens die periode stegen de ongedekte geldmarktrentetarieven aanzienlijk, in het bijzonder de langerlopende rentetarieven. Die ontwikkeling was deels toe te schrijven aan de verscherpte spanningen op de geldmarkten, in het bijzonder voor de langere looptijden, alsook aan de stijging van de marktverwachtingen ten aanzien van het toekomstige verloop van de belangrijkste rentetarieven van de ECB, die destijds meer uitgesproken was voor het laatste gedeelte van 2008 en derhalve een grotere weerslag had op de rentetarieven met langere looptijden. De gedekte rentetarieven bleven grotendeels stabiel, met als resultaat dat het verschil tussen de ongedekte en gedekte rentetarieven opnieuw voornamelijk werd bepaald door het gedrag van de ongedekte tarieven. Die periode werd gekenmerkt door een grotere volatiliteit van de EONIA en een grotere behoefte aan liquiditeitsverschaffing verstrekt door het Eurosysteem, zoals blijkt uit de hogere marginale rentetarieven op de basis-herfinancieringstransacties. Het handhaven van de liquiditeitsmaatregelen van het Eurosysteem hielp grotendeels in die behoeften te voorzien.

### De periode van juni tot september 2008

Algemeen beschouwd, was de periode tussen medio juni en medio september 2008 een periode van stabiliteit op de markten. Andere gebeurtenissen die te maken hadden met de financiële stabiliteit in de overige grote economieën (zoals de overname, door de Amerikaanse regering, van de door de overheid gesponsorde maatschappijen (“government-sponsored enterprises” – GSE’s) Fannie Mae en Freddie Mac op 7 september) brachten op de geldmarkten geen beroering teweeg. Hoewel de ongedekte markten nog steeds onder druk bleven staan, waren ze toch stabiel, terwijl op de gedekte markten de rentetarieven de neiging vertoonden om licht te stijgen, in overeenstemming met het besluit van de Raad van Bestuur om de minimale inschrijvingsrente

**Grafiek A ECB-rentetarieven en daggeldrente**

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB, Bloomberg en Reuters.

op de basis-herfinancieringstransacties op 3 juli op te trekken tot 4,25%. Een en ander impliceerde dat het verschil tussen de ongedekte en gedekte rentetarieven daalde voor de tijdshorizon van drie maanden, zonder evenwel de lage niveaus van januari en februari te bereiken. De EONIA genoot van juli tot begin september een periode van geringe volatiliteit; toen staken de spanningen opnieuw de kop op in het vooruitzicht van de gebeurtenissen van medio september.

### De periode vanaf september 2008

Medio september zette een meer problematische periode in, die het gedrag van de geldmarkten tot het einde van het jaar sterk beïnvloedde. De spanningen liepen weer op en bereikten medio september een ongekend hoogtepunt, toen de markten in enkele dagen tijd getuige waren van de verkoop van Merrill Lynch en het faillissement van Lehman Brothers (twee van de vier overblijvende internationale effectenbanken), de verschaffing van noodliquiditeit door de Amerikaanse regering aan AIG, de grootste Amerikaanse verzekeringsmaatschappij, en de inbeslagneming door de federale toezichhouders van Washington Mutual, de grootste spaar- en leningmaatschappij in de Verenigde Staten. In oktober werden de besmettingseffecten op grotere schaal voelbaar in het eurogebied, terwijl de geldmarkten te lijden hadden van verdere spanningen als gevolg van een forse teruggang op de aandelenmarkten, tegen de achtergrond van het verslechterende macro-economische klimaat.

De marktspanningen liepen fors op, en de kredietrisicopremies overtroffen de eerdere niveaus die werden genoteerd tijdens de periode van financiële onrust. De ongedekte marktrentetarieven, vooral voor de korte looptijden, gingen fors in de hoogte na het faillissement van Lehman Brothers, naarmate dat faillissement domino-effecten teweegbracht in het bankwezen van het eurogebied. De impliciete volatiliteit afgeleid uit de opties op driemaands EURIBOR-futures, die werd gekenmerkt door een langdurige periode van afname van maart tot september, nam medio september een hoge vlucht en bereikte in oktober ongeziene niveaus (zie Grafiek B).

Het Eurosysteem trad snel en resoluut op als reactie op de acute verscherping van de onrust. De Raad van Bestuur bracht een aantal tijdelijke wijzigingen aan in zijn liquiditeitsimplementatiekader, met name met het oog op het versterken van zijn intermediatiefunctie en het geruiststellen van de markten met betrekking tot de liquiditeitsrisico's. Zo nam het Eurosysteem op 8 oktober de uitzonderlijke beslissing om zijn basis-herfinancieringstransacties tijdelijk uit te voeren als vaste-rentetenderprocedures met volledige toewijzing en tegen de basis-

**Grafiek B Impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futures met vervaldatum in maart 2009**

(procenten per jaar; basispunten; daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, Reuters en berekeningen van de ECB. Toelichting: De maatstaf in basispunten is het product van de impliciete volatiliteit in procenten en de overeenkomstige rente (zie ook het Kader "Maatstaven voor impliciete volatiliteit op basis van opties op korte-rentefutures" in het ECB Maandbericht van mei 2002).

herfinancieringsrente, en de door de permanente faciliteiten gevormde corridor rond de rente op de basis-herfinancieringstransacties te verminderen van 200 tot 100 basispunten (een beslissing die op 18 december werd teruggedraaid met ingang van 21 januari 2009). Daarenboven besloot het Eurosysteem op 15 oktober uitgebreide langerlopende herfinancieringen te verschaffen tot het eerste kwartaal van 2009, evenals zijn onderpandskader te verruimen. Terzelfder tijd leverden de Europese regeringen in heel het eurogebied gecoördineerde inspanningen om de solvabiliteit van de banken te ondersteunen.

Bijgevolg namen de ongedekte rentetarieven vanaf oktober 2008 opnieuw af, en liepen ze terug tot lagere niveaus dan aan het begin van het jaar. Die dalingen werden ondersteund door de marktverwachtingen van verdere verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB tijdens de eerstvolgende maanden. De impliciete volatiliteit afgeleid uit de opties op de driemaands EURIBOR-futures vertoonde ook de neiging om af te nemen, maar bleef toch veel hoger dan het niveau dat vóór september werd opgetekend.

In de weken die volgden op het faillissement van Lehman Brothers werd een significante en nooit eerder geziene toename opgetekend van het verschil tussen de driemaands gedekte en ongedekte marktrentetarieven. Tijdens die periode hadden de gedekte en ongedekte marktrentetarieven een tegengesteld verloop, aangezien de gedekte rentetarieven snel zakten in het vooruitzicht van toekomstige verlagingen van de voornaamste rentetarieven. Die scherpe daling van de door onderpand gedekte rentetarieven hield aan van eind oktober tot het einde van het jaar, in overeenstemming met verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB en de marktverwachtingen van verdere renteverlagingen. Het feit dat vanaf eind oktober dalingen werden opgetekend voor zowel de gedekte als de ongedekte marktrentetarieven, betekende dat het ecart vrij groot en volatiel bleef.

Wat, ten slotte, de rentetarieven voor de zeer korte looptijden betreft, dreef de onrust in de periode van september tot oktober de vraag naar liquiditeit vanwege de banken sterk op, zoals blijkt uit het aanzienlijke verschil dat zich ontwikkelde tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties. Dit leidde ertoe dat het Eurosysteem overvloedige bedragen aan liquiditeit verschafte, die de EONIA onder de rente van de basis-herfinancieringstransacties duwde. Vóór de invoering van het nieuwe kader werden die dalingen tegengewerkt aan het einde van iedere aanhoudingsperiode. Na de aanpassingen aan het kader medio oktober en in november vertoonde de EONIA echter de neiging om rond een niveau onder de vaste rente op de basis-herfinancieringstransacties te schommelen, in overeenstemming met de ruime liquiditeitsverschaffing aan de markten.

Al met al waren de geldmarkten van het eurogebied in 2008 vrij volatiel, en werden ze geconfronteerd met aanzienlijke obstakels. Met name in het vierde kwartaal van het jaar liepen de spanningen op de financiële markten sterk op in vergelijking met 2007, doordat een aantal negatieve schokken het bankwezen en het financiële stelsel troffen. Terzelfder tijd verslechterden de macro-economische voorwaarden gestaag, en brachten ze de reeds broze financiële markten zwaar onder druk. Hierdoor waren de geldmarktspanningen in het vierde kwartaal van 2008 scherper en hadden ze een langduriger impact op de geldmarktrente. Het Eurosysteem voerde evenwel zijn inspanningen op om te garanderen dat de marktpartijen toegang tot de liquiditeit hadden, wat er – in combinatie met de maatregelen van de regeringen – toe bijdroeg dat een verdere verslechtering in de banksector kon worden vermeden. In dit verband maakte de ECB gedurende het hele jaar volop gebruik van de flexibiliteit van haar implementatiekader, en bleef



ze in haar communicatie de nadruk leggen op het belang om de monetaire-beleidsbeslissingen te scheiden van de implementatie van het liquiditeitsbeleid teneinde een soepele werking van de markten te verzekeren. De monetaire-beleidskoers was erop gericht de doelstelling van prijsstabiliteit te bereiken, terwijl de maatregelen in verband met het liquiditeitsbeheer gericht waren op de ondersteuning van de continuïteit en op de soepele werking van de geldmarkten.

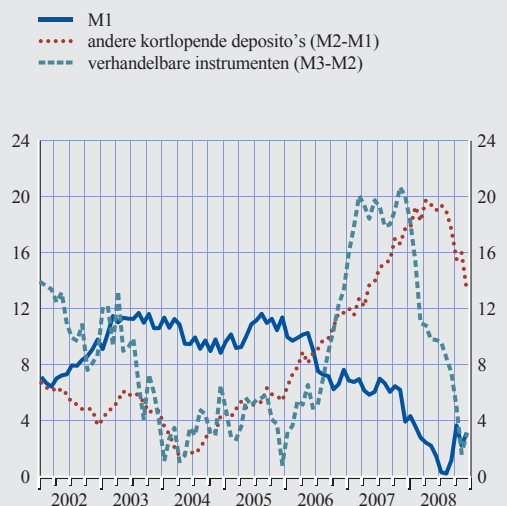
In 2008 bleven de kortlopende deposito's met uitzondering van de zichtdeposito's (d.w.z. M2-M1) de meest dynamische component van M3. Na de gestage groeiversterking sedert medio 2004, een beweging die in de eerste helft van 2008 aanhield – zij het in meer bescheiden mate –, nam het jaarlijkse groeitempo van de kortlopende deposito's met uitzondering van de zichtdeposito's in de tweede helft van het jaar echter af tot 13,3% in december 2008 (zie Grafiek 5). De bijdrage van deze deposito's tot de jaarlijkse groei van M3 bleef in de loop van 2008 stijgen en bereikte 7,4 procentpunten in het derde kwartaal, zodat de afname van de overige componenten van M3 deels werd gecompenseerd. Die bijdrage werd tijdens het laatste kwartaal van het jaar echter kleiner, in het kielzog van het vertraagde groeitempo. Die forse groei verhuult echter uiteenlopende ontwikkelingen binnen de

verschillende subcomponenten, aangezien de sterke instroom voor de kortlopende deposito's (d.w.z. deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), die in 2008 op jaarbasis met nagenoeg 40% groeiden, gepaard ging met een gestage afname van de aangehouden deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden, die in de loop van het jaar terugliepen met gemiddeld meer dan 2%.

Tot en met het vierde kwartaal van het jaar volgde de rentevergoeding op kortlopende termijndeposito's in grote lijnen de stijging van de korte geldmarktrente. Het verschil ten opzichte van de vergoeding op kortlopende spaardeposito's en zichtdeposito's nam aldus toe, aangezien de vergoeding op die deposito's over het algemeen trager en minder sterk steeg (zie Grafiek 6). Dit leidde tot verschuivingen

**Grafiek 5 Belangrijkste componenten van M3**

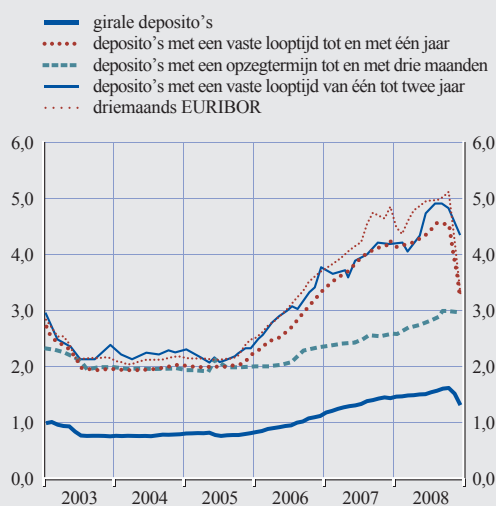
(mutaties in procenten per jaar; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

**Grafiek 6 MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en een geldmarktrente**

(procenten per jaar)



Bron: ECB.

binnen M3, namelijk van M1 en spaardeposito's naar termijndeposito's. Tegelijkertijd bieden kortlopende termijndeposito's, gezien de relatief vlakke rendementscurve, een vergoeding die vergelijkbaar is met die van langerlopende activa. Aangezien langerlopende activa minder liquide zijn en het aanhouden ervan doorgaans een groter risico inhoudt, maakt een vlakke rendementscurve het doorgaans aantrekkelijker om middelen te verschuiven van buiten M3 naar monetaire activa. De verscherping van de financiële spanningen in het vierde kwartaal van het jaar verhoogde verder de aantrekkingskracht van de termijndeposito's, waarbij de banken hun inspanningen opvoerden om dergelijke deposito's aan te trekken, op een ogenblik dat het moeilijk was om op de geldmarkten een financiering te vinden, en waarbij de bankdepositogaranties werden verhoogd.

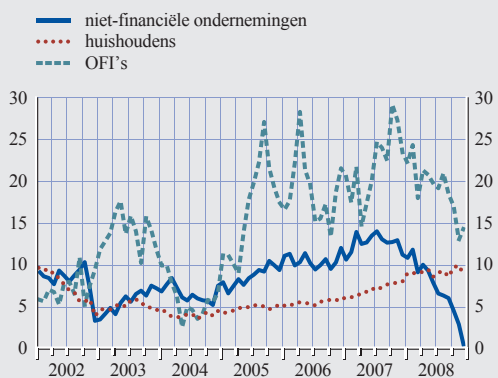
Na de aanhoudende stijging in 2007 liep het jaarlijkse groeitempo van de verhandelbare instrumenten (M3-M2) in de loop van 2008 sterk terug tot een dieptepunt van 1,7% in november. Nadien herstelde dat groeitempo zich echter lichtjes, en in december beliep het 3,0%, een daling tegenover de 20,0% van december 2007. Het verloop van deze instrumenten was voornamelijk toe te schrijven aan de scherpe daling van het jaarlijkse groeitempo van deelbewijzen in geldmarktfondsen en van de schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar. Als gevolg hiervan nam de bijdrage van de verhandelbare instrumenten tot het jaarlijkse groeitempo van M3 af tot 0,6 procentpunt in het vierde kwartaal van 2008, tegen 2,7 procentpunten in het vierde kwartaal van 2007.

#### GROEI VAN DOOR HUISHOUDENS AANGEHOUDEN GELD BLIJFT KRACHTIG

De ruimste aggregatie van M3-componenten waarvoor betrouwbare informatie per aanhoudende sector beschikbaar is, omvat de kortlopende deposito's en de repo's (verderop "M3-deposito's" genoemd). Het jaarlijkse groeitempo van de M3-deposito's van de huishoudens beliep in december 2008 8,8% (zie Grafiek 7), en leverde derhalve de grootste

**Grafiek 7 Sectorale 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.

bijdrage tot de totale groei van de M3-deposito's. De sinds medio 2004 geregistreerde opwaartse trend van het groeitempo van de M3-deposito's hield derhalve in 2008 aan, ondanks tekenen van stabilisatie als gevolg van de verzwakkende economische activiteit. De gestage forse groei van de M3-deposito's van de huishoudens – de sectorale component die het leeuwendeel van de traditionele bankdeposito's voor zijn rekening neemt, en die het minst wordt getroffen door de financiële innovatie – ondersteunt de visie dat de onderliggende groei van het ruime monetaire aggregaat eind 2008 krachtig bleef.

Daartegenover nam het jaarlijkse groeitempo van de door de niet-financiële ondernemingen aangehouden M3-deposito's, na medio 2007 te zijn afgevlakt en in de tweede helft van dat jaar enigszins te zijn gedaald, in de loop van 2008 verder af tot 0,3% in december, tegen 11,3% eind 2007. Dit kan een gevolg zijn van een aanmerkelijke verslechtering van de kasstromen van de niet-financiële ondernemingen, gelet op de cyclische aard van de geldvraag van deze sector. Een en ander kan er ook op wijzen dat de niet-financiële ondernemingen hun kasstromen gebruiken om een vermindering van de groei van leningen te compenseren. Evenzo vertoonde het groeitempo van de door de OFI's aangehouden

M3-deposito's in de loop van het jaar een hoge mate van volatiliteit, en daalde het in 2008 met meer dan 5 procentpunten tot 17,5% op jaarbasis in december. Het jaarlijkse groeitempo van de M3-deposito's in handen van de OFI's bleef echter aanmerkelijk krachtiger dan dat van andere sectoren. Dit heeft waarschijnlijk te maken met het feit dat de beleggingsfondsen, in het licht van het huidige financiële klimaat, buffers in contanten dienden aan te houden om het hoofd te bieden aan mogelijke aflossingen; die buffers werden mogelijk ook opgedreven door leningen toegekend door de moeder-MFI's.

#### GROEI VAN KREDIETVERLENING AAN PARTICULIERE SECTOR VERZWAKT

Na een versteviging in 2007 nam het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening door de MFI's aan ingezetenen uit het eurogebied in 2008 af van 10,1% in december 2007 tot 6,5% in december 2008 (zie Grafiek 8). Dit was voornamelijk toe te schrijven aan de

forse vertraging van het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan de particuliere sector, terwijl het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan de overheid positief werd. De driemaands groeicijfers op jaarbasis, een indicator voor de ontwikkelingen op de korte termijn, gingen sterker achteruit, met een afname van 12,0% in december 2007 tot 6,9% in september 2008 en 3,9% in december 2008.

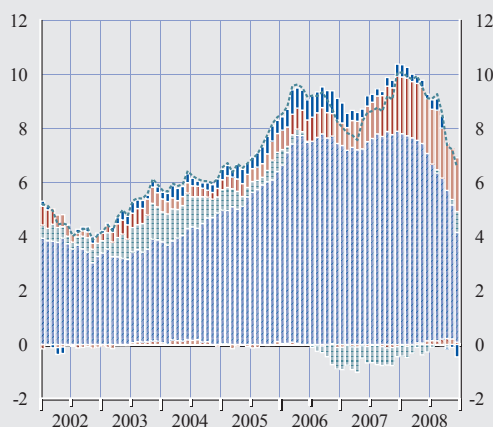
Meer bepaald hebben de MFI's hun leningen aan de overheid enigszins opgevoerd, vooral in de tweede helft van het jaar. Hoewel het bedrag van de schuldbewijzen van de overheid in de portefeuilles van de MFI's aan het begin van het jaar daalde, steeg het fors in het laatste kwartaal. Er zij in dit verband echter ook opgemerkt dat tegen het einde van het jaar enige volatiliteit werd waargenomen, aangezien er in september en oktober een daling optrad in de door de MFI-sector aangehouden overheidseffecten. Gelet op de liquiditeit en het gunstige prijsverloop op de markten voor overheidsobligaties, had die daling te maken met het terugdringen, door de kredietinstellingen, van hun balansomvang ("deleveraging"). Die afname kan worden beschouwd als een aanwijzing dat de kredietinstellingen hun meer liquide activa als buffer hebben gebruikt om de druk op hun kapitaalpositie en financiering op te vangen, met het oog op het afschermen van hun relatiegebaseerde kernactiviteiten, namelijk het verstrekken van leningen aan ondernemingen en huishoudens. Daarentegen wijzen de gegevens voor november en december op een aanzienlijke toename van de aangehouden overheidsschuldbewijzen.

Het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan de particuliere sector door de MFI's bleef begin 2008 robuust, in het verlengde van de in 2007 opgetekende trend, en daalde vervolgens in de tweede helft van het jaar. Ondanks de scherpe vertraging bleven de leningen aan de particuliere sector in 2008 de dominante vorm van kredietverlening door de MFI's, hoewel de bijdrage van de door de MFI's aangekochte effecten met uitzondering van aandelen een gematigde stijging liet optekenen. Die

**Grafiek 8 Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied**

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)

- aandelen en andere participaties
- effecten van de particuliere sector met uitzondering van aandelen
- overheidseffecten m.u.v. aandelen
- leningen aan de particuliere sector
- leningen aan de overheid
- kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied



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

toegenomen bijdrage was grotendeels het gevolg van de door de MFI's aangekochte effecten die door de OFI's waren uitgegeven in het kader van de effectiseringsactiviteiten.

Het jaarlijkse groeitempo van de MFI-leningen aan de particuliere sector, de belangrijkste component van de kredietverlening aan de particuliere sector, daalde in het vierde kwartaal van 2008 tot 7,3% en in december tot 5,8%, na aan het begin van het jaar rond de 11% te hebben geschommeld. Die afname was in overeenstemming met de verwachte impact van de stijging van de bancaire rentetarieven vanaf eind 2005, de aanhoudende vertraging op de woningmarkt, de verstrakking van de kredietvoorwaarden in de loop van het jaar, en meer in het algemeen de ontwikkelingen van de economische activiteit. Het driemaands groeitempo op jaarbasis liep eind 2008 scherp terug, namelijk van 6,8% in september tot 2,7% in december, rekening houdend met het effect van de effectisering.

De algemene vertraging van de kredietverlening aan de particuliere sector was in ruime mate verspreid over de verschillende geldaanhoudende sectoren, hoewel de intensiteit van de aanpassing van sector tot sector varieerde. Het groeitempo op jaarbasis van de kredietverlening aan de huishoudens liet een significante vertraging optekenen, in het verlengde van de in 2007 opgetekende trend, terwijl de daling van het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan de niet-financiële ondernemingen en de niet-monetaire financiële intermediairs enigszins minder uitgesproken was. De eind 2007 vastgestelde dynamiek van de kredietverlening aan de niet-financiële ondernemingen en de niet-monetaire financiële intermediairs hield in het eerste kwartaal van 2008 aan, terwijl vóór het tweede kwartaal van het jaar geen afname werd opgetekend in de jaarlijkse groei van de kredietverlening aan de niet-financiële ondernemingen.

De matiging van het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan de huishoudens vloeide voornamelijk voort uit de teruglopende

jaarlijkse groei van woninghypotheken, een gevolg van de aanhoudend zwakke dynamiek op de woningmarkt van enkele economieën van het eurogebied, alsook van de krappere financieringsvoorwaarden, de impact van eerdere renteverhogingen en de zwakkere economische vooruitzichten. Tegelijkertijd bleef de effectiseringsactiviteit de groei van de leningen tot op zekere hoogte vertekenen. Zo drukte de impact van de "true-sale"-effectiseringsactiviteiten op de jaarlijkse stromen, het groeitempo op jaarbasis van de MFI-leningen aan de particuliere sector met ongeveer 1,7 procentpunt in december (iets boven het gemiddelde voor het jaar). De aard van deze effectiseringsactiviteiten verschilde echter van die vóór het uitbreken van de malaise op de markten, aangezien de MFI's de geëffectiseerde activa op hun eigen balans handhaafden om ze als onderpand aan te bieden bij de transacties van het Eurosysteem. Zelfs indien rekening wordt gehouden met die aanpassing, vertraagde de groei van de leningen aanzienlijk in de loop van het jaar.

Het groeitempo op jaarbasis van de MFI-leningen aan de niet-financiële ondernemingen vertraagde in 2008, hoewel het naar historische maatstaven krachtig bleef. De vraag naar leningen van die ondernemingen bleef in de eerste helft van het jaar robuust, hoewel de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem op een lichte matiging wees. Het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan de niet-financiële ondernemingen begon in de tweede helft van 2008 te vertragen, maar bleef toch stevig. Verschillende factoren kunnen de aanhoudende dynamiek van dergelijke leningen schragen. Ten eerste kan het feit dat de leningen met een langere looptijd de meest veerkrachtige component vormen, erop wijzen dat een anticipatieve kredietopneming heeft plaatsgevonden omdat een verdere verslechtering van de beschikbaarheid van krediet werd verwacht. Bovendien kan dit ook het gevolg zijn van een verschuiving van schuldbewijzen naar leningen in de financiering van de niet-financiële ondernemingen door de MFI's. De gegevens voor het vierde kwartaal van 2008 wijzen op een verdere matiging van de korte-

termijndynamiek van de leningen aan de niet-financiële ondernemingen, in overeenstemming met het conjunctuurklimaat en de striktere financieringsvoorwaarden, hoewel niet kan worden uitgesloten dat ook aanbodfactoren een rol hebben gespeeld.

Samenvattend, lijkt het verloop van de kredietverlening in 2008 te wijzen op een robuuste, doch slinkende financieringsstroom van de banken naar de niet-financiële ondernemingen en de huishoudens, en zijn er weinig aanwijzingen dat de toegang van deze sectoren tot bankleningen sterk is aangetast, zelfs na de verscherping van de financiële spanningen medio september. Tegen het einde van het jaar werd echter een aanmerkelijke verzwakking van de groei van de bedrijfskredieten opgetekend. Bovendien wijzen de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem op een aanzienlijke verkrapping van de kredietvoorwaarden.

Bij de overige tegenposten van M3 werd een aanzienlijke vertraging opgetekend in het jaarlijkse groeitempo van de door de MFI's uitgegeven en door de geldaanhoudende sector aangehouden langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves). Die groei beliep 1,0% in het vierde kwartaal van 2008 en -0,1% in december, tegen 8,5% eind 2007. De ontwikkelingen zijn vooral van belang in het geval van twee subcomponenten, namelijk de langerlopende deposito's en de door de MFI's uitgegeven schuldbewijzen. De groeivertraging in de aangehouden langerlopende deposito's is mogelijkterwijs toe te schrijven aan een verschuiving naar kortere looptijden, gelet op de helling van de rendementscurve en op de verscherping van de financiële spanningen, terwijl de ontwikkelingen van de door de MFI's uitgegeven langlopende schuldbewijzen wijzen op de moeilijkheden om zich via dit kanaal te financieren.

Het netto externe vermogen van de MFI-sector vertoonde in de loop van 2008 twee verschillende trends. In de eerste helft van het jaar werd een aanzienlijke kapitaaluitstroom opgetekend, met

een gemiddelde van meer dan €30 miljard per maand, gevolgd door een instroom van kleinere omvang in de tweede jaarhelft. Die uitstroom was wellicht grotendeels toe te schrijven aan het feit dat niet-ingezetenen activa van het eurogebied verkochten (d.w.z. verschuivingen uit de activa van het eurogebied), terwijl de instroom voortvloede uit het feit dat de externe passiva sterker daalden dan de externe activa. Hierdoor sloeg de in de loop van 2007 opgetekende jaarlijkse instroom inzake het netto externe vermogen van de MFI's aan het begin van 2008 om in een jaarlijkse uitstroom. Deze laatste bereikte in juli een piek van nagenoeg €300 miljard, waarna hij opnieuw afnam. Die aanhoudende uitstroom was waarschijnlijk toe te schrijven aan internationale portefeuilleherschikkingen, voornamelijk als gevolg van de verslechtering van de economische vooruitzichten in het eurogebied en de noodzaak om liquiditeiten te verkrijgen. Uit de monetaire voorstelling van de betalingsbalans blijkt dat de jaarlijkse uitstroom in het netto externe vermogen van de MFI's vooral voortvloeit uit een vermindering van de netto beleggingen in aandelen.

#### **SPANNINGEN OP GELDMARKT VERSCHERPEN TEGEN ACHTERGROND VAN ONRUST OP FINANCIËLE MARKTEN**

De eurogeldmarkten bleven gedurende heel 2008 ernstige spanningen vertonen na het uitbreken van de mondiale financiële beroering in augustus 2007. De interbancaire handelsvolumes bleven zeer bescheiden, voornamelijk voor de langere looptijden, en de ecarts tussen de gewaarborgde en niet-gewaarborgde geldmarktrentetarieven bleven naar historische maatstaven zeer hoog.

De niet-gewaarborgde geldmarktrente steeg over het hele looptijdenspectrum tussen januari en begin oktober, en daalde nadien aanzienlijk. De driemaands EUREPO, die in januari 2008 op bijna 4% stond, klom naar een piek van circa 4,35% eind juli en begin augustus. Ze handhaafde zich op dat niveau tot medio september, waarna ze daalde tot ongeveer 0,94% eind februari 2009. Een en ander was vooral toe te schrijven aan het verloop van de belangrijkste rentetarieven

van de ECB en aan de marktverwachtingen ten aanzien van die rentetarieven (zie Paragraaf 1 van dit hoofdstuk).

Naast de ontwikkelingen inzake de beleidsrente speelden zowel de wisselende intensiteit van de op de financiële markten heersende spanningen als de impact van die spanningen op de krediet- en liquiditeitspremies een belangrijke rol bij het bepalen van de niet-gewaarborgde geldmarktrentetarieven (zie Kader 2). Meer bepaald steeg de driemaands EURIBOR van een dieptepunt van 4,29% op 29 januari tot een piek van 5,39% op 9 oktober. De stijging was met name scherp in de nasleep van het faillissement van Lehman Brothers medio september (zie Grafiek 9). De driemaands EURIBOR zakte vervolgens tot 2,89% eind 2008, niet alleen als gevolg van de verwachtingen omtrent verlagingen van de beleidsrente, maar ook

omdat een aantal lidstaten overheidsmaatregelen hadden aangekondigd om de financiële instellingen te ondersteunen. Eind februari 2009 stond de driemaands EURIBOR op 1,83%.

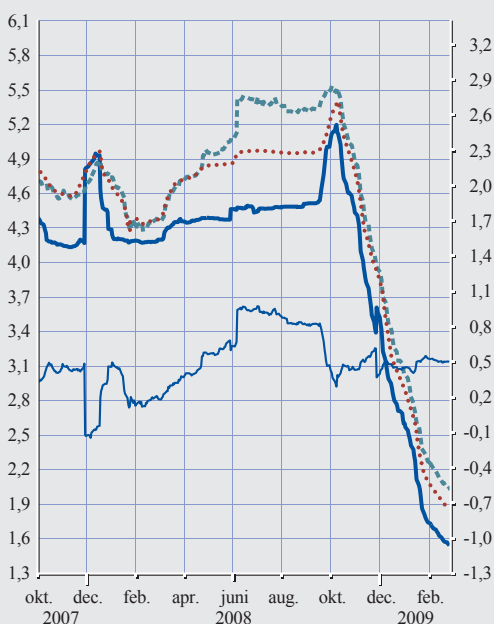
De helling van de geldmarktrendementscurve – zoals afgemeten aan het verschil tussen de twaalfmaands en de eenmaands EURIBOR – vertoonde in de loop van 2008 een zekere volatiliteit, waarbij dat verschil steeg van een dieptepunt van 12 basispunten eind januari 2008 tot een piek van 97 basispunten in juni, waarna het eind februari 2009 zakte tot, en zich handhaafde op, ongeveer 50 basispunten.

Het verschil tussen de gewaarborgde en niet-gewaarborgde geldmarktrentetarieven was eveneens zeer volatiel in 2008. Het bleef naar historische maatstaven hoog, en overschreed het niveau dat in de tweede helft van

**Grafiek 9 Rente op niet door onderpand gedekte geldmarktkredieten**

(procenten per jaar; daggegevens)

- eenmaands EURIBOR (linkerschaal)
- ... driemaands EURIBOR (linkerschaal)
- - - twaalfmaands EURIBOR (linkerschaal)
- verschil tussen twaalfmaands en eenmaands EURIBOR (rechterschaal)

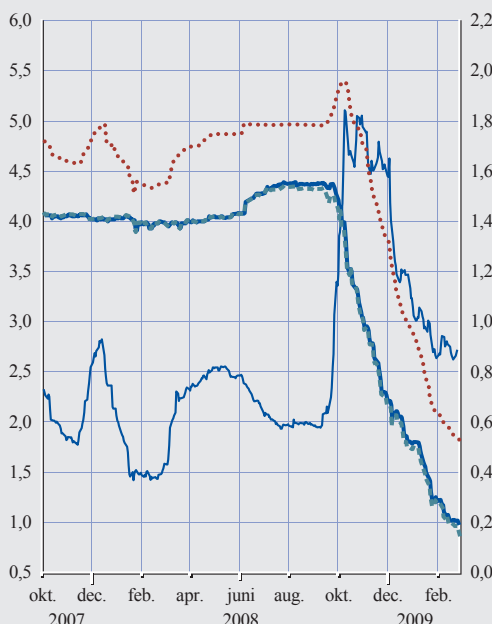


Bronnen: ECB en Reuters.

**Grafiek 10 Driemaands EUREPO, EURIBOR en overnight index swap**

(procenten per jaar; daggegevens)

- driemaands EUREPO (linkerschaal)
- ... driemaands EURIBOR (linkerschaal)
- - - driemaands overnight index swap
- verschil tussen de driemaands EURIBOR en EUREPO (rechterschaal)



Bronnen: ECB, Bloomberg en Reuters.

2007 werd opgetekend tijdens de eerste stadia van de financiële beroering. Het verschil tussen de driemaands EURIBOR- en EUREPO-rentetarieven liep op van circa 40 basispunten medio januari 2008 tot ongeveer 70 basispunten in maart na de overname van Bear Stearns door JPMorgan Chase; het bereikte een piek van 184 basispunten begin oktober, en zakte daarna tot ongeveer 90 basispunten eind februari 2009 (zie Grafiek 10).

De impliciete volatiliteit zoals afgeleid uit de opties op driemaands EURIBOR-futures-contracten schommelde eveneens aanzienlijk in 2008, een weerspiegeling van de volatiele situatie op de geldmarkt en de onzekerheid omtrent de macro-economische vooruitzichten en derhalve de koers van het monetaire beleid. Als gevolg van de grote onzekerheid die volgde op het faillissement van Lehman Brothers, bereikte deze maatstaf van de rentevolatiliteit (d.w.z. de impliciete volatiliteit zoals afgeleid uit de driemaands EURIBOR-futures-contracten met vervaldag in maart 2009) op 10 oktober een piek.

#### RENDEMENT OP OVERHEIDSOBLIGATIES NEEMT AF BIJ HOGE VOLATILITEIT IN 2008

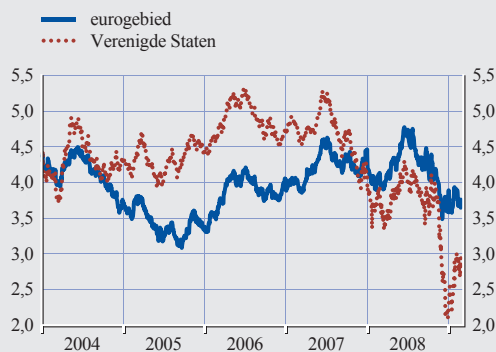
In 2008 werden de markten voor overheidsobligaties, zowel in het eurogebied als in de rest van de wereld, gekenmerkt door grote rendementsschommelingen, die vooral voortvloeiden uit de directe en indirecte gevolgen van de verscherpte financiële crisis. Tegen de achtergrond van een hoge dagelijkse volatiliteit liep het rendement op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied en de Verenigde Staten in 2008 algemeen beschouwd fors terug, in hoge mate onder de impuls van de aanhoudende voorkeur van de beleggers voor zeer liquide en veilige effecten, de forse verlagingen van de monetaire-beleidsrente, en uiteindelijk de scherpe neerwaartse herzieningen van de marktvooruitzichten ten aanzien van de economische activiteit en de inflatie. De uitzonderlijke onzekerheid omtrent de uiteindelijke gevolgen van de financiële crisis voor de toekomstige mondiale economische situatie en de daaropvolgende

monetaire-beleidsreacties kwam tot uiting in het verhoogde niveau van de feitelijke en verwachte volatiliteit op de obligatiemarkten, waarbij de onzekerheid van de beleggers vooral tegen het einde van het jaar toe opliep tegen de achtergrond van de verscherpte financiële spanningen na het faillissement van Lehman Brothers. Bovendien bleef het ecart tussen het rendement op de langlopende overheidsobligaties van het eurogebied en dat op de langlopende Duitse overheidsobligaties in 2008 toenemen, wat toe te schrijven is aan de verschillen tussen de kredietrisico- en liquiditeitspremies (voor meer bijzonderheden, zie Kader 6). Eind 2008 kwam het rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en de VS op respectievelijk ongeveer 3,6% en 2,2% uit, dat is 75 en 184 basispunten lager dan het niveau van het jaar voordien (zie Grafiek 11).

De ontwikkelingen op de belangrijkste obligatiemarkten kunnen, althans gedeeltelijk, verklaard worden door de gebeurtenissen die verband houden met de aanhoudende financiële beroering, de verdere escalatie ervan sinds september 2008 en de gevolgen ervan voor de

**Grafiek 11 Rendementen op langlopende overheidsobligaties**

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, EuroMTS, Reuters en ECB.

Toelichting: Vóór januari 2007 hebben de rendementen op langlopende overheidsobligaties voor het eurogebied betrekking op tienjaars obligaties of obligaties met de meest vergelijkbare looptijd. Vanaf januari 2007 wordt het rendement op tienjaars obligaties van het eurogebied vertegenwoordigd door het tienjaars parirendement afgeleid uit overheidsobligaties met een AAA-rating van het eurogebied.

reële economie. In de loop van 2008 werd het financiële landschap grondig hertekend, tegen de achtergrond van een aantal onthutsende gebeurtenissen. Als gevolg hiervan kondigden de regeringen, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied, een aantal maatregelen aan die erop gericht waren het financiële stelsel te ondersteunen, het consumentenvertrouwen te versterken, de economische activiteit aan te zwengelen en de beschikbaarheid van krediet voor huishoudens en ondernemingen te verzekeren. In de Verenigde Staten verdween, te beginnen met de overname van Bear Stearns door JPMorgan Chase in maart, het bedrijfsmodel van de alleenstaande effectenbank. De financiële crisis escaleerde aan het einde van de zomer/in de herfst, toen onder meer de door de Amerikaanse overheid gesponsorde ondernemingen Fannie Mae en Freddie Mac in handen van de overheid kwamen, Lehman Brothers het faillissement aanvraag, en de Federal Reserve een uitzonderlijke lening aan de verzekeringsgroep AIG verstrekte in ruil voor een belang van 80%. Tegen eind september was de ernstige financiële malaise ook uitgedijd naar het eurogebied, waar ze verschillende financiële instellingen onder druk zette. Als gevolg hiervan werden in het eurogebied een aantal maatregelen genomen die het bankwezen moesten ontlasten. Zoals gemeld door de Europese Commissie met betrekking tot de verklaring over een gecoördineerd Europees actieplan van de eurolanden op de top van 12 oktober, waren die maatregelen bedoeld om “de nationale inspanningen om de banken te ondersteunen, de deposanten te beschermen en de kredietstroom te verhogen, te coördineren. Krachtens het plan zouden de nationale regeringen zich in de banken inkopen om hun financiële positie te verbeteren, en de bankherfinancieringen tijdelijk te waarborgen om de kredietchaarste te verlichten”. Tegen die achtergrond, en in het licht van de verslechterde macro-economische vooruitzichten, nam zowel de Federal Reserve als de ECB een reeks initiatieven om hun liquiditeitsfaciliteiten te verbeteren en steun te verlenen aan de financiële markten. Bovendien verlaagden de twee centrale banken herhaaldelijk hun beleidsrente, wat een effect sorteerde op de obligatierendementen. Zo

culmineerden de acties van de Federal Reserve op 16 december 2008 in een verlaging van de beleidsrente tot een ongekend laag niveau. De doelstelling voor de “federal funds rate” werd gehandhaafd binnen een marge begrepen tussen nul en 0,25%, in plaats van op een punt. Bovendien kondigde de Federal Reserve onder meer de mogelijkheid aan om langerlopend schatkistpapier aan te kopen, wat de rendementen op overheidsobligaties misschien mede heeft gedrukt.

Tegen die achtergrond zette de dalende trend in het rendement op langlopende overheidsobligaties zich tot het begin van de lente van 2008 aan beide zijden van de Atlantische Oceaan voort. Die dalende trend had medio 2007 ingezet, op het ogenblik dat de bezorgdheid over de toestand van de Amerikaanse vastgoedmarkt begon toe te nemen. Deze episode bracht een scherpe daling van de risicobereidheid teweeg, die resulteerde in portefeuilleherstructureringen van aandelen en andere risicovolle activa naar overheidsobligaties, en in een daaropvolgende daling van de rendementen. De rendementen op tienjaars overheidsobligaties namen tussen het voorjaar en het einde van de zomer toe, en gingen nadien fors naar beneden. De stijging van de rendementen kan worden toegeschreven aan de perceptie van de toegenomen mondiale inflatierisico's tegen de achtergrond van de sterke opwaartse druk op de prijzen voor grondstoffen en voedingsmiddelen. Hun daaropvolgende daling daarentegen kan worden verklaard door periodes van vlucht naar kwaliteit en liquiditeit omdat de bezorgdheid omtrent de financiële sector en meer bepaald omtrent de verdere escalatie van de financiële beroering, opnieuw de kop opstak. Bovendien hebben de in het najaar gepubliceerde macro-economische gegevens – die wezen op een aanzienlijke vertraging van de mondiale groei en op een gewijzigde perceptie van de inflatierisico's, die neerwaarts werden herzien – tot deze daling van de obligatierendementen bijgedragen. Het zal geen verbazing wekken dat de vermindering van de obligatierendementen in de Verenigde Staten, waar de financiële crisis zeer ernstige proporties aannam, meer uitgesproken was dan



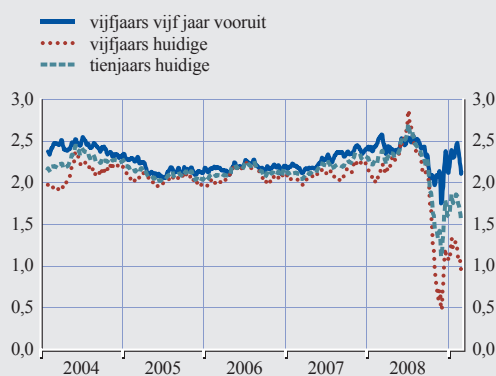
in het eurogebied. Meer in het algemeen werden de Amerikaanse overheidsobligaties gemiddeld genomen ook als meer liquide beschouwd dan de overheidsobligaties van het eurogebied, wat eveneens bijdroeg tot een verdere daling van de rendementen op de overheidsobligaties in de Verenigde Staten.

In het eurogebied zweefde het reële rendement op de overheidsobligaties van het begin van het jaar tot ongeveer medio september rond 2%. Vervolgens ging het reële rendement tot ongeveer eind oktober in de hoogte. Na in oktober een piek van ongeveer 3% te hebben bereikt, nam het vijfjaars reële termijnerendement vijf jaar vooruit af en beliep het aan het einde van het jaar net iets minder dan 2%. Terwijl het reële rendement tussen september en oktober opliep als gevolg van de lage liquiditeit en technische factoren die ontwrichtingen veroorzaakten in de inflatiegebonden obligatiemarkt, werd die trend nadien omgebogen tegen de achtergrond van de bezorgdheid omtrent de macro-economische vooruitzichten.

Gedurende 2008 werd het verloop in de tijd van de vijfjaars “break even”-inflatie vijf jaar vooruit, dat de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers op de lange termijn meet alsook de daarmee verband houdende risicopremies, tevens beïnvloed door de ontwikkelingen op de financiële markten en door de macro-economische vooruitzichten. Hoewel deze maatstaf van de lange-termijn inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers en van de daarmee verband houdende risicopremies in het eurogebied opliep en zich tot de zomer op nagenoeg 2,5% handhaafde als gevolg van de toenemende druk op de prijzen voor grondstoffen en voedingsmiddelen, liet hij in het najaar een significante daling optekenen (zie Grafiek 12). Eind 2008 bedroeg dit percentage circa 2%. Zowel de matiging van de inflatieverwachtingen, tegen de achtergrond van zwakkere economische vooruitzichten, als de technische factoren die de relatieve prijsstelling van de conventionele nominale obligaties verstoorden ten opzichte van de doorgaans veel minder liquide inflatiegebonden

**Grafiek 12 Nulcoupon-“break even”-inflatie in het eurogebied**

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



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.

overheidsobligaties, droegen tot die afname bij. Derhalve werd de interpretatie van de “break even”-inflatie als indicator van de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers en de daarmee verband houdende risicopremies, sterk bemoeilijkt door specifieke marktfactoren, in het bijzonder sinds de escalatie van de financiële crisis in september.

De perceptie van de marktdeelnemers ten aanzien van de onzekerheid omtrent de overheidsobligaties in het eurogebied en de Verenigde Staten, zoals afgemeten aan de impliciete volatiliteit, bleef gedurende het jaar toenemen, en vanaf september in een versneld tempo, tegen de achtergrond van de grote onrust op de mondiale financiële markten. In deze periode van het jaar, na het uiteenvallen van een aantal grote actoren in het financiële stelsel en de daaropvolgende vlucht naar veiligheid en liquiditeit, bereikte de volatiliteit op de obligatiemarkten in de Verenigde Staten een bijzonder hoog niveau. Tegen eind september, toen de financiële instabiliteit ook in Europa ernstiger proporties aannam, nam de volatiliteit op de obligatiemarkten evenwel ook aan deze kant van de Atlantische Oceaan toe (voor meer bijzonderheden, zie Kader 3).

In de eerste twee maanden van 2009 lieten de rendementen op de langlopende overheidsobligaties in het eurogebied een lichte stijging optekenen met ongeveer 10 basispunten, terwijl de toename van de rendementen op de Amerikaanse obligaties meer uitgesproken was en circa 80 basispunten beliep. Op 27 februari bedroeg het rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten respectievelijk 3,7% en 3,0%. Het verloop van de rendementen op langlopende obligaties werd aan beide zijden van de Atlantische Oceaan beïnvloed door de verzwakkende economische vooruitzichten, door de verhoogde risicoaversie en de daarmee gepaard gaande stromen als gevolg van een vlucht

naar veiligheid, alsook door de toenemende bezorgdheid omtrent de financieringsbehoeften van de overheidsemitenten. Terwijl de eerste twee factoren de neiging vertonen om de rendementen te drukken, vertoont de derde factor – die vooral in de Verenigde Staten de twee overige factoren leek te domineren – de neiging om de rendementen op te drijven. Over dezelfde periode namen ook in het eurogebied de rendementen op langlopende inflatiegebonden obligaties toe, wellicht als gevolg van de aanhoudende spanningen op de markt van de inflatiegebonden obligaties.

#### **AANDELENKOERSEN IN 2008 FORS GEDAALD**

Het jaar 2008 werd gekenmerkt door een hoge volatiliteit en een scherpe daling van de

### **Kader 3**

#### **VOLATILITEIT EN LIQUIDITEIT OP DE AANDELEN- EN OVERHEIDSOBLIGATIEMARKTEN**

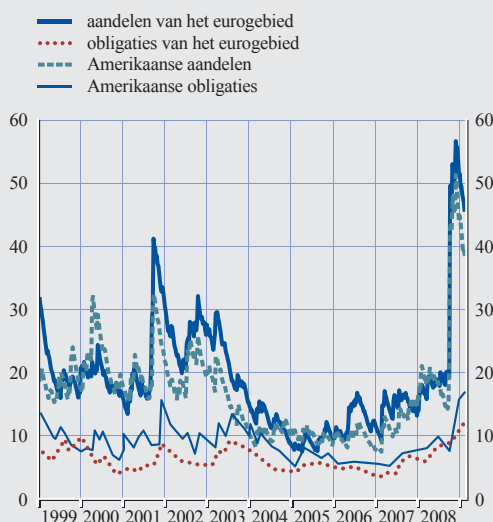
De aandelen- en obligatiemarkten zijn in de loop van de financiële crisis almaar volatieler geworden, zoals blijkt uit Grafiek A<sup>1</sup>. Deze hoge mate van marktvolatiliteit vloeit voort uit een combinatie van factoren: de afwikkeling van ongedekte posities, het grote aantal informatieschokken die de markten troffen, de grote onzekerheid en de hoge risicoaversie vanwege de marktdeelnemers. Vermoedelijk heeft deze verhoogde risicoaversie het effect van de informatieschokken en van de onzekerheid op het prijsverloop nog versterkt, waardoor de prijsschommelingen groter waren dan het geval zou zijn geweest bij een geringere risicoaversie.

Tijdens de crisis bestond er gedurende lange periodes een sterke negatieve correlatie tussen het rendement op aandelen en obligaties (zie Grafiek B). Deze negatieve correlatie zou kunnen worden geïnterpreteerd als een aanwijzing voor “safe-haven flows” van de aandelenmarkten naar de meest liquide segmenten van de overheidsobligatiemarkten. Een dergelijke uitgesproken negatieve correlatie werd voor het laatst opgetekend op het ogenblik dat de aandelenmarkt een dieptepunt bereikte in 2003. Tijdens de laatste maanden van 2008 werd de negatieve correlatie tussen deze markten minder uitgesproken, naarmate ook de obligatiemarkten volatieler werden. Dit gebeurde toen het steeds duidelijker werd dat er significante overloopeffecten plaatsvonden van de ontwikkelingen op de financiële markten naar de reële economie. Naast de toegenomen variabiliteit van de inflatieverwachtingen en risicopremies, hebben significante herzieningen van de verwachtingen van de marktdeelnemers ten aanzien van de toekomstige ontwikkelingen van de monetaire-beleidsrente wellicht bijgedragen tot de toegenomen volatiliteit van het rendement op langlopende obligaties.

<sup>1</sup> Zie het Kader “Abnormal volatility in global stock markets” in het ECB Maandbericht van november 2008.

### Grafiek A Gerealiseerde volatiliteit van de wekelijkse rendementen op aandelen en obligaties

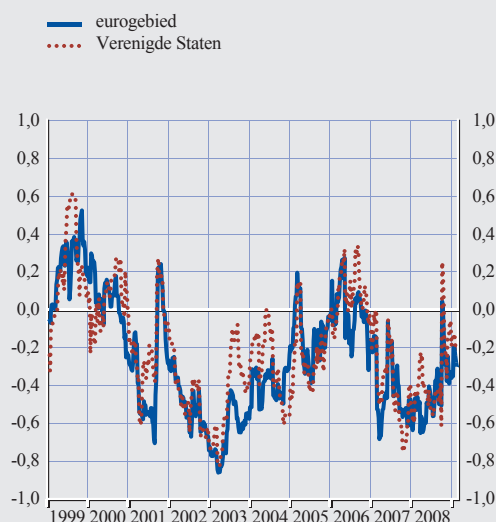
(procenten per jaar; weekgegevens)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De aandelenrendementen werden berekend volgens de Dow Jones EURO STOXX-index voor het eurogebied en de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten. De obligatierendementen werden berekend aan de hand van de Amerikaanse en Duitse nulcouponrendementen afkomstig van Bloomberg. De volatiliteiten werden berekend op basis van de exponentieel gewogen voortschrijdende gemiddelden.

### Grafiek B Correlatie tussen de wekelijkse obligatie- en aandelenrendementen

(weekgegevens)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De rendementen werden verkregen zoals aangegeven in Grafiek A. De correlaties werden berekend met behulp van de exponentieel gewogen voortschrijdende gemiddelden.

Door de toegenomen volatiliteit op de markten voor overheidsobligaties werden de marktdeelnemers algemeen beschouwd minder bereid gevonden om elkaar liquiditeit te blijven verschaffen door voor grote bedragen verhandelbare noteringen te plaatsen op de markten voor limietorders. Hoewel de meest liquide overheidsobligaties, zoals die uitgegeven door de Amerikaanse en Duitse regeringen, tijdens de financiële crisis als “safe haven” voor de beleggers fungeerden, kwam de liquiditeit zelfs voor die categorie van activa onder druk te staan<sup>2</sup>. In tegenstelling tot aandelen worden overheidsobligaties grotendeels verhandeld buiten de beurzen, wat onvermijdelijk impliceert dat het beeld van de handelsactiviteit op deze markten meer versnipperd is. Uit de beschikbare aanwijzingen afkomstig van de elektronische handelsplatforms, waarvan gebruik wordt gemaakt voor de verhandeling van de Europese overheidsobligaties, blijkt dat zowel de verhandelde volumes als de genoteerde hoeveelheden beduidend zijn afgenomen, zelfs voor de meest liquide effecten. Er zijn ook aanwijzingen voor een verslechtering van de marktliquiditeit in de genoteerde “bid-ask spreads”, die heel wat groter zijn geworden. Net als in eerdere periodes van liquiditeitsspanning – zoals tijdens de onrust in 1998 – was de verslechtering van de liquiditeit het meest uitgesproken voor de effecten, die reeds vóór het uitbreken van de financiële crisis relatief illiquide waren. Zo blijkt het rendement op de inflatiegebonden obligaties sterk te zijn beïnvloed door de liquiditeitspremies op een aantal markten<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Zie Kader 6 voor een nadere analyse van de impact van de vlucht naar veiligheid op de markten van overheidsobligaties in het eurogebied.

<sup>3</sup> Zie het Kader “Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations” in het ECB Maandbericht van november 2008.

Volgens de marktdeelnemers worden met name de grotere handelstransacties steeds vaker uitgevoerd door “inter-dealer” makelaars, met tot gevolg dat de daling van de op de elektronische handelsplatforms verhandelde volumes waarschijnlijk de daling van de totale handelsactiviteit overschat. Het niveau van de handelsactiviteit op de markt voor overheidsobligaties van het eurogebied kan echter ook worden afgeleid uit de futures-markt. De futures-contracten op overheidsobligaties behoren tot de meest intensief verhandelde instrumenten ter wereld, en zijn een van de weinige markten waarvan de liquiditeit relatief intact is gebleven. Een duidelijk voordeel van futures bij het meten van de marktactiviteit is dat ze op de beurs verhandelde instrumenten zijn waarvoor de gegevens betreffende de totale activiteit vlot beschikbaar zijn.

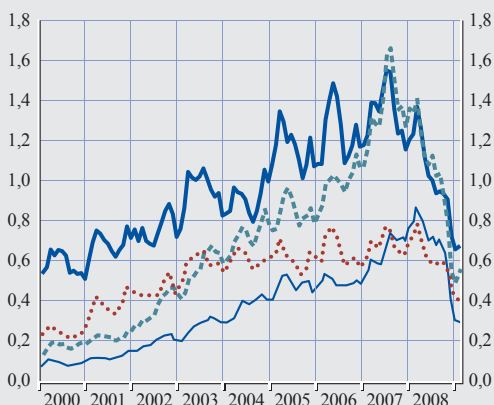
Uit fragmentarische gegevens blijkt dat de obligatiedealers de omvang van hun balansen fors hebben gereduceerd als reactie op de toegenomen volatiliteit van de rendementen en de hogere financieringskosten. Aangezien futures-contracten zeer vaak worden gebruikt voor het dekken van het renterisico op de obligatieportefeuilles van de dealers, is het mogelijk dat het aantal met dit doel verhandelde futures is afgenomen. Uit Grafiek C blijkt dat het verhandelde volume voor futures-contracten inderdaad afgenomen is sinds het uitbreken van de financiële onrust medio 2007. Meer bepaald is het aantal verhandelde contracten voor het meest gangbare instrument – de tienjaars overheidsobligatiefuture – sinds medio 2007 met meer dan twee derde afgenomen in de Verenigde Staten en met meer dan de helft in Duitsland. Iets kleinere dalingen werden opgetekend in de handelsvolumes voor de vijfjaars obligatiefutures.

Uit Grafiek D blijkt dat de volumes voor de aandelenmarkten – gemeten als het gemiddelde aantal verhandelde aandelen per maand – relatief goed stand hebben gehouden, zowel in het eurogebied

### Grafiek C Handelsvolumes voor futures-contracten op overheidsobligaties

(miljoenen contracten; driemaands voortschrijdende gemiddelden van daggegevens)

- futures op tienjaars Duitse Euro-Bunds
- ..... futures op vijfjaars Duitse Euro-Bobl
- - - futures op tienjaars Amerikaans overheidspapier
- futures op vijfjaars Amerikaans overheidspapier

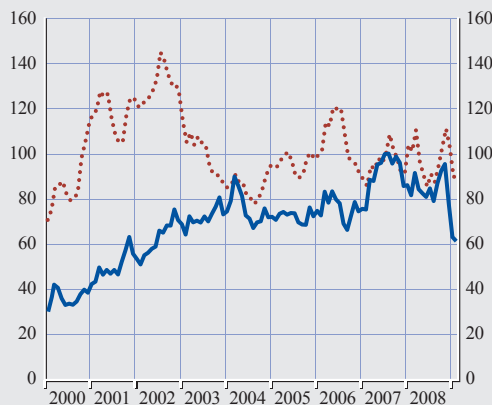


Bronnen: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade en Eurex Deutschland.  
Toelichting: De theoretische omvang van elk contract bedraagt €100.000 voor de futures op de Euro-Bobl en Euro-Bunds, en USD 100.000 voor de futures op vijfjaars en tienjaars overheidspapier.

### Grafiek D Handelsvolumes in aandelenmarkten

(indexcijfer: juli 2007=100; driemaands voortschrijdende gemiddelden van maandgegevens)

- Dow Jones EURO STOXX-index
- ..... Standard & Poor's 500-index



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De volumes worden gemeten als het totale aantal verhandelde aandelen voor de ondernemingen die in de indices zijn opgenomen.

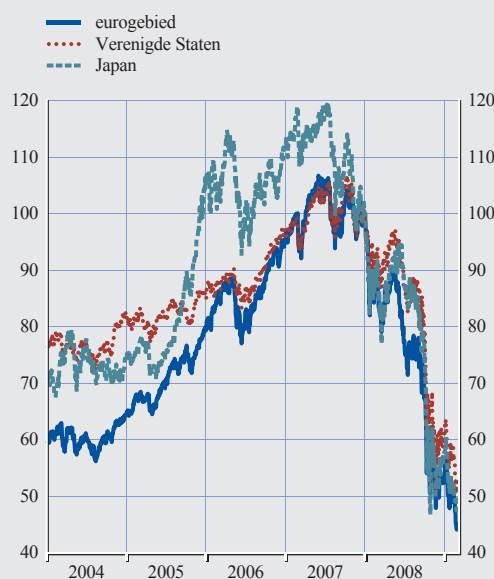
als in de Verenigde Staten, hoewel ze vooral in het eurogebied begin 2009 enigszins slonken. Zoals hierboven opgemerkt, is het mogelijk dat de vrij stevige handelsvolumes op de aandelenmarkten een gevolg zijn van de talrijke informatieschokken die de markten hebben getroffen. Bij overigens gelijkblijvende omstandigheden zouden de marktkoersen zich moeten aanpassen wanneer nieuwe informatie beschikbaar wordt. Zo zal de verhandelingsfrequentie ook toenemen wanneer informatieschokken de markten treffen met een grotere frequentie dan normaal. Voor de aandelenmarkten kunnen deze informatieschokken zowel herziene verwachtingen ten aanzien van de toekomstige dividenden als veranderingen in de disconteringsfactor weerspiegelen. Daarentegen worden de “cash flows” van de standaard overheidsobligaties vastgesteld in nominale termen, en reageren de waarderingen derhalve uitsluitend op veranderingen in de disconteringsfactor.

De aanzienlijke toename van de macro-economische onzekerheid in de loop van 2008 heeft, in combinatie met het afbouwen van de balansen door de marktdeelnemers, uitschieters in de volatiliteit teweeggebracht, alsook een forse verslechtering van de marktliquiditeit in talrijke segmenten van de financiële markten. Dit heeft zelfs markten aangetast die normaliter als zeer liquide worden beschouwd en die doorgaans worden gekenmerkt door een minimaal risiconiveau, zoals de markten voor overheidsobligaties in het eurogebied. De volatiliteit zou uiteindelijk moeten afnemen zodra de macro-economische onzekerheid luwt en er een einde komt aan de periode van “deleveraging” (het terugdringen van de relatieve schuldsposities), waardoor de marktliquiditeit enigszins zou worden hersteld.

aandelenkoersen overal ter wereld, tegen de achtergrond van een aantal gebeurtenissen die, voornamelijk in de Verenigde Staten, het financiële landschap hebben hertekend en die tevens de mondiale macro-economische situatie hebben verslechterd. Al met al noteerden de aandelenkoersen eind 2008 in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan – zoals afgemeten aan respectievelijk de Dow Jones EURO STOXX, de Standard & Poor’s 500 en de Nikkei 225-indices – ongeveer 46%, 39% en 42% lager dan eind 2007 (zie Grafiek 13). De schommelingen van de aandelenkoersen werden bijzonder uitgesproken in maart en vanaf september, als gevolg van de onrust op de internationale financiële markten. Bovendien droeg ook de afname van de gerealiseerde en verwachte winstgroei aan beide zijden van de Atlantische Oceaan bij tot de negatieve resultaten van de aandelenmarkten. Deze prijsontwikkelingen vonden plaats tegen de achtergrond van een hoge volatiliteit, die in oktober en november toenam tot een uitzonderlijk niveau.

**Grafiek 13 Belangrijkste aandelenkoersindices**

(index met als aangepaste basis 31 december 2007 = 100; daggegevens)



Bronnen: Reuters en Thomson Financial Datastream.  
Toelichting: De gebruikte indices zijn 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.

Van het begin van het jaar tot medio maart 2008 volgden de aandelenkoersen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan een neerwaartse trend. Deze laatste werd deels omgebogen toen Bear Stearns werd overgenomen door JP Morgan Chase na van de Federal Reserve een lening voor financiering zonder beroep te hebben ontvangen. Het reddingspakket van Bear Stearns werd gunstig onthaald door de marktdeelnemers, die hun risicoperceptie aanpasten, wat bijdroeg tot de ondersteuning van de aandelenmarkten. Tegen deze achtergrond steeg de Dow Jones EURO STOXX van medio maart tot begin juni met bijna 10%, de Standard & Poor's 500 met circa 8,5% en de Nikkei 225 met 22,5%.

Tijdens de zomer kelderden de aandelenkoersen echter door de weer opflakkerende bezorgdheid omtrent de financiële sector en de vooruitzichten voor de wereldeconomie. Tijdens deze periode verzwaarde de druk op de door de Amerikaanse regering gesponsorde ondernemingen ("government-sponsored enterprises" of GSE's) Fannie Mae en Freddie Mac alsook op de obligatieverzekeraars. Bovendien gingen de grondstoffenprijzen in de eerste helft van de zomer snel omhoog, waardoor de vooruitzichten voor de wereldeconomie versomberden. In september escaleerden de gebeurtenissen op de financiële markten nog meer, toen in de Verenigde Staten de bovenvermelde GSE's in handen van de overheid kwamen, de Federal Reserve samen met de Amerikaanse Schatkist de redding van de verzekeringsgroep AIG regelde, en het bedrijfsmodel van de alleenstaande effectenbank ophield te bestaan na het faillissement van Lehman Brothers, de overname van Merrill Lynch door de Bank of America, en de omvorming van Goldman Sachs en Morgan Stanley tot bankholdings. Na deze uitzonderlijke gebeurtenissen en als reactie op het uitdijen van de beroering buiten het Amerikaanse financiële stelsel, werden ook voor een aantal Europese financiële instellingen door de overheid gesponsorde reddingsplannen opgezet. Aan beide zijden van de Atlantische Oceaan namen zowel regeringen als overheidsinstellingen een aantal maatregelen om het financiële stelsel te stabiliseren. Deze maatregelen

hieldden verband met depositogaranties voor particuliere rekeninghouders, maatregelen voor de herkapitalisatie van banken, en acties om de bankliquiditeit te versterken. Bovendien verlaagden de belangrijkste centrale banken hun beleidsrente tegen de achtergrond van de verscherping van de financiële beroering en de verslechtering van de macro-economische vooruitzichten.

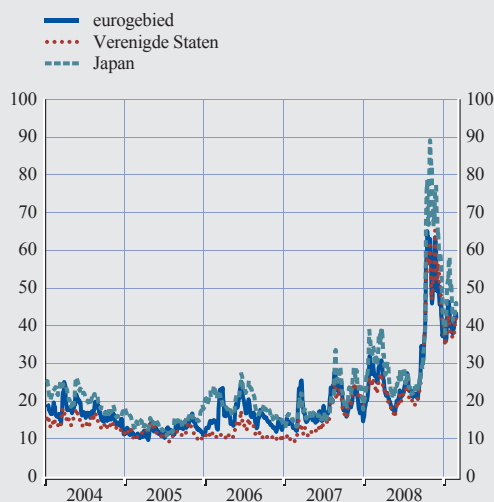
De daling van de aandelenkoersen werd nog in de hand gewerkt door een vermindering van de gerealiseerde en verwachte winstgroei aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. Tussen december 2007 en december 2008 werd de gerealiseerde winstgroei – berekend in termen van winst per aandeel van de ondernemingen opgenomen in de Dow Jones EURO STOXX-index – negatief tot circa -16%. Evenzo werden ook de winstverwachtingen fors neerwaarts herzien. Het voorspelde jaarlijkse groeipercentage van de winst per aandeel twaalf maanden vooruit slonk van ongeveer 9% eind december 2007 tot circa 1,6% eind december 2008. De daling van de winstgevendheid van de ondernemingen in het eurogebied had, in combinatie met het negatieve nieuws van de macro-economische indicatoren, een negatieve weerslag op de beurskoersen.

Tegen de achtergrond van de aanhoudende onrust op de financiële markten en de verslechtering van de macro-economische situatie, heerste op de aandelenmarkten grote onzekerheid, zoals afgemeten aan de impliciete volatiliteit afgeleid uit de aandelenopties. De volatiliteit van de aandelenkoersen was vooral hoog tijdens de belangrijkste periodes die de financiële markten ontredderden, d.w.z. in maart en vanaf september (zie Grafiek 14). In die context is het waarschijnlijk dat de risicopremies op aandelen gestegen zijn, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten, wat de aandelenkoersen mede heeft gedrukt.

Vanuit sectoraal oogpunt zijn het, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten, vooral de aandelenkoersen in de financiële sector die

#### Grafiek 14 Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten

(procenten per jaar; vijfdaags voortschrijdend gemiddelde van daggegevens)



Bron: Bloomberg.

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 aandelenindices 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.

tussen december 2007 en december 2008 de zwaarste verliezen hebben geleden: ze zakten met respectievelijk circa 57% en 51%. De aandelenkoersen in de niet-financiële sector liepen eveneens fors terug, namelijk met ongeveer 41% in het eurogebied en 36% in de Verenigde Staten.

Begin 2009 duwden de verslechterende mondiale economische vooruitzichten alsook de nieuwe bezorgdheid omtrent de gezondheid van het financiële stelsel de aandelenkoersen verder omlaag. Tussen eind 2008 en 27 februari 2009 gaven de Dow Jones EURO STOXX en de Standard & Poor's 500-indices respectievelijk om en nabij 17% en 19% prijs.

#### KREDIETOPNEMING DOOR HUISHOUDENS VERDER AFGENOMEN

De dynamiek van de kredietopneming door de huishoudens bleef in de loop van 2008 vertragen

als gevolg van de impact van factoren zoals de verkrapping van de financieringsvoorwaarden, de verzwakking van de economische vooruitzichten en de aanhoudende matiging van de dynamiek op de woningmarkt.

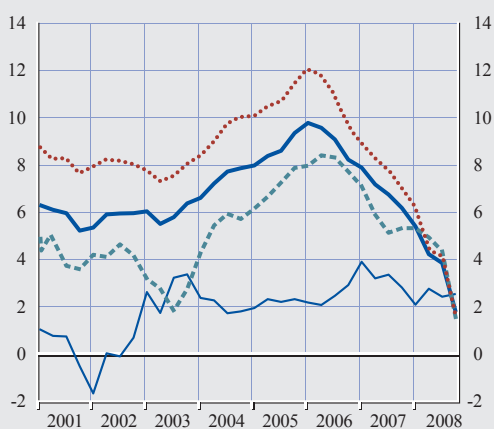
De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan de huishoudens, die in 2008 de belangrijkste bron van kredietopneming door de huishoudens vormden, nam af tot 1,8% in december, een daling ten opzichte van een groei met 6,2% eind 2007. Terzelfder tijd bleef het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan de huishoudens door de niet-MFI's (d.w.z. OFI's, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen) hoger dan dat van de MFI-leningen aan de huishoudens, dat in het derde kwartaal van 2008 10,4% bedroeg. Dit is deels toe te schrijven aan het effect van "true-sale" effectiseringsactiviteiten, waarbij de leningen niet worden erkend en derhalve van de MFI-balansen worden afgevoerd, en vervolgens als leningen van de OFI's worden geboekt.

Uit een opsplitsing van de MFI-leningen aan de huishoudens volgens bestemming blijkt dat die matiging vooral toe te schrijven was aan het vertragende groeitempo van de kredietverlening voor woningaankopen. Het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan de huishoudens voor woningaankopen bedroeg in december 2008 1,7%, tegen 7,1% in december 2007 (zie Grafiek 15). Die teruggang sloot aan bij de tragere stijging van de huizenprijzen en bij de vertraging van de activiteit op de woningmarkt in een aantal economieën van het eurogebied. De resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening door de banken ondersteunen die opvatting, aangezien de banken in de loop van 2008 de slechtere vooruitzichten voor de woningmarkt en de afbrokkeling van het consumentenvertrouwen als de belangrijkste factoren beschouwden die bijdroegen tot het temperen van de vraag van de huishoudens naar woningkredieten. Bovendien waren de slechtere vooruitzichten voor de woningmarkt ook voor een deel verantwoordelijk voor de verkrapping van de kredietverleningscriteria door de banken, die een belangrijke rol speelde in de matiging van de leningengroei.

**Grafiek 15 MFI-leningen aan huishoudens**

(mutaties in procenten per jaar)

- totaal
- ..... woningkredieten
- - - - - consumptief krediet
- overige leningen

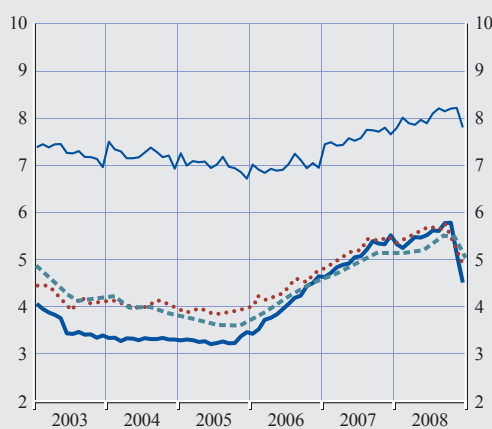


Bron: ECB.

**Grafiek 16 Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen**

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

- korte rente voor leningen aan niet-financiële ondernemingen
- ..... lange rente voor leningen aan niet-financiële ondernemingen
- - - - - rente op woningkredieten voor huishoudens
- rente op consumptief krediet voor huishoudens



Bron: ECB.

De matiging 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 het verlengde van de trend van 2006 en 2007 bleef de MFI-rente voor woninghypotheken stijgen, zij het in een trager tempo, met 31 basispunten tussen december 2007 en september-oktober 2008, waarna ze in het vierde kwartaal met 10 basispunten zakte (zie Grafiek 16). De stijging die werd opgetekend in de eerste drie kwartalen van het jaar, was algemeen verspreid over alle looptijden, maar was toch enigszins hoger voor leningen met een oorspronkelijke rentevaste periode van maximaal één jaar en tussen één en vijf jaar.

De jaarlijkse groei van de consumptieve kredieten nam eveneens af, tot 1,5% in december 2008, dat is circa 4 procentpunten lager dan eind 2007. De afgelopen kwartalen is het jaarlijkse groeitempo van het consumptieve krediet vertraagd in navolging van de afbrokkeling van het consumentenvertrouwen en de geleidelijke vermindering van de particuliere

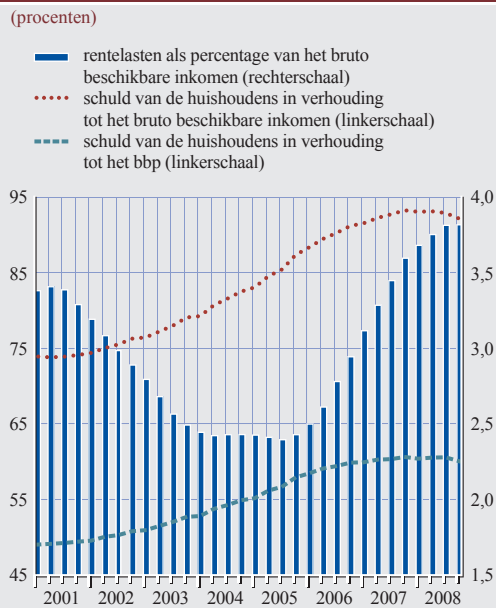
consumptie in het eurogebied. Bovendien blijkt uit de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem dat de kredietverleningscriteria die van toepassing zijn op consumptieve leningen, in 2008 zijn blijven verkrappen, in overeenstemming met de ontwikkelingen in het vierde kwartaal van 2007 als gevolg van de verslechterende verwachtingen ten aanzien van de algemene economische activiteit en de achteruitgang van de kredietwaardigheid van de kredietnemers. De MFI-rente op consumptief krediet, die zich in 2008 ruim boven de rente op woningkredieten handhaafde, nam tussen december 2007 en november 2008 met 56 basispunten toe, waardoor de vraag naar dergelijke leningen werd getemperd. Vervolgens zakte die rente en in december 2008 bevond ze zich 15 basispunten hoger dan in december 2007.

#### **SCHULDENLAST VAN HUISHOUDENS GESTABILISEERD**

In de tweede helft van 2008 leidden de aanhoudende matiging in de groei van de leningen aan de huishoudens en de gestage stijging van



**Grafiek 17 Schuld en rentelasten van de huishoudens**



Bronnen: ECB en Eurostat.  
 Toelichting: De schuld van de huishoudens omvat de totale leningen aan de huishoudens van alle institutionele sectoren, met inbegrip van de rest van de wereld. De rentelasten omvatten niet alle door de huishoudens betaalde financieringskosten, omdat de voor financiële dienstverlening verschuldigde vergoedingen niet zijn inbegrepen. De gegevens voor het laatste kwartaal zijn deels geraamd.

het beschikbare inkomen tot een lichte afname van de verhouding tussen de schuldenlast van de huishoudens en het beschikbare inkomen, die in het vierde kwartaal op circa 92% werd geraamd (zie Grafiek 17). Hetzelfde patroon kan worden vastgesteld voor de verhouding tussen de schuld en het bbp die - op basis van de gegevens uit de geïntegreerde rekeningen voor het eurogebied - in het vierde kwartaal van 2008 zakte tot circa 60%. Dit gezegd zijnde, is de schuldenlast van de huishoudens in het eurogebied nog relatief bescheiden in vergelijking met die in landen zoals de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk. De matiging van de schuldenlast van de huishoudens in het eurogebied heeft bijgedragen tot het stabiliseren van hun blootstelling aan veranderingen in de rente, het inkomen en de activaprijzen. Daarbij zij tevens opgemerkt dat de schuldenlast van de huishoudens aanzienlijke verschillen vertoont tussen de verschillende landen van

het eurogebied. Meer bepaald geldt een hogere risicoblootstelling van de huishoudens in die delen van het eurogebied waar de economische vertraging meer uitgesproken is of waar nog tekenen zijn van een overwaardering op de woningmarkten.

Hoewel het niveau van de schuldenlast van de huishoudens zich in 2008 stabiliseerde, hebben de eerdere stijgingen van de rentetarieven voor leningen aan de huishoudens terzelfder tijd geleid tot een verdere toename van de schuldendienst van de huishoudens, gemeten als de rentelasten plus de aflossingen van de hoofdsom als percentage van het beschikbare inkomen. De rentelast is in de tweede helft van 2008 naar raming immers opgelopen tot 3,8%, een stijging ten opzichte van de 3,6% eind 2007. Dit is ook hoger dan de vorige piek in 2001.

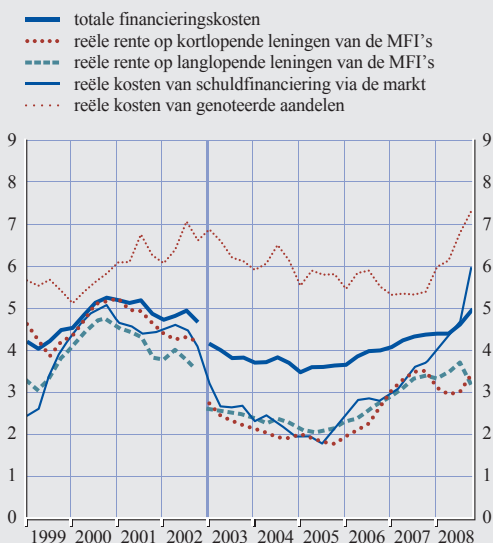
**KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN NEMEN IN 2008 FORS TOE**

Tegen de achtergrond van de onrust op de financiële markten zijn de reële kosten van de externe financiering van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied in 2008 aanzienlijk gestegen in vergelijking met de afgelopen jaren. Hoewel de winstgevendheid van de ondernemingen in de eerste helft van 2008 nog standhield, vertoonde ze tekenen van een snelle verslechtering in de rest van het jaar, voornamelijk in het laatste kwartaal. Na een piek in het eerste kwartaal, vooral als gevolg van de sterke dynamiek van de MFI-leningen, vertraagde de groei van de externe financiering aan de niet-financiële ondernemingen. De financiële hefboom van de niet-financiële ondernemingen is in 2008 naar verwachting verder toegenomen.

Als gevolg van de oplopende spanningen op de financiële en kredietmarkten gingen de totale reële kosten van de externe financiering van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied in 2008 fors in de hoogte (zie Grafiek 18). In het laatste kwartaal van 2008 droeg de duidelijke verslechtering van

### Grafiek 18 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.

de macro-economische verhoudingen en de macro-economische vooruitzichten bij tot een sterke stijging van de kosten van de externe bedrijfsfinanciering, naarmate de toegenomen wanbetalingsverwachtingen en de neerwaartse winstherzieningen gingen wegen op de beoordeling van het krediet- en marktrisico door de beleggers. In de loop van het jaar werd de stijging vooral in de hand gewerkt door een scherpe toename van de reële kosten van de financiering via de markt en van de aandelenfinanciering.

Wat de componenten van de kosten van de externe bedrijfsfinanciering betreft, is de rente op de MFI-leningen aan de niet-financiële ondernemingen in reële termen gedaald (zie Grafiek 18) ten opzichte van eind 2007. De punt-op-puntvergelijking tussen de jaareinden verhult een uitgesproken dynamiek in de loop

van het jaar. Algemeen beschouwd, liet de nominale korte rente gedurende het grootste gedeelte van het jaar een stijging optekenen, in het voetspoor van de opwaartse trend van de driemaands EURIBOR, hoewel het effect in reële termen getemperd werd door de aantrekkende inflatieverwachtingen op de korte termijn tot september. In november en december nam de korte rente een flinke duik, als gevolg van de verlaging van de beleidsrentetarieven en de daling van de geldmarktrentetarieven. Hierdoor daalde de nominale rente op leningen met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot één jaar met 70 en 106 basispunten op respectievelijk kleine en grote leningen.

De lange MFI-belenningsrente daalde, na tot september 2008 te zijn gestegen, in het laatste kwartaal van het jaar vooral voor grote leningen. Vergeleken met eind 2007 bleef de lange MFI-rente voor kleine leningen grotendeels onveranderd, terwijl die voor grote leningen met 72 basispunten zakte. De rendementen op overheidsobligaties met een vergelijkbare looptijd gaven in de loop van het jaar ook een wisselend verloop te zien: aanvankelijk stegen ze, maar nadien liepen ze fors terug. Algemeen beschouwd, kwam het rendement op vijfjaars overheidsobligaties in december 2008 85 basispunten lager uit dan eind 2007. Als gevolg van die ontwikkelingen vertoonde het ecart tussen de langlopende bancaire rentetarieven en de vergelijkbare marktrente gemiddeld beschouwd de neiging om tijdens de tweede helft van het jaar te verruimen. De vergroting van het ecart ging hand in hand met de hoog oplopende kosten voor een financiering via de kapitaalmarkten voor de banken.

De reële kosten van een financiering via de markt voor niet-financiële ondernemingen schoten in 2008 omhoog, waardoor de eind 2007 ingezette trend nog werd versterkt. Tegen december 2008 lagen die kosten 200 basispunten boven het niveau van het voorgaande jaar en 420 basispunten boven het historische dieptepunt van 2005. Het eind 2008 bereikte niveau vormt een absoluut record sinds de oprichting van de EMU, en was veel

hoger dan het in 2000 opgetekende niveau. Daarentegen daalden, zoals hierboven vermeld, de rendementen op overheidsobligaties met een vergelijkbare looptijd. Hierdoor namen de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties gedurende de tweede helft van 2008 fors toe. De vergroting van de ecart weerspiegelt tevens de verkrapping van de kredietverleningscriteria en de hogere inschatting van het kredietrisico bij de beleggers.

De reële kosten van de genoteerde aandelen van niet-financiële ondernemingen gingen tijdens het jaar fors omhoog. Een duidelijke verslechtering vond plaats in de tweede helft van 2008, toen de beurskoersen (zoals afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX, een ruime index van het eurogebied) kelderden en de risicoaversie uitzonderlijk groot werd. Na in de eerste helft van het jaar een merkwaardige veerkracht te hebben vertoond, liet ook de winstgroei van de beursgenoteerde ondernemingen een aanzienlijke verslechtering optekenen; tegen november werd hij op jaarbasis negatief.

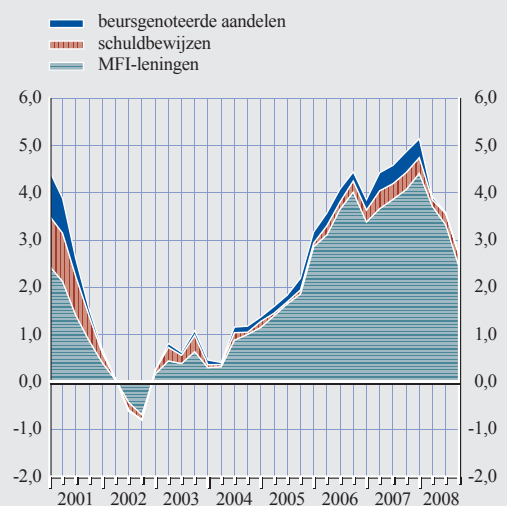
#### TEMPO VAN VRAAG NAAR EXTERNE FINANCIERING DOOR NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN VERTRAAGD

De externe financiering van de niet-financiële ondernemingen liep in de loop van 2008 geleidelijk terug. In het vierde kwartaal van 2008 bedroeg het reële jaarlijkse groeitempo van de financiering van de niet-financiële ondernemingen 2,7%, een daling ten opzichte van de 4,9% in het vierde kwartaal van 2007 en de 5,1% in het eerste kwartaal van 2008. Die ontwikkeling werd voornamelijk in de hand gewerkt door de vertraging – weliswaar vertrekend van een hoog peil – van de bijdrage van de door de MFI's verstrekte leningen en, in mindere mate, door de afname van de uitgifte van genoteerde aandelen, terwijl de bijdrage van schuldbewijzen grotendeels stabiel bleef (zie Grafiek 19).

Volgens geaggregeerde gegevens op ondernemingsniveau, afgeleid uit de financiële rekeningen van de beursgenoteerde ondernemingen, hielden de winsten tijdens de

**Grafiek 19 Opsplitsing van de reële jaarlijkse groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen<sup>1)</sup>**

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

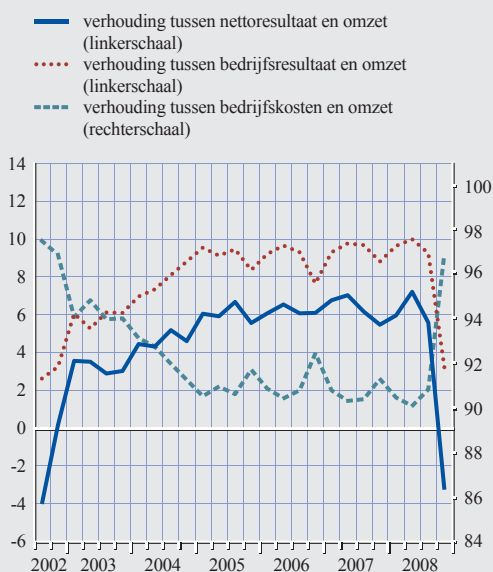
1) De reële jaarlijkse groei is berekend als het verschil tussen de werkelijke jaarlijkse groei en het groeitempo van de bbp-deflator.

eerste helft van 2008 stand (zie Grafiek 20). De maatstaven van de winstgevendheid van de ondernemingen namen in de tweede helft van 2008 echter een flinke duik. Parallel daarmee werden de winstverwachtingen in het eurogebied in het laatste kwartaal van 2008 abrupt neerwaarts herzien. Het aantal neerwaartse herzieningen voor de winstverwachtingen van de beursgenoteerde ondernemingen van het eurogebied bereikte tegen het einde van het jaar een nooit gezien hoogtepunt.

Het groeitempo van de MFI-leningen aan de niet-financiële ondernemingen nam in 2008 af. Na een piek in nominale termen van 15,0% in maart 2008 zakte dit groeitempo tot 9,4% in december. Dit nog robuuste groeitempo op jaarbasis verhult enigszins de onderliggende zwakke dynamiek van de groei van de MFI-leningen aan de bedrijfssector, dankzij het overloopeffect van de krachtige groei in de eerste helft van 2008. Zoals blijkt uit het groeitempo op de korte termijn, vond tegen het einde van het jaar immers een versnelling van de verzwakking plaats, meer bepaald in

## 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 vergelijking met 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.

december, als gevolg van de verslechtering van de financieringsvoorwaarden. Die verslechtering sluit grotendeels aan bij de verkrapping van de financieringsvoorwaarden die werd gemeld in de enquêtes naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem in de loop van het jaar, de geringere fusie- en overnameactiviteiten en de matiging van de economische activiteit. Er zijn een aantal mogelijke verklaringen voor het feit dat de groei van de MFI-leningen weliswaar vertraagde maar toch relatief robuust bleef, althans tot en met november. De bedrijfsontwikkelingen in het eurogebied hielden in het eerste deel van 2008 vrij goed stand, en ondersteunden aldus de vraag naar leningen voor financieringsactiviteiten. Een andere factor die daar mogelijkwijs toe bijdroeg, was de opname van kredietfaciliteiten waarover in gunstiger tijden werd onderhandeld. De vraag naar bankleningen werd misschien

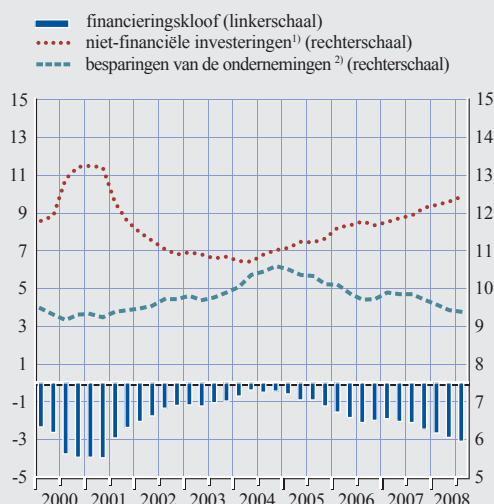
ook ondersteund door een substitutie-effect als gevolg van de stokkende financiering via de kapitaalmarkten, een afname van de intern gegenereerde middelen, en een inkrimping van het handelskrediet. Bovendien verhinderen obstakels voor de snelle aanpassing van de productiecapaciteit en de tenuitvoerlegging van bezuinigingsprogramma's vaak dat de bedrijfsuitgaven zich op de korte termijn aanpassen. Dit kan deels de veerkracht van de kredietvraag in de tweede helft van het jaar verklaren, ondanks de zwakkere groeivoorzichten.

De groei van de financiering via de markt (aan de hand van zowel schuld als aandelen) vertraagde, in overeenstemming met de forse stijging van de kosten van die financieringsbronnen. Het jaarlijkse groeitempo van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen nam af van circa 9,0% aan het begin van het jaar tot 6,6% in december 2008. De uitgifte van kortlopende schuldbewijzen, die na het uitbreken van de financiële onrust in de zomer van 2007 opveerde, verzwakte eveneens geleidelijk. Dit patroon wordt bevestigd door het korte-termijnverloop van de seizoengezuiverde gegevens. Dit verloop, dat de vergroting van de ecarts bij bedrijfsobligaties versterkt, kan daarnaast ook de afname van de fusie- en overname-activiteit weerspiegelen. Het jaarlijkse groeitempo van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven genoteerde aandelen liep in de loop van 2008 fors terug tot nul in december. De verwaarloosbare bijdrage van de netto uitgifte van genoteerde aandelen tot de netto financiering van de bedrijfssector van het eurogebied is toe te schrijven aan de hoog oplopende reële kosten van de aandelen en aan de zeer volatiele situatie op de aandelenmarkten.

De weliswaar afnemende groei van de externe financiering aan de niet-financiële ondernemingen kan in verband worden gebracht met de verbreding van de financieringskloof of de netto kredietopneming, berekend als het verschil tussen de bruto besparingen en de bruto kapitaalvorming (zie Grafiek 21). De financieringskloof van de niet-financiële

### Grafiek 21 Financieringskloof van niet-financiële ondernemingen en belangrijkste componenten daarvan

(procenten bbp; vierkwartaals voortschrijdend gemiddelde)

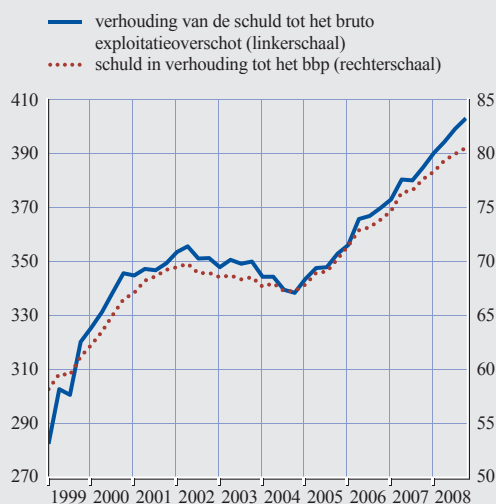


Bron: ECB.

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

### Grafiek 22 Schuldratio's van niet-financiële ondernemingen

(procenten)



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 2008.

ondernemingen van het eurogebied in 2007 en tot het derde kwartaal van 2008 vloeide voort uit de teruggang van de bedrijfsbesparingen en, in mindere mate, uit de toename van de reële investeringen in verhouding tot het bbp. Gedurende het eerste deel van 2008 was de daling van de bedrijfsbesparingen vooral toe te schrijven aan de stijgende rentelasten.

#### VERDERE TOENAME VAN DE BEDRIJFSSCHULD

Wat de ontwikkelingen van de balanspositie van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied betreft, leidde de aanhoudende toename van de schuldfinanciering tot een verdere stijging van de schuldratio's (zie Grafiek 22). In het vierde kwartaal van 2008 namen de ratio's van de schuld in verhouding tot het bbp en van de schuld in verhouding tot het bruto exploitatieoverschot toe tot respectievelijk ongeveer 80,5% en 403%. Na een periode van consolidatie tussen 2002 en 2004 zijn de schuldratio's van de niet-financiële ondernemingen de afgelopen vier jaar onafgebroken gestegen. De ratio van de schuld in verhouding tot de financiële activa van de

niet-financiële ondernemingen ging gedurende het grootste deel van 2008 in de hoogte, een breuk met de neerwaartse trend die sinds het eerste kwartaal van 2003 werd opgetekend. De combinatie van de hogere schuld en de stijgende rentetarieven leidde in de loop van 2008 tot een significante toename van de netto rentelasten van de niet-financiële ondernemingen.

#### 2.3 PRIJS- EN KOSTENONTWIKKELINGEN

De totale HICP-inflatie beliep in 2008 gemiddeld 3,3%. Dat was een sterke stijging in vergelijking met de voorgaande jaren – toen de jaarlijkse inflatiecijfers rond 2,2% schommelden – en duidelijk hoger dan de ECB-definitie van prijsstabiliteit op de middellange termijn (zie Tabel 1). De stijging voor 2008 als geheel was het resultaat van twee sterk uiteenlopende tendensen in het HICP-verloop tijdens het jaar: vertrekkend van een reeds hoog niveau van 3,1% eind 2007, steeg de jaarlijkse inflatie verder tot een hoogtepunt van 4,0% in juni en juli 2008. Later liep ze echter terug, tijdens de

**Tabel I Prijsontwikkelingen**

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	2008	2007 kw 4	2008 kw 1	2008 kw 2	2008 kw 3	2008 kw 4	2008 dec.	2009 jan.
<b>HICP en componenten</b>										
Totale index	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energie	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Onbewerkte voedingsmiddelen	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Bewerkte voedingsmiddelen	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Industriële goederen m.u.v. energie	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Diensten	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Overige prijs- en kostenindicatoren</b>										
Industriële producentenprijzen <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	
Olieprijzen (EUR per vat) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Grondstoffenprijzen <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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 Slowakije.

1) Met uitzondering van de bouwnijverheid.

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

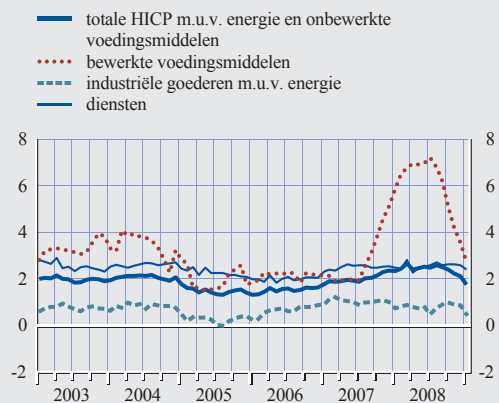
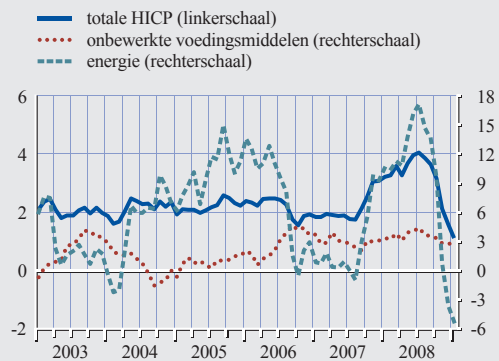
3) Met uitzondering van energie; in euro.

laatste maanden van het jaar in een snel tempo, tot 1,6% in december.

Het zeer contrastrijke verloop van de totale HICP-inflatie in 2008 werd gedomineerd door dat van de mondiale grondstoffenprijzen (de energieprijzen, alsook de prijzen van andere grondstoffen, inclusief voedingsmiddelen) (zie Grafiek 23). In het eerste gedeelte van het jaar dreef de uitbundige wereldvraag de mondiale grondstoffenprijzen verder op tot een extreem hoog peil, terwijl de snelle activiteitsverzwakking in de tweede helft van het jaar, die uitliep in een aanzienlijke inkrimping naar het einde van het jaar toe, de grondstoffenprijzen opnieuw abrupt deed afnemen. Vooral de olieprijs gingen in de eerste helft van 2008 opnieuw fors omhoog, nadat ze in 2007 reeds sterk waren gestegen. Begin juli bereikten ze een historisch hoogtepunt, tegen de achtergrond van krappe vraag- en aanbodverhoudingen. Tijdens de tweede helft van het jaar liepen de olieprijs scherp terug, tot ruim onder het peil van het begin van het jaar. De inflatie van bewerkte voedingsmiddelen volgde een soortgelijk verloop: tijdens het eerste gedeelte van het jaar steeg ze fors ten opzichte van het reeds hoge niveau van eind 2007, als gevolg van een wereldwijde verkrapping van

**Grafiek 23 Opsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten**

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

de voedingsgrondstoffenvoorraden, en naar het einde van het jaar ging ze sterk vertragen. De HICP-inflatie met uitzondering van energie en (bewerkte en onbewerkte) voedingsmiddelen, daarentegen, bleef vrijwel stabiel (op 1,9% in 2008, tegen 1,8% in 2007).

Tijdens de eerste helft van 2008 versnelden de arbeidskosten en oefenden ze een aanzienlijke opwaartse druk uit op de arbeidskosten per eenheid product, tegen de achtergrond van een aanmerkelijke conjuncturele vertraging van de groei van de arbeidsproductiviteit. Dit leidde tot ernstige en toenemende bezorgdheid omtrent het mogelijke ontstaan van aanzienlijke tweede-ronde-effecten in het eurogebied. Deze bezorgdheid bereikte omstreeks het midden van het jaar een hoogtepunt, maar ebde in het najaar weg, toen de economie in een fase van forse inkrimping terecht kwam.

Ook de inflatieperceptie en de inflatieverwachtingen, die tijdens het eerste gedeelte van het jaar aanzienlijk waren gestegen, bereikten hun hoogste peil sedert de invoering

van de euro en begonnen naar het einde van het jaar toe af te nemen.

#### **HICP-INFLATIE STERK BEÏNVLOED DOOR PRIJSVERLOOP VOOR ENERGIE EN VOEDINGSMIDDELEN**

De volatiliteit van de grondstoffenprijzen was de belangrijkste factor achter de uitgesproken ontwikkelingen van de HICP-inflatie van het eurogebied in 2008. De gestage toename van de inflatie op jaarbasis, tot een hoogtepunt van 4,0% in juni en juli, volgde op een ongekende stijging van de prijzen voor energie en voor industriële en voedingsgrondstoffen (zie Kader 4). Omgekeerd was de daaropvolgende snelle daling van de HICP-inflatie, tot 1,6% tegen het jaareinde, het resultaat van de veel goedkopere ruwe aardolie en prijsdalingen voor een hele reeks andere mondiale grondstoffen, met inbegrip van voedingsmiddelen, alsook van een gunstig basiseffect, tegen de achtergrond van de snel verslechterende economische activiteit.

#### **Kader 4**

##### **GRONDSTOFFENPRIJZEN EN HICP-INFLATIE**

De prijzen van een brede waaier van grondstoffen zijn in de periode van begin 2005 tot juli 2008 fors gestegen (zie Grafiek A). Sedertdien zijn ze sterk teruggelopen, tegen de achtergrond van de snelle verslechtering van de mondiale economische activiteit. Toch blijven ze nog altijd boven het peil van begin 2005. Dit verloop – vooral dat van de prijzen van olie en voedingsmiddelen – heeft een aanzienlijke weerslag gehad op de consumptieprijzen in het eurogebied en verklaart in hoge mate de opstoot van de totale HICP-inflatie in 2008. In dit kader worden de effecten besproken van de grondstoffenprijzen op de inflatie in het eurogebied<sup>1</sup>.

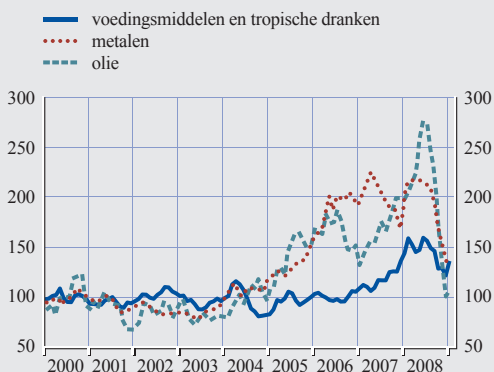
##### **Directe en indirecte effecten**

De prijsstijgingen voor grondstoffen beïnvloeden de HICP-inflatie rechtstreeks via hun onmiddellijk effect op de consumptieprijzen van energie en voedingsmiddelen, die bijna 30% van de totale HICP uitmaken. Ze kunnen ook een indirect effect op de consumptieprijzen uitoefenen via de producentenprijzen, aangezien ondernemingen die met hogere inputkosten

<sup>1</sup> Zie het artikel "Oil prices and the euro area economy" en het kader "Recent oil price developments and their impact on euro area prices" in de ECB Maandberichten van respectievelijk november 2004 en juli 2004.

### Grafiek A Grondstoffenprijzen

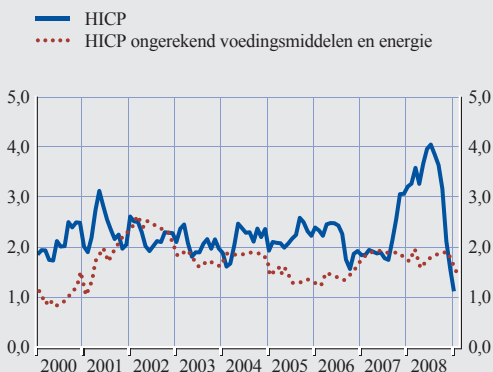
(maandgegevens in euro; index: 2000 = 100)



Bronnen: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut en berekeningen van de ECB.

### Grafiek B HICP-inflatie

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

worden geconfronteerd deze kostenstijgingen kunnen doorberekenen in de verkoopprijzen, teneinde hun winstmarges te behouden of te herstellen.

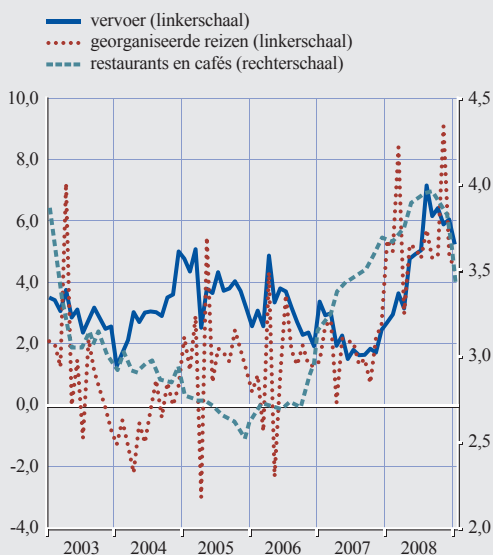
De mate waarin kostenstijgingen worden doorberekend in verdere productiestadia en aan de consumenten, hangt af van verschillende factoren, zoals de concurrentiedruk in de markt en het conjunctuurklimaat. Aangezien kostenschokken tijd nodig hebben om door te werken in de aanbodketen, wordt over het algemeen aangenomen dat indirecte effecten met meer vertraging tot uiting komen en langer aanhouden dan directe effecten.

De gegevens wijzen uit dat de stijging van de totale HICP-inflatie vanaf augustus 2007 grotendeels te wijten was aan directe en indirecte effecten van de schok in de grondstoffenprijzen. In overeenstemming daarmee zijn de prijzen voor bewerkte en onbewerkte voedingsmiddelen en energie – de HICP-componenten die meer direct zijn blootgesteld aan de schok – tot juli 2008 aanzienlijk gestegen, terwijl de inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie in dezelfde periode vrijwel onveranderd bleef (zie Grafiek B).

Ook in andere HICP-componenten waarin olie en voedingsgrondstoffen als productie-input worden gebruikt, leken indirecte effecten op te treden. Binnen de dienstcomponent, bijvoorbeeld, zijn de prijzen voor vervoergebonden diensten, georganiseerde reizen en restaurantprijzen, die olie en voeding als productie-input gebruiken, in 2008

### Grafiek C Geselecteerde subcomponenten van de HICP-dienstcomponent

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.



significanter gestegen, aangezien de grondstoffenprijzen een hoogtepunt bereikten (zie Grafiek C). Naast de duurderere olie en voedingsmiddelen, kunnen die prijsstijgingen echter ook andere factoren weerspiegelen, zoals de loonontwikkelingen en de krachtige consumptieve vraag, vooral tijdens de eerste helft van het jaar.

### Tweede-ronde-effecten

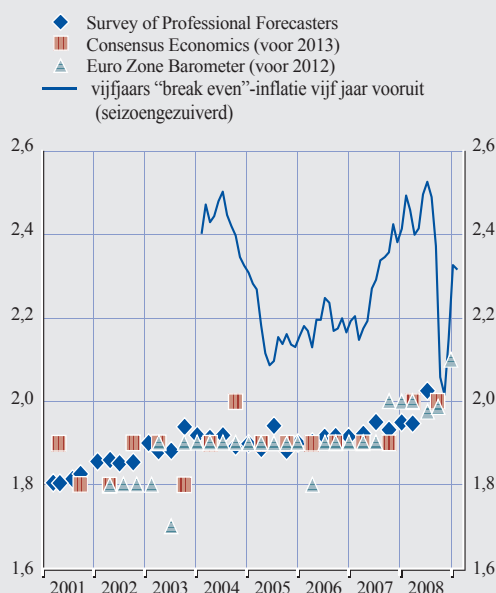
Naast directe en indirecte effecten, gewoonlijk omschreven als eerste-ronde-effecten, bestaat het gevaar dat een schok van de grondstoffenprijzen ook leidt tot zogeheten tweede-ronde-effecten, die extra opwaartse druk kunnen uitoefenen op de consumptieprijzen. Tweede-ronde-effecten verwijzen doorgaans naar de stijging van de consumptieprijzen bovenop de eerste-ronde-effecten, als gevolg van de impact van de schok op de loononderhandelingen en het prijszettingsgedrag. Een stijging van de inflatie door de directe en indirecte effecten van een schok in de grondstoffenprijzen kan aanleiding geven tot tweede-ronde-effecten indien de economische subjecten (in het bijzonder de prijs- en loonzetters) het reële-inkomensverlies als gevolg van inflatieschokken uit het verleden trachten te compenseren. Dit kan op zijn beurt een weerslag hebben op de inflatieverwachtingen en het prijs- en loonzettingsgedrag verder beïnvloeden. Op die manier kan een kortstondige inflatieschok verankerd worden en kan het bestrijden ervan dus duurder uitvallen.

De kans dat een schok in de grondstoffenprijzen aanleiding geeft tot tweede-ronde-effecten is afhankelijk van verschillende factoren, waaronder de conjuncturele positie van de economie, de flexibiliteit van de goederen- en arbeidsmarkten (in het bijzonder het bestaan van automatische indexeringsmechanismen die de processen inzake loononderhandeling en prijszetting beïnvloeden), de mechanismen voor de vorming van de inflatieverwachtingen en, als belangrijkste, de geloofwaardigheid van de centrale bank.

Aan de hand van de inflatieverwachtingen en het verloop van de loonkosten kan het risico van tweede-ronde-effecten worden gevolgd. De inflatieverwachtingen zoals die worden afgeleid uit de zogenoemde “surveys of professional forecasters” zijn tussen medio 2007 en medio 2008 enigszins toegenomen. De verwachtingen op basis van de impliciete “break even”-inflatie afgeleid van de obligatierendementen waren tijdens deze periode duidelijk opwaarts gericht, maar met de toenemende financiële onrust en de daaropvolgende daling van de olieprijs sloeg deze tendens om (zie Grafiek D). De informatie uit de ontwikkelingen inzake loononderhandelingen in de loop van 2008

**Grafiek D Inflatieverwachtingen voor de langere termijn op basis van enquêtes en de “break even”-inflatie**

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, ECB, Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De inflatieverwachtingen voor de langere termijn worden normaliter op zesmaandelijks basis opgetekend door Consensus Economics en op driemaandelijks basis opgetekend door Survey of Professional Forecasters en de Euro Zone Barometer.

Meest recente waarnemingen: “break even”-inflatie: 27 februari 2009; Survey of Professional Forecasters en Euro Zone Barometer: januari 2009; Consensus Economics: oktober 2008.

wijst eveneens op een sterke loonstijging in verschillende landen van het eurogebied, hoewel het moeilijk precies uit te maken is in welke mate de stijging moet worden toegeschreven aan tweede-ronde-effecten (zie Kader 5 voor meer bijzonderheden betreffende de recente loonontwikkelingen in het eurogebied).

Hoewel een schok van de grondstoffenprijzen onvermijdelijk leidt tot directe, “mechanische” effecten op de consumptieprijzen en mogelijk ook tot indirecte effecten, afhankelijk van de transmissie van de schok via de prijsketen, dient tot elke prijs te worden vermeden dat veralgemeende inflatoire druk ontstaat als gevolg van tweede-ronde-effecten. De rol van een monetair beleid dat gericht is op het behoud van de prijsstabiliteit op middellange termijn, is ervoor te zorgen dat een grondstoffenprijsschok de inflatieverwachtingen op langere termijn niet beïnvloedt en geen aanleiding geeft tot meer algemene prijsdruk. Tegen de achtergrond van de toenemende inflatoire druk besloot de ECB in juli 2008 dan ook haar basisrente op te trekken teneinde de inflatieverwachtingen te stabiliseren. Later op het jaar werd deze beleidsactie echter meer dan ongedaan gemaakt, toen duidelijk werd dat de inflatiedruk aanzienlijk zou worden verlicht door de scherpe daling van de grondstoffenprijzen en de economische neergang.

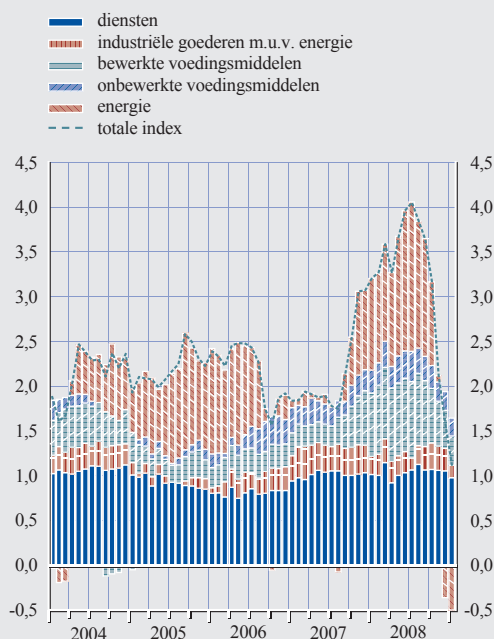
Het geprononceerde verloop van de energiecomponent van de HICP – met een gewicht van 9,8% in de totale HICP – weerspiegelde de abrupte veranderingen van de prijzen voor vloeibare brandstoffen (zoals benzine, diesel en stookolie) onder invloed van de mondiale olieprijsen, in combinatie met de vertraagde reactie van andere energiecomponenten dan olie (zoals elektriciteit en gas), die de prijzen van ruwe olie met vertraging volgen (zie Grafiek 24). In juni 2008 lagen de olieprijsen in euro ongeveer 63% hoger dan een jaar eerder. Tegen december 2008 stonden ze 49% lager dan een jaar eerder, nadat ze sedert hun piek in juni 2008 met ongeveer 63% waren teruggelopen. Die opmerkelijke variatie in het jaarlijkse verloop werd eveneens versterkt door aanzienlijke schommelingen in de raffinagemarges. De jaar-op-jaar verandering van de HICP-energieprijzen bereikte in juli 2008 een hoogtepunt van 17,0%, tegen 9,1% in december 2007. Sedertdien is deze stijging snel teruggelopen en in december zelfs negatief geworden ten belope van -3,6%.

Het jaarlijkse groeitempo van de bewerkte-voedingsmiddelencomponent van de HICP van het eurogebied vertoonde een soortgelijk verloop als dat van de energiecomponent, namelijk een aanzienlijke stijging in het najaar van 2007 en een scherpe daling vanaf medio 2008. Het jaarlijkse veranderingstempo van

de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen bereikte een hoogtepunt van 7,2% in juli 2008, tegen 2,0% in juli 2007, en liep vervolgens terug tot 3,6% in december 2008. De piek in de

**Grafiek 24 Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie**

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Als gevolg van afrondingsfouten, stemt de som van de bijdragen niet precies overeen met de totale index.

prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen en de daaropvolgende daling waren grotendeels toe te schrijven aan componenten die sterk worden beïnvloed door de wereldmarktprijzen voor landbouwgrondstoffen zoals brood en granen, zuivelproducten en oliën en vetten. Voor het jaar als geheel beliepen de prijsstijgingen voor bewerkte voedingsmiddelen in 2008 gemiddeld 6,1%, tegen 2,8% in 2007. De prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen, daarentegen, stegen in 2008 met 3,5%, tegen 3,0% in 2007.

Ongerekend energie en (bewerkte en onbewerkte) voedingsmiddelen, bleef de HICP-inflatie in 2008 grotendeels stabiel. De invloed van de aanzienlijk hogere inputprijzen als gevolg van de dure (energetische en niet-energetische) grondstoffen werd gecompenseerd door het temperende effect van de lagere druk van de importprijzen, tegen de achtergrond van een appreciatie van de euro tot het midden van het jaar en sterke internationale concurrentie, alsook door het gunstige basiseffect dat verband houdt met het feit dat de in Duitsland op 1 januari 2007 ingevoerde btw-verhoging met 3 procentpunten begin 2008 uit de jaarlijkse inflatiecijfers begon te verdwijnen.

De prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie namen in 2008 met 0,8% toe, dat is iets minder dan de stijging met 1,0% in 2007. Ondanks de druk op de inputkosten die bleek uit de binnenlandse producentenprijzen en de hoge bezettingsgraad in de verwerkende industrie, vertraagde de inflatie van de industriële goederenprijzen met uitzondering van energie in de eerste helft van 2008. Vanaf juli veerde ze opnieuw enigszins op, onder meer als gevolg van de abrupte appreciatie van de Amerikaanse dollar tijdens de tweede helft van het jaar en sommige uitzonderlijke seizoenskortingen die de textielprijzen in de zomer beïnvloedden.

De dienstenprijsinflatie bleef gedurende het grootste gedeelte van 2008 vrijwel stabiel, zij het op een betrekkelijk hoog peil van ongeveer 2,5%, na een aanmerkelijke stijging in 2007. Hoewel de indirecte invloed van de

prijsstijgingen voor mondiale grondstoffen, vooral voor olie en voedingsmiddelen, kan hebben bijgedragen tot een hardnekkig opwaarts effect op bepaalde dienstcomponenten, zoals vervoer en restaurants en cafés, werd dit in ruime mate gecompenseerd door aanzienlijke prijsdalingen in andere dienstcomponenten, zoals communicatie.

#### **HOGERE GEMIDDELDE PRODUCENTENPRIJSINFLATIE IN 2008 MAAR STERKE NEERWAARTSE DRUK NAAR HET EINDE VAN HET JAAR TOE**

Tegen de achtergrond van de hoge grondstoffenprijsinflatie, werd de prijsdruk in de aanbodketen aan het einde van de lente extreem zwaar, wat de bezorgdheid over de inflatie verder deed toenemen. De druk nam tijdens de zomer echter gestaag af en verminderde nog sterker tijdens de laatste maanden van het jaar, zodat de indexprijzen (met uitzondering van de energiesector en de bouwnijverheid) vanaf oktober terugliepen – toen de grondstoffenprijzen snel begonnen te dalen en de druk op de productiefactoren (zowel kapitaal als arbeid) afnam.

Het jaarlijkse veranderingspercentage van de industriële producentenprijzen (ongerekend de bouwnijverheid) in het eurogebied beliep in 2008 gemiddeld 6,2%, aanzienlijk méér dan in 2007 (2,8%). Het jaarlijkse stijgingstempo van de producentenprijzen, dat in juli 2008 een historisch hoogtepunt van 9,2% liet optekenen, liep snel terug tot 1,7% in december, voornamelijk als gevolg van het prijsverloop van energie en voedingsmiddelen. Het jaarlijkse veranderingstempo van de energetische producentenprijzen bereikte in juli 2008 een piek van 24,9%, maar was tegen december opnieuw gedaald tot 1,6%.

Het groeitempo op jaarbasis van de industriële producentenprijzen met uitzondering van de bouwnijverheid en de energiesector bereikte in juli 2008 een hoogtepunt van 4,4% en liep vervolgens terug tot 1,6% in december. Dit opmerkelijke verloop kwam tot uiting in de halffabrikaten en de consumptiegoederen, zij

het in uiteenlopende mate en op verschillende tijdstippen, maar had minder effect op de kapitaalgoederen (zie Grafiek 25).

Het stijgingstempo van de prijzen van halffabrikaten versnelde tijdens de eerste acht maanden van het jaar en bereikte in augustus een hoogtepunt van 6,0%. In de eerste helft van het jaar werden de prijzen van halffabrikaten nog steeds beïnvloed door opwaartse druk die uitging van de steeds hogere prijzen voor industriële grondstoffen en energie. Tijdens de tweede helft van het jaar temperden de daling van deze laatste op de wereldmarkt en de activiteitsvertraging de outputprijzen in een groot gedeelte van de sector van de halffabrikaten. Omstreeks het einde van het jaar daalden tal van outputprijzen als gevolg van een sterke inkrimping van de activiteit.

De jaarlijkse prijsstijging voor kapitaalgoederen verliep trager en meer gematigd, met een lichte versnelling tot 2,2% in september (waarmee de neerwaartse trend van 2007 werd doorbroken),

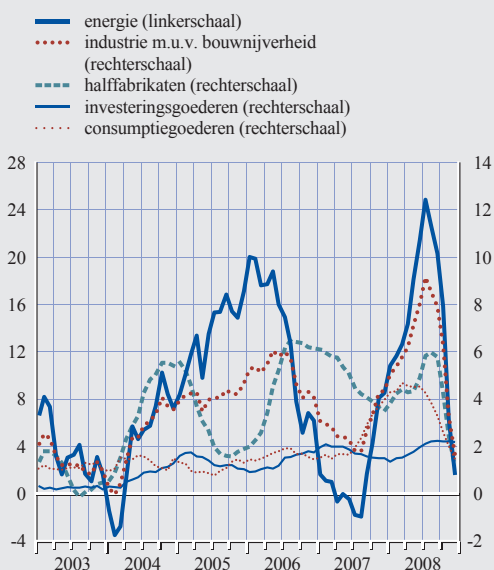
die tegen het einde van het jaar afvlakte naarmate de concurrentie verscherpte tegen de achtergrond van een snel teruglopende vraag.

Verderop in de productieketen hield de tijdens de laatste maanden van 2007 opgetekende forse versnelling van de prijzen voor consumptiegoederen in de eerste helft van 2008 aan. Het veranderingspercentage op jaarbasis van de totale prijzen voor consumptiegoederen liep op tot 4,7% in maart 2008, het hoogste stijgingstempo sinds de start van de Monetaire Unie in 1999. Deze ontwikkeling was hoofdzakelijk toe te schrijven aan de prijsstijging voor niet-duurzame consumptiegoederen, die de mondiale druk op de voedselprijzen weerspiegelde. Ongerekend tabak en voedselprijzen, bleef het mutatietempo op jaarbasis van de prijzen voor consumptiegoederen het hele jaar stabiel.

Over het geheel genomen, had de algemene verzwakking van de vraag in het eurogebied tegen het einde van het jaar geleid tot significant concurrerender marktvoorwaarden in verschillende productiestadia. In combinatie met de dalende mondiale grondstoffenprijzen leidde deze meer concurrerende omgeving tot wijdverspreide prijsdalingen (of prijsstabilisering), zowel bij de input- als bij de outputprijzen, en zowel in de industrie als in de diensten.

**Grafiek 25 Opsplitsing industriële producentenprijzen**

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Slowakije.

### ARBEIDSKOSTEN AANMERKELIJK VERSNELD

De beschikbare arbeidskostenindicatoren voor het eurogebied wijzen op een aanzienlijke versnelling rond eind 2007 en begin 2008, na jaren van loonmatiging. Het gemiddelde jaarlijkse groeitempo van de loonsom per werknemer beliep tijdens de eerste drie kwartalen van het jaar 3,3%, aanzienlijk meer dan de gemiddelde jaarlijkse groei die werd opgetekend in de periode 2005-07, die tussen 1,8% en 2,5% lag (zie Tabel 2). De loonsom per uur geeft een soortgelijk verloop te zien, hoewel het eerste kwartaal werd beïnvloed door het feit dat Pasen in 2008 vroeg in het jaar viel, wat resulteerde in een piek in de reeksen voor dat kwartaal. Ook de contractlonen versnelden

**Tabel 2 Arbeidskostenindicatoren**

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	2008	2007 kw4	2008 kw1	2008 kw2	2008 kw3	2008 kw4
Contractlonen	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Totale arbeidskosten per uur	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Loonsom per werknemer	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>P.m.-posten</i>								
Arbeidsproductiviteit	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Arbeidskosten per eenheid product	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

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

in de loop van 2008: van de marge tussen 2,1% en 2,3% waarin ze tijdens de voorgaande jaren hadden geschommeld, stegen ze tot 2,9% in de eerste helft van het jaar, 3,4% in het derde kwartaal en 3,5% in het vierde kwartaal.

De versnelling van de loongroei tijdens de eerste helft van het jaar kan, behalve aan een aantal verschillen in de werkgelegenheidsgroei op de diverse loonniveaus, te wijten zijn geweest aan de op de arbeidsmarkt heersende krapte en de directe of indirecte invloed van HICP-ontwikkelingen uit het verleden. Gelet op de aanmerkelijke stijging van de mondiale grondstoffenprijzen, de zeer krappe arbeidsmarktomsomstandigheden en de aanzienlijke vertraging waarmee ontwikkelingen van de economische activiteit significant doorwerken in de arbeidskosten, bestond medio 2008 een groot risico dat tweede-ronde-effecten die voornamelijk voortvloeiën uit de indexering van de lonen aan de hoge inflatiecijfers – zelfs indien tijdelijk – zwaarder zouden wegen op de loonkosten dan de mogelijke temperende effecten van de op dat ogenblik verwachte geleidelijke vertraging van de activiteit.

Door de snelle verlichting van de mondiale inflatedruk, waarbij de totale HICP-inflatie terugliep tot minder dan 2% in december 2008, en de plotselinge en sterker dan verwachte inkrimping van de activiteit in het eurogebied, werd het risico op het ontstaan van wijdverspreide tweede-ronde-effecten aanzienlijk kleiner. Verwacht werd dat de bedrijven maatregelen zouden nemen om de

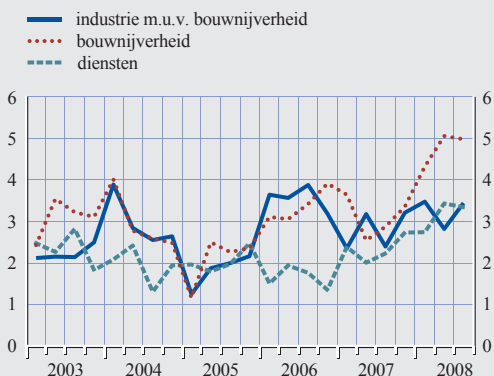
arbeidskosten te beperken, in het licht van de onzekerheid omtrent de vooruitzichten voor het eurogebied. Ook de snelle verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt droeg bij tot de matiging van de loonkostendruk.

Uit sectorale gegevens blijkt dat de verschillende sectoren zich enigszins heterogeen gedragen. Het groeitempo van alle arbeidskostenindicatoren was in 2008 bijzonder hoog in de bouwnijverheid, misschien als gevolg van een aantal compositie-effecten, waarbij de ontslagen voornamelijk geconcentreerd waren bij de lagerbetaalde werknemers, met aanzienlijke regionale verschillen. Ook de loonsom per werknemer in de dienstensector steeg fors, vooral met betrekking tot de niet-marktdiensten (zie Grafiek 26). De arbeidskosteninflatie in de industriële sector, daarentegen, nam gemiddeld slechts matig toe en vertoonde in de loop van 2008 een hoge mate van volatiliteit.

Als gevolg van de activiteitsvertraging en het verwachte ongunstige conjuncturele effect op de arbeidsproductiviteit, gingen de arbeidskosten per eenheid product snel omhoog, waardoor de winstmarges verkleinden. De jaarlijkse stijging van de arbeidsproductiviteit vertraagde tot gemiddeld 0,2% in de eerste drie kwartalen van 2008 en werd zelfs negatief in het derde kwartaal, terwijl het jaarlijkse groeitempo in 2006-07 gemiddeld ongeveer 1% beliep. De arbeidskosten per eenheid product namen dan ook fors toe: het stijgingstempo op jaarbasis versnelde van 1,6% in het derde kwartaal van 2007 tot 3,6% in het derde kwartaal van

**Grafiek 26 Sectorale loonsom per werknemer**

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)

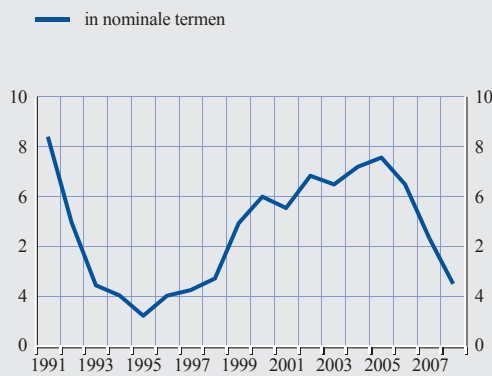


Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Slowakije.

**Grafiek 27 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 2008 hebben betrekking op de eerste helft van het jaar.

2008. In de eerste drie kwartalen van 2008 stegen de arbeidskosten per eenheid product met 3,2% per jaar, tegen een gemiddelde groei met respectievelijk 1,7% en 0,9% in 2007 en 2006. In 2008 drukt de snelle stijging van de arbeidskosten per eenheid product de winsten, aangezien de bedrijven die hogere kosten niet volledig konden doorberekenen. 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, geeft aan dat de winstmarges, na een jarenlange stijging, teruglopen. In de eerste drie kwartalen van 2008 daalden de winstopslagen met gemiddeld 0,9 procentpunt ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, na een stijging met 0,9 procentpunt in 2007.

### STIJGING VAN HUIZENPRIJZEN VERDER VERTRAAGD

Het stijgingstempo van de huizenprijzen, die niet in aanmerking worden genomen bij het meten van de HICP, nam in de eerste helft van 2008 af, waarmee de sedert de tweede helft van 2005 ingezette vertraging werd voortgezet. Volgens de laatste ramingen liep het groeitempo op jaarbasis van de huizenprijzen in het eurogebied als geheel in de eerste helft van 2008 terug tot

2,7%, van 3,9% in de tweede helft van 2007 (zie Grafiek 27). Landengegevens bevestigen dat de geleidelijke matiging van de huizenprijsinflatie in het eurogebied tijdens de eerste helft van 2008 relatief breed gespreid was, zij het met enige mate van heterogeniteit tussen de landen. In België, Spanje en Frankrijk vertraagde de stijging van de huizenprijzen significant ten opzichte van de periode 2006-07. In de tweede helft van 2007 begonnen de huizenprijzen te zakken in Ierland en in de eerste helft van 2008 in Malta. In Italië, Nederland, Portugal en Oostenrijk, daarentegen, waren de stijgingen van de huizenprijzen tijdens de eerste helft van 2008 ruwweg vergelijkbaar met die van 2007. De gegevens voor Duitsland duiden op een lichte stijging van de huizenprijzen in 2008, na een periode van gematigde ontwikkeling.

### BELOOP VAN DE INFLATIEPERCEPTIE EN INFLATIEVERWACHTINGEN

De scherpe stijging van de totale inflatie gedurende de eerste helft van 2008 versterkte de aandacht voor de inflatieperceptie en de inflatieverwachting bij de beoordeling van het toekomstige inflatieverloop. De maatstaf van de Europese Commissie voor de kwalitatieve inflatieperceptie door de consumenten gedurende de voorbije twaalf maanden bleef stijgen en

bereikte medio 2008 een peil dat ver boven het niveau lag dat werd opgetekend tijdens de periode na de overgang op de chartale euro in januari 2002 (zie Grafiek 28).

Tegen het einde van het jaar was deze inflatieperceptie enigszins teruggelopen. Ook de inflatieverwachtingen van de consumenten voor de volgende twaalf maanden namen tijdens de eerste twaalf maanden van 2008, tot in de zomer, toe (de uitzonderingen waarvan sprake in de enquête dienen te worden beoordeeld in het licht van de gerapporteerde percepties). Naar het einde van het jaar toe convergeerden ze naar lagere niveaus. De enquête van de Europese Commissie verschaft voor de kortetermijnverwachtingen evenwel een maatstaf die grotendeels overeenstemt met de opgetekende inflatie. Ze meet geen verwachtingen voor de lange termijn, die belangrijker zijn voor de bepaling van het monetaire beleid. Volgens de informatie afkomstig van professionele voorspellers bleven de op enquêtes gebaseerde inflatieverwachtingen voor de lange termijn (vijf jaar vooruitlopend) verankerd rond 2,0%, hoewel er in het midden van het jaar aanwijzingen waren voor een lichte stijging en verhoogde risico's, die later op het jaar ongedaan werden gemaakt, zoals bleek uit de enquêtegegevens van Consensus Economics,

Euro Zone Barometer en de door de ECB gehouden Survey of Professional Forecasters. De "break even"-inflatie, berekend aan de hand van geïndexeerde obligaties en swaps in het eurogebied (op basis van de impliciete eenjaars "break even"-inflatie vier jaar vooruit) steeg geleidelijk tot meer dan 2,5% omstreeks medio 2008 en liep in het najaar terug tot ongeveer 1,8% tegen het einde van het jaar. Deze op marktinformatie gebaseerde maatstaven (voornamelijk metingen op basis van obligaties) werden op dat ogenblik evenwel vertekend door plotselinge ontwikkelingen in de voorkeuren van de beleggers en portefeuilleherschikkingen. Al met al bleek medio 2008 uit een aantal indicatoren op basis van enquêtes en marktinformatie dat er een duidelijk risico bestond dat de inflatieverwachtingen niet verankerd zouden blijven. Dit vereiste een krachtig, maar evenwichtig signaal van de ECB. Tegen het einde van het jaar waren de inflatieverwachtingen teruggelopen tot een meer bevredigend niveau.

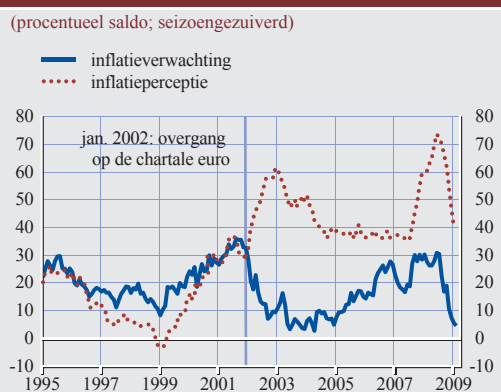
## 2.4 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

### AANZIENLIJKE VERTRAGING VAN DE ECONOMISCHE ACTIVITEIT

De reële bbp-groei in het eurogebied vertraagde in 2008 tot 0,8%, na een solide groei met 2,7% in 2007 en 3,0% in 2006 (zie Tabel 3). Hoewel 2008 relatief veerkrachtig begon, volgde vanaf het midden van het jaar een snelle verslechtering van de activiteit in het licht van een verzwakkende binnenlandse vraag en een sterke vertraging van de wereldeconomie. Het jaar eindigde met een scherpe daling van de activiteit tegen de achtergrond van de nieuwe financiële onrust en een nagenoeg ongekende verzwakking van de mondiale activiteit en vraag.

Het groeitempo op kwartaalbasis werd beïnvloed door een aantal technische factoren. De sterke bbp-groei van 0,7% in het eerste kwartaal was het gevolg van een ongewoon zachte winter in vele delen van Europa, die de bouwnijverheid

**Grafiek 28 Kwalitatieve inflatieperceptie en inflatieverwachting van de consumenten in het eurogebied**



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

**Tabel 3 Samenstelling van de reële bbp-groei**

(mutaties in procenten, tenzij anders vermeld; seizoengezuiverd)

	Jaarcijfers <sup>1)</sup>			Kwartaalcijfers <sup>2)</sup>										
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008	
	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4
Reëel bruto binnenlands product	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	
waarvan:														
Binnenlandse vraag <sup>3)</sup>	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.	
Particuliere consumptie	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.	
Overheidsconsumptie	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.	
Bruto-investeringen in vaste activa	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.	
Voorraadmutaties <sup>4)</sup>	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.	
Netto-uitvoer <sup>5)</sup>	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.	
Uitvoer <sup>5)</sup>	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.	
Invoer <sup>5)</sup>	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.	
Reële bruto toegevoegde waarde														
waarvan:														
Industrie m.u.v. de														
bouwnijverheid	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.	
Bouwnijverheid	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.	
Marktgebonden diensten <sup>6)</sup>	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.	

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 Slowakije.

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.

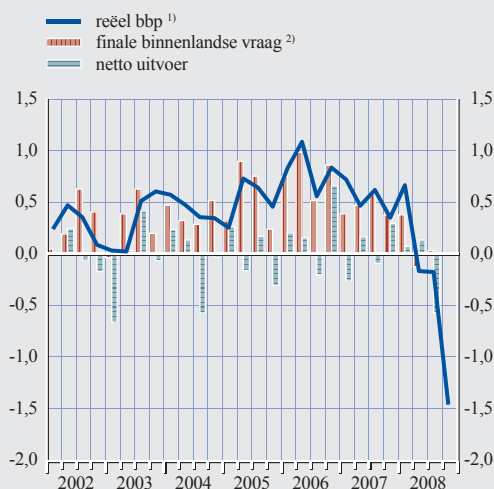
6) Omvatten handel en onderhoud, horeca, vervoer en communicatie, financiële intermediatie, activiteiten m.b.t. onroerend goed, verhuur en zakelijke dienstverlening.

en derhalve de investeringen stimuleerde, en van een positieve bijdrage van de voorraden tot de groei aan het begin van het jaar. Het verdwijnen van die factoren leverde ook een bijdrage tot de kwartaal-op-kwartaal krimp van het bbp met 0,2% in het tweede kwartaal van 2008. Ondanks die technische factoren, wees de eerste helft van 2008 als geheel op een voortzetting van de in de loop van 2007 opgetekende geringe vertraging van de activiteit, waarbij de trendmatige bbp-groei op kwartaalbasis terugliep van ½% tot ¼%. Slechts de helft van de groei op kwartaalbasis in de eerste helft van het jaar vloeiende voort uit de binnenlandse vraag, bij een bijzonder gematigde consumptie en verzwakkende investeringen in woningen, terwijl de andere helft toe te schrijven was aan de netto uitvoer.

De buitenlandse vraag begon in de zomer echter significante tekenen van krimp te vertonen, doordat nieuwe zwakheden in de economie van de Verenigde Staten aan het licht kwamen

**Grafiek 29 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis**

(bijdragen in procentpunten op kwartaalbasis; seizoengezuiverd)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

2) Gedefinieerd als de binnenlandse vraag ongerekend voorraadmutaties.



en de activiteit in de opkomende markten – die voorheen geacht werd bestand te zijn tegen de gevolgen van de mondiale vertraging – vertraagde (zie Grafiek 29).

Vanaf september 2008, leidden de plotselinge en uitzonderlijke intensivering en verbreding van de financiële onrust en de daaruit resulterende verhoogde onzekerheid tot een snelle inkrimping van het bbp van het eurogebied (-1,5% op kwartaalbasis). De bedrijven begonnen krachtig te reageren op de snelle daling van de orderportefeuilles, stelden uitbreidingsplannen uit en reduceerden voorraden in het licht van een duurdere en verminderde toegang tot financiering, terwijl de huishoudens meer bespaarden als reactie op de toegenomen onzekerheid over de vooruitzichten voor de werkgelegenheid op de korte termijn en op negatieve vermogenseffecten.

#### **VERTRAGING VAN BBP-GROEI BREED GEDRAGEN**

De verzwakking van de vraag tijdens 2008 was breed gespreid over de bbp-componenten. De buitenlandse vraag vertraagde doordat de activiteit in de ontwikkelde economieën afnam en de opkomende markten in toenemende mate werden beïnvloed door de financiële beroering. Ook de binnenlandse vraag verslaptte aanzienlijk. De stijgende grondstoffenprijzen oefenden in de eerste helft van het jaar een sterke invloed uit op het reële inkomen van de huishoudens, terwijl de afkoeling van de woningmarkt tot een snelle afname van de investeringen in woningen leidde. De afnemende druk op de bezettingsgraad, de hernieuwde onzekerheid en de krappere financieringsvoorwaarden leidden tot saneringen in de bedrijfsinvesteringen.

Ten gevolge van een matige groei van het reële inkomen, het slinkende financiële vermogen, de verkrapping van de kredietvoorwaarden en de verslechterende arbeidsmarktvooruitzichten, vertraagden de bestedingen van de huishoudens aanzienlijk in de loop van het jaar; de particuliere consumptie groeide over heel 2008 met ongeveer 0,6% – volledig wegens het overloopeffect van 2007 op de jaarlijkse groei, aangezien de consumptie in 2008 slechts in één kwartaal

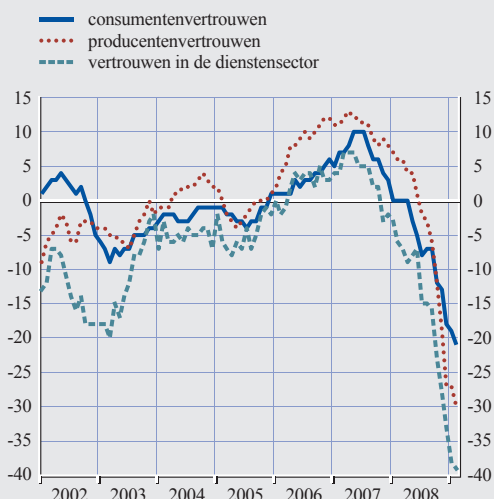
toenam – , vergeleken met 1,7% in 2007. Hoewel de groei van het nominale inkomen van de huishoudens tijdens het grootste deel van het jaar redelijk robuust was vanwege de krachtige groei van de beloning van de werknemers (als gevolg van de versnelling van de beloning per werknemer en de nog steeds veerkrachtige werkgelegenheid), kwam het reële beschikbare inkomen van de huishoudens onder zware neerwaartse druk van de oplopende HICP-inflatie. De forse stijgingen van de grondstoffenprijzen maakten de gebruikelijke consumptiekorf van de huishoudens duurder en de jaar-op-jaar groei van het reële beschikbare inkomen van de huishoudens daalde tot zijn laagste peil sinds 2003 (tot gemiddeld ongeveer 0,7% in de eerste drie kwartalen van 2008). De huishoudens reageerden voorzichtig en kozen ervoor te besnoeien op hun bestedingen in plaats van hun consumptie af te vlakken en minder te sparen.

Terwijl de recente cyclus algemeen gekenmerkt werd door relatief gematigde bestedingen van de huishoudens, is de aanhoudende financiële beroering wellicht een additionele factor geweest die verklaart waarom de huishoudens weinig geneigd zijn om geld te besteden. Aanzienlijke dalingen van het financiële vermogen door de instorting van de aandelenmarkten, noopten de huishoudens ertoe – hetzij omdat een aantal verliezen als permanent werden gezien, hetzij omdat de onzekerheid omtrent de economische vooruitzichten groter werd – de uitgaven te verminderen en te sparen uit voorzorg. De verslechterende arbeidsmarktvooruitzichten hebben ook bijgedragen tot de daling van het consumentenvertrouwen. De indicatoren van het consumentenvertrouwen, die medio 2007 een piek hadden bereikt, daalden in de eerste maanden van 2008 tot hun lange-termijngemiddelden en verslechterden vervolgens fors verder tot een zeer laag peil aan het einde van het jaar (zie Grafiek 30).

De totale investeringsgroei daalde in 2008 sterk tot circa 0,6%, na twee jaar een hoge groei te hebben laten optekenen (5,8% in 2006 en 4,2% in 2007), waarbij de dalingen op kwartaalbasis tijdens de laatste drie kwartalen de positieve

### Grafiek 30 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.

overloopeffecten van 2007 en het sterke eerste kwartaal als gevolg van de ongewoon goede weersomstandigheden (waardoor de cijfers voor het tweede kwartaal mechanisch werden gedrukt) teniet deden. Die vertraging was duidelijker voor investeringen in woningen dan voor andere particuliere investeringen.

De investeringen in woningen liepen in 2008 immers terug, na het einde van de expansiefase van de conjunctuurcyclus in de woningbouw in 2007 in de context van een vertraging van de stijging van de huizenprijzen. De vertraging was over het algemeen meer uitgesproken in landen die de jaren voordien een zeer snelle groei hadden laten optekenen. Uit de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken bleek ook dat de vraag naar woninghypotheken aanzienlijk gedaald is sinds het begin van de financiële onrust in de zomer van 2007, als gevolg van de neergang op de woningmarkt. Tegelijkertijd werd ook een aanzienlijke

verkrapping van de kredietvoorwaarden opgetekend.

De bedrijfsinvesteringen, die in 2007 krachtig waren toegenomen, wat een afspiegeling was van een aanzienlijke winstgevendheid en een hoge bezettingsgraad, vertraagden ook aanmerkelijk in 2008; in de tweede helft van het jaar liepen ze terug na een dynamische eerste jaarhelft. Deze omslag in de bedrijfsinvesteringen vloeide in wisselende mate voort uit een verzwakkende vraag en de daaruit resulterende afnemende druk op de bezettingsgraad, de verminderende winstgevendheid als gevolg van de onvolledige doorberekening van de prijsschok in de grondstoffenprijzen in de eerste helft van het jaar, de sterke stijging van de arbeidskosten per eenheid product in de loop van het jaar en de strakkere kredietverleningscriteria.

De verkrapping van de financieringsvoorwaarden, die aan de gang was sinds het begin van de financiële onrust, versnelde abrupt in september 2008 en joeg de kosten voor financiering via de markt, alsook de totale reële financieringskosten (een geaggregeerde maatstaf waarin de kosten van marktschuld en aandelen worden samengevoegd met de financiering door banken) fors omhoog. Niettemin bleef het aantal bedrijven dat financiering een productiebeperkende factor noemde, in 2008 gering. Dat was grotendeels toe te schrijven aan het feit dat de impact van krappere kredietvoorwaarden doorgaans met enige vertraging tot uiting komt omdat de bedrijven een beroep kunnen doen op eerder toegezegde kredietlijnen, en dat de intern gegenereerde middelen op een hoog niveau bleven. Daarnaast ging het aantal industriële bedrijven dat een gebrek aan uitrusting of ruimte als een productiebeperkende factor vermeldde, eveneens scherp achteruit sinds het hoogtepunt in het derde kwartaal van 2007, terwijl de bezettingsgraad in oktober 2008 terugkeerde naar zijn lange-termijngemiddelde. De bedrijven kregen ook af te rekenen met een verhoogde onzekerheid omtrent de economische

vooruitzichten, zoals bleek uit de uitzonderlijke volatiliteit van de financiële markten, in het bijzonder tijdens de laatste maanden van 2008, en uit de ongewoon grote verschillen in de bbp-prognoses in de voor het vierde kwartaal van 2008 gehouden Survey of Professional Forecasters van de ECB.

De groei van de uitvoer uit het eurogebied vertraagde aanmerkelijk in 2008 tot een tempo op jaarbasis van zowat 1,8%, tegen 6,0% in 2007, en werd in de laatste drie kwartalen van het jaar negatief. De externe omgeving verslechterde in 2008 aanzienlijk, wat nog werd verergerd door de financiële crisis, waarbij de groei in de ontwikkelde economieën vertraagde en de opkomende markten in toenemende mate werden beïnvloed. Tijdens de laatste maanden van het jaar daalden verschillende indices uit enquêtes naar industriële uitvoerorders of orderportefeuilles tot historisch lage niveaus. Ook de invoer naar het eurogebied vertraagde in 2008, wat de afspiegeling was van een zwakke binnenlandse vraag. De netto uitvoer had in 2008 een neutraal effect op de groei, na twee jaar van positieve bijdragen, waarbij de sterk negatieve cijfers in de tweede helft van het jaar de in de eerste jaarhelft opgetekende positieve cijfers en het overloopeffect van 2007 ongedaan maakten.

Vanuit sectoraal oogpunt was de vertraging van de activiteit breed gespreid, zij het meer uitgesproken in de industriële sector, die doorgaans gevoeliger is voor conjunctuurcycli. De activiteit in de industriële sector daalde abrupt in de tweede helft van het jaar, met

name wat de investeringsgoederen betreft, die te kampen hadden met een zwakkere buitenlandse vraag, het snelle wegwerken van de orderachterstand en scherpe dalingen van de activiteit in de auto-industrie. De bouwnijverheid bleef zeer zwak, ondanks een tijdelijke opleving in het eerste kwartaal als gevolg van gunstige weersomstandigheden, met een gestage verslechtering in de woningsector die in enkele landen bijzonder ernstig was. Hoewel de diensten meer veerkracht vertoonden, groeiden ze in het traagste tempo sinds 2004, tegen de achtergrond van een zwakke particuliere consumptie en een teruglopende economische activiteit.

#### **VERTRAGING OP ARBEIDSMARKT**

De arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zijn in 2008, na twee jaar van aanzienlijke verbetering, verslechterd.

Gedurende de paar jaar voordien hadden de arbeidsmarkten in het eurogebied zeer sterke prestaties neergezet met aanzienlijke stijgingen van de werkgelegenheid, een toenemende participatiegraad en een lage werkloosheidsgraad; laatstgenoemde bereikte begin 2008 het laagste niveau sinds begin jaren tachtig (7,3%). Eind 2007 waren de arbeidsmarkten derhalve bijzonder krap en begon de loondruk toe te nemen. Die tendensen vertoonden in de loop van 2008 echter een ommekeer: de werkgelegenheid daalde in de tweede helft van het jaar en de werkloosheidsgraad nam vanaf het tweede kwartaal toe en versnelde tegen het eind van het jaar (voor meer bijzonderheden, zie Kader 5).

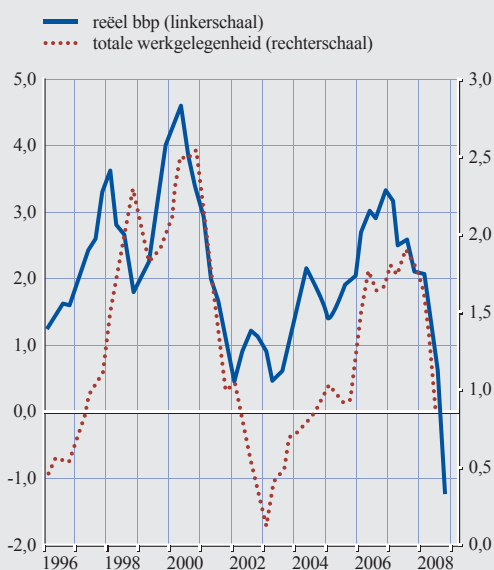
## ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN IN HET EUROGEBIED IN 2008

Na drie jaar van krachtige werkgelegenheids groei en snel dalende werkloosheid, ondergingen de arbeidsmarkten in het eurogebied in 2008 een duidelijke vertraging. De werkloosheid begon in het tweede kwartaal van het jaar te stijgen en bedroeg eind 2008 8,1%, terwijl de werkgelegenheids groei op jaarbasis in het derde kwartaal vertraagde tot 0,8%, dat is ruim 1 procentpunt onder het gemiddelde percentage voor het jaar voordien. In dit kader worden de factoren geanalyseerd die ten grondslag lagen aan de vertraging van de arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied.

Over het algemeen lopen de ontwikkelingen van de arbeidsmarktvariabelen achter op die van de economische activiteit. Uit Grafiek A blijkt dat de werkgelegenheids groei duidelijk achterblijft bij de economische groei. Wanneer een daling van de vraag wordt opgetekend, weten de bedrijven aanvankelijk niet of die afname tijdelijk zal zijn of wellicht zal aanhouden. Ze reageren dan ook doorgaans door hun productie- en werkgelegenheidsniveau te handhaven, waardoor voorraden onverkochte goederen worden opgebouwd. Indien de daling van de vraag in de loop van de tijd aanhoudt, moeten de bedrijven de buitensporige voorraadopbouw stopzetten en de productie inkrimpen. Over het algemeen houden ze echter het werkgelegenheidsniveau aan. Wanneer de werkgevers niet zeker zijn over de waarschijnlijke intensiteit of duur van een inzinking, zullen ze wellicht veeleer de arbeidsinput aanpassen door de werkuren te veranderen dan het aantal werknemers. De redenen daarvoor zijn duidelijk: gezien de aanzienlijke kosten die gepaard gaan met het in dienst nemen, het opleiden en het ontslaan van werknemers, zijn de werkgevers terughoudend om hun investeringen in personeel eenvoudigweg “af te schrijven”, tenzij ze ervan overtuigd zijn dat de inzinking op de productenmarkten waarschijnlijk zal aanhouden. Bijgevolg

**Grafiek A Reële bbp-groei en totale werkgelegenheidscreatie in het eurogebied**

(mutaties in procenten per jaar)

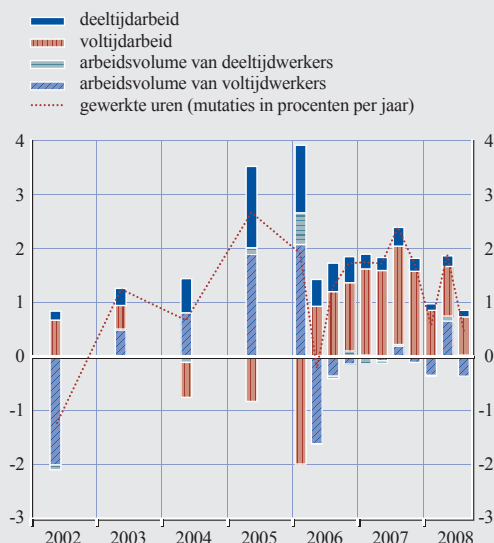


Bron: Eurostat.

geven de bedrijven er de voorkeur aan het werkgelegenheidsniveau te handhaven en de productie in te krimpen via een vermindering van de bezettingsgraad (b.v. een vermindering van het aantal gewerkte uren of een afname van de productie per werknemer). Hoewel zulks niet direct blijkt uit recente kwartaalgegevens (als gevolg van het versturende effect van het vroege tijdstip van Pasen in 2008), lijkt in 2008 enige vertraging te zijn opgetreden in de groei van het aantal gewerkte uren (zie Grafiek B). Uit het gemiddelde aantal gewerkte uren in de eerste helft van 2007 en de eerste helft van 2008 blijkt een scherpe vertraging van het groeitempo van het totale aantal gewerkte uren (van zowat 1,7% op jaarbasis tot iets meer dan 1,2% in de eerste helft van 2008, zie stippellijn). Bovendien hebben de gewerkte uren, veeleer dan het werkgelegenheidsniveau, in 2008, vergeleken met de jaren voordien, blijkbaar een steeds belangrijker rol gespeeld bij het bepalen van de ontwikkelingen in de groei van het totale aantal gewerkte uren.

**Grafiek B Opsplitsing van de groei van het aantal gewerkte uren**

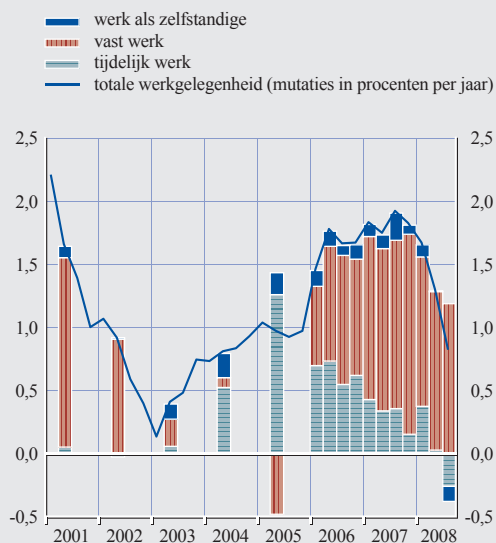
(mutaties in procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bron: Eurostat.

**Grafiek C Opsplitsing van de werkgelegenheidsgroei naar soort van arbeidsovereenkomst**

(in procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bron: Eurostat.

Enkel wanneer de daling van de vraag en de vereiste inkringing van de productie naar verwachting zullen aanhouden en omvangrijk zullen zijn, wordt een significante teruggang van het werkgelegenheidsniveau opgetekend, aangezien de bedrijven trachten te besparen op de arbeidskosten. Een aanmerkelijke verslechtering van de vraag naar arbeid zal wellicht eerst de categorieën van werknemers met flexibeler werkomstandigheden treffen, zoals tijdelijke werknemers, die goedkoper zijn om te ontslaan. Er is thans veel empirisch bewijsmateriaal dat erop wijst dat ontwikkelingen inzake tijdelijke werkgelegenheid patronen vertonen die verschillen van die van de vaste werkgelegenheid in periodes van verzwakkende activiteit en economische neergang<sup>1</sup>. Zoals vaak het geval is in de vroege stadia van een economische vertraging, liep de groei van de tijdelijke werkgelegenheid in 2008 sneller terug dan die van de vaste werkgelegenheid (zie Grafiek C).

Tijdens een economische neergang zal om een aantal redenen wellicht ook een stijging van de deeltijdarbeid worden opgetekend. In de eerste plaats kan de afnemende economische activiteit leiden tot veranderingen in de structuur van de economie, met inbegrip van een verschuiving naar de sectoren die doorgaans een groter beroep doen op deeltijdbanen. Ten tweede kunnen de werkgevers de gewerkte uren wijzigen in overeenstemming met de productievraag en kunnen eerdere voltijdbanen zelfs worden omgevormd tot deeltijdbanen<sup>2</sup>. Ten derde kunnen werknemers die de voorkeur geven aan voltijdbanen gedwongen worden deeltijdarbeid in overweging te nemen, omdat ze geen voltijdbaan kunnen vinden. Ten slotte kunnen additionele werknemers toetreden tot de arbeidsmarkt, wanneer gezinsleden een deeltijdbaan nemen omdat

1 Zie b.v. Bentolila, S. en G. Saint-Paul, "The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain", *European Economic Review*, Vol. 36, 1992, blz. 1013-1047; Holmlund, B. and D. Storrie, "Temporary work in turbulent times: the Swedish experience", *Economic Journal*, Vol. 112, juni 2002, blz. F245-F269.

2 Meestal maakt de Enquête naar de Arbeidskrachten van Eurostat een onderscheid tussen voltijd- en deeltijdbanen op basis van de beoordelingen van de respondenten.

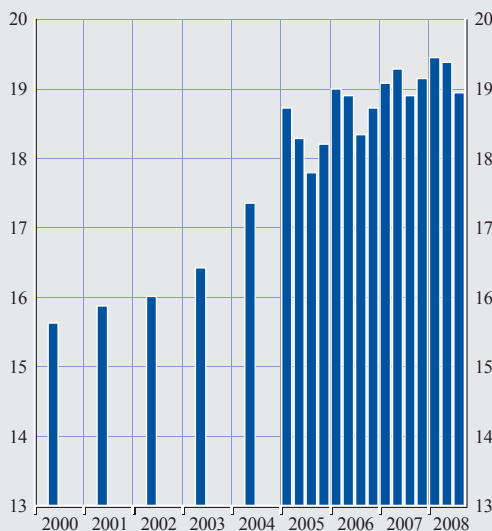
de belangrijkste kostwinner van het gezin werkloos is of niet voldoende werk heeft<sup>3</sup>. Die conjuncturele effecten zijn echter niet altijd gemakkelijk te identificeren op basis van de gegevens, aangezien de groei van deeltijdarbeid in het eurogebied gedurende lange tijd een uitgesproken opwaartse tendens heeft vertoond, in hoge mate als gevolg van arbeidsmarkthervormingen ter bevordering van een grotere participatiegraad van de beroepsbevolking (zie grafiek D).

Tegelijkertijd zal het potentiële arbeidsaanbod wellicht minder snel groeien als gevolg van een economische vertraging. Het staat bekend dat een aantal werknemers ontmoedigd raken in hun zoektocht naar werk, naarmate ze het aantal beschikbare banen zien afnemen. De aard van de huidige vertraging kan resulteren in enige verschuiving van werknemers weg van de zwaarst door de inzinking getroffen sectoren (b.v. financiële diensten, de vastgoed- en de bouwsector, alsook de auto-industrie), terwijl de daaruit voortvloeiende “mismatch” – omdat mensen tijd uittrekken om zich te herscholen en te verhuizen – kan resulteren in een vertraging van het arbeidsaanbod. Vooruitblikkend, kunnen conjuncturele inzinkingen een negatief lange-termijneffect hebben op de groei van het arbeidsaanbod via de teloorgang van vaardigheden. Dat probleem wordt bijzonder acuut indien de mensen gedurende een lange periode werkloos blijven: hoe langer ze werkloos blijven, hoe verder ze van de arbeidsmarkt af komen te staan. Aangezien die mensen het steeds moeilijker krijgen om een baan te vinden, zal de langdurige werkloosheid wellicht toenemen.

In die omstandigheden moeten arbeidsmarktmaatregelen een structurele verslechtering van het werkloosheidsniveau en een vermindering van de langdurige arbeidsmarktparticipatie trachten te voorkomen. Tot die maatregelen dienen een beleid ter ondersteuning van loonflexibiliteit en ter bevordering van loonmatiging te behoren, niet in het minst via de afschaffing of herziening van de loonindexeringsmechanismen. Dergelijke beleidsmaatregelen zouden de kostendruk op de bedrijven verminderen, het concurrentievermogen verhogen en de werkgelegenheid ondersteunen. Hervormingen die de effectiviteit en de doelmatigheid van een actief arbeidsmarktbeleid optrekken, zouden het voor werklozen gemakkelijker maken om een (nieuwe) opleiding te volgen en een nieuwe baan te vinden. Wat de werkenden betreft, zou een beleid waardoor een grotere flexibiliteit bij de “fine tuning” van de werkuren mogelijk wordt, de bedrijven meer ruimte kunnen bieden om de arbeidsuren te verminderen zonder menselijk kapitaal te verliezen door afdankingen. Arbeidsmarkthervormingen zijn nodig om de economie van het eurogebied weerbaarder te maken tegen de crisis en om een gunstige omgeving te creëren voor het herstel en voor langdurige economische groei en werkgelegenheidscreatie.

**Grafiek D Deeltijdarbeid in het eurogebied**

(procenten van de totale werkgelegenheid)



Bron: Eurostat.

<sup>3</sup> Zie b.v. Buddelmeyer, H. et al., “Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis”, *Working Paper Series*, nr. 872, ECB, februari 2008.

**Tabel 4 Arbeidsmarktontwikkelingen**

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

	2005	2006	2007	2006			2007			2007			2008		
				kw 2	kw 3	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	
Beroepsbevolking	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	
Werkgelegenheid	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0		
Landbouw <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8		
Industrie <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7		
- m.u.v. bouwnijverheid	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3		
- bouwnijverheid	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5		
Diensten <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2		
<b>Werkloosheidsgraden<sup>4)</sup></b>															
Totaal	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6		
Jonger dan 25	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5		
25 en ouder	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6		

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het eurogebied met inbegrip van Slowakije.

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.

Opgesplitst naar sector, liep de werkgelegenheid in de bouwsector tegen het derde kwartaal van 2008 terug in een jaarlijks groeitempo van 2,7%, na in 2007 een zeer sterke stijging met 3,9% te hebben laten optekenen (zie Tabel 4). De werkgelegenheid in de industrie, ongerekend de bouwnijverheid, nam in de eerste helft van het jaar toe, waarmee een ongewoon patroon werd voortgezet dat zich, na jaren van banenverlies, voor het eerst aftekende in 2007, maar in de tweede helft van het jaar keerde ze terug naar haar historisch neerwaartse tendens. De werkgelegenheidsstijging in de dienstensector was relatief veerkrachtig en liet in de eerste helft van het jaar een op jaarbasis omgerekend mutatie van 1,6% optekenen.

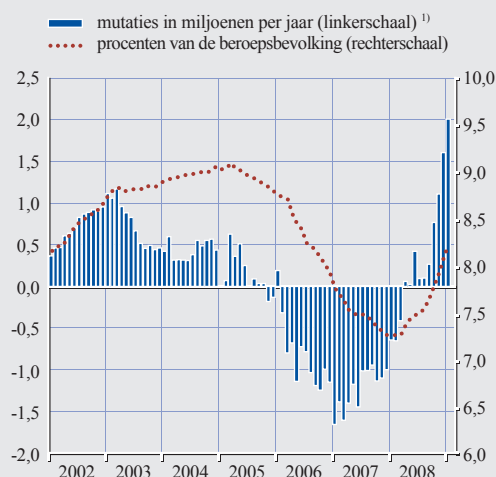
De gemiddelde maandelijkse stijging van het aantal werklozen in de loop van 2008 bedroeg om en nabij 170.000. De werkloosheidsgraad beliep in december 8,1% (zie Grafiek 31).

De groei van de arbeidsproductiviteit, gemeten aan de hand van het bbp gedeeld door de totale werkgelegenheid, vertraagde in 2008 tot gemiddeld bijna nul (met dalingen in de tweede helft van het jaar), tegen 1% in 2007. Deze scherpe vertraging in de groei van de arbeidsproductiviteit was vooral toe te schrijven

aan de conjunctuurencyclus. Indienstnemen en ontslagen zijn een dure zaak voor de ondernemingen, vooral voor werknemers met een vast contract, in hoofdzaak omdat zulks vaak gepaard gaat met grote verliezen aan bedrijfsspecifiek menselijk kapitaal. Derhalve kunnen bedrijven aan het begin van een vertraging

**Grafiek 31 Werkloosheid**

(maandgegevens; seizoengezuiverd)



Bron: Eurostat.

1) De mutaties per jaar zijn niet seizoengezuiverd.

aanvankelijk personeel in dienst houden, als ze verwachten dat die vertraging gematigd of kortstondig zal zijn, of indien ze wensen te wachten om de omvang ervan in te schatten.

## 2.5 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

### OMMEKEER VAN DE BEGROTINGSPOSITIES IN 2008

De relatief gunstige begrotingsresultaten van de laatste jaren werden in 2008 deels ongedaan gemaakt toen de financiële crisis zich uitbreidde en de macro-economische omgeving snel

verslechterde. Volgens de tussentijdse prognoses die de Europese Commissie in januari 2009 uitbracht, liep het gemiddelde saldo van de overheidsbegrotingen in het eurogebied terug van -0,6% bbp in 2007 tot -1,7% in 2008 (Zie Tabel 5). De toename van het tekort is te wijten aan lagere ontvangsten, ook als gevolg van belastingverlagingen, en aan hogere primaire uitgaven, tegen de achtergrond van een vertraging in de economische activiteit. De overheidsmaatregelen om het financiële systeem te stabiliseren, hadden geen noemenswaardige invloed op het tekort voor 2008.

**Tabel 5 Begrotingsposities in de landen van het eurogebied en in het eurogebied**

(procenten bbp)			
Overschot (+)/tekort (-) van de gezamenlijke overheid			
	2006	2007	2008
België	0,3	-0,3	-0,9
Duitsland	-1,5	-0,2	-0,1
Ierland	3,0	0,2	-6,3
Griekenland	-2,8	-3,5	-3,4
Spanje	2,0	2,2	-3,4
Frankrijk	-2,4	-2,7	-3,2
Italië	-3,4	-1,6	-2,8
Cyprus	-1,2	3,4	1,0
Luxemburg	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Nederland	0,6	0,3	1,1
Oostenrijk	-1,5	-0,4	-0,6
Portugal	-3,9	-2,6	-2,2
Slowakije	-3,5	-1,9	-2,2
Slovenië	-1,2	0,5	-0,9
Finland	4,1	5,3	4,5
Eurogebied	-1,3	-0,6	-1,7
Brutoschuld van de gezamenlijke overheid			
	2006	2007	2008
België	87,8	83,9	88,3
Duitsland	67,6	65,1	65,6
Ierland	24,7	24,8	40,8
Griekenland	95,9	94,8	94,0
Spanje	39,6	36,2	39,8
Frankrijk	63,6	63,9	67,1
Italië	106,9	104,1	105,7
Cyprus	64,6	59,4	48,1
Luxemburg	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Nederland	47,4	45,7	57,3
Oostenrijk	62,0	59,5	59,4
Portugal	64,7	63,6	64,6
Slowakije	30,4	29,4	28,6
Slovenië	26,7	23,4	22,1
Finland	39,2	35,1	32,8
Eurogebied	68,3	66,1	68,7

Bron: Europese Commissie.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de ESR 95-definities. In de prognose van de Commissie omvat het gemiddelde voor het eurogebied ook Slowakije, dat op 1 januari 2009 tot het eurogebied toetrad.



In Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk en Malta steeg het overheidstekort in 2008 tot boven de referentiewaarde van 3% bbp, terwijl in 2007 enkel Griekenland kampte met een tekort van meer dan 3% bbp. Het Griekse tekort voor 2007 werd in de validatie door Eurostat van de najaarskennisgeving van 2008 opwaarts herzien tot 3,5% bbp, tegen 2,8% volgens de kennisgeving van het voorjaar. De herziening vloeide voort uit een correctie in de registratie van EU-subsidies en uit een verbeterde dekking van de niet in de begroting opgenomen middelen, de lagere overheid en de sociale-verzekeringsinstellingen. Uit een vergelijking van de cijfers van 2008 met de in de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van eind 2007 en begin 2008 opgenomen doelstellingen, blijkt dat het gemiddelde begrotingssaldo in het eurogebied 0,8 procentpunt bbp lager uitviel.

Als gevolg van de economische achteruitgang, de verslechtering van de begrotingsposities en de overheidsmaatregelen om het financiële systeem te stabiliseren, steeg de gemiddelde overheidsschuld in het eurogebied van 66,1% bbp in 2007 tot 68,7% bbp in 2008. De toename van de schuld zou uiteindelijk zelfs nog groter kunnen uitvallen, afhankelijk van de statistische classificatie van de financiële reddingsoperaties door Eurostat, die nog moet worden voltooid (zie Kader 7). De overheidsschuld nam vooral fors toe in landen die een aanzienlijke bijstand verleenden aan de financiële instellingen of die te kampen hadden met een scherpe macro-economische vertraging. De groei op jaarbasis van de in 2008 door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen steeg aanmerkelijk in vergelijking met 2007, terwijl de ecarts op overheidsleningen ten opzichte van Duitsland voor sommige landen fors toenamen (zie Kader 6).

## Kader 6

### ONTWIKKELINGEN INZAKE DE UITGIFTE EN DE RENDEMENTSECARTS VAN OVERHEIDSSCHULDBEWIJZEN IN HET EUROGEBIED

De groei van de uitstaande overheidsschuldbewijzen in het eurogebied bedroeg in 2008 8,0% op jaarbasis. Hoewel dit aanzienlijk meer was dan de 2,8% die in 2007 was opgetekend (zie Tabel A)<sup>1</sup>, is die groei vergelijkbaar met de cijfers tijdens voorgaande periodes van vertragende economische groei. Die stijging van de netto-uitgifte van overheidsschuldbewijzen

<sup>1</sup> 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 wordt verwezen naar de technische toelichting in de Paragrafen 4.3 en 4.4 van de "Euro area statistics" in het ECB Maandbericht.

### Tabel A Groei op jaarbasis van de door de overheden in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen

(procenten; einde periode)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Totaal van de algemene overheid	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
<i>Langlopend</i>	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
Vaste rente		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
Variabele rente		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
<i>Kortlopend</i>	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Bron: ECB.

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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Algemene overheid	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
Langlopende schuldbewijzen	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
Kortlopende schuldbewijzen	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Overige algemene overheid	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
Langlopende schuldbewijzen	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
Kortlopende schuldbewijzen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Totaal algemene overheid										
Langlopend	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
Vaste rente	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
Variabele rente	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
Kortlopend	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Totaal algemene overheid in miljarden euro's	3.453,4	3.549,1	3.775,5	3.949,4	4.151,7	4.386,7	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.239,6

Bron: ECB.

kwam, samen met de scherpe verzwakking van de bbp-groei in 2008, ook tot uiting in de verslechtering van de overheidsschuldgraad voor het eurogebied, die toenam van 66,1% in 2007 tot 68,7% in 2008<sup>2</sup>.

Wat de samenstelling van de netto-uitgifte in 2008 betreft, blijkt dat de activiteit op de primaire markt van de kortlopende schuldbewijzen in het eurogebied opmerkelijk sterk was. Dit komt deels doordat de rendementscurve in de loop van 2008 steiler werd, waardoor kortlopende financieringen relatief goedkoper werden. Dat verschijnsel geldt ook voor andere periodes met een tragere economische groei die gepaard gaat met een afnemende korte rente. Als gevolg daarvan nam de langlopende schuld ongeveer 88,7% van de in 2008 uitstaande schuldbewijzen voor haar rekening, het laagste peil sinds de aanvang van de derde fase van de EMU (zie Tabel B).

In Grafiek A worden de veranderingen in de rentebetalingen opgesplitst in: i) een effect dat voortvloeit uit veranderingen in de overheidsschuld, ii) een effect ten gevolge van rentewijzigingen en iii) een residueel kruiselings effect<sup>3</sup>. De rentelasten stegen in 2008 met ongeveer 0,2 procentpunt bbp. Deze stijging weerspiegelde grotendeels de toename van het schuldpeil, terwijl de weerslag van de rentedaling en de kruiselings effecten gering was.

Na de ontwikkelingen die op gang werden gebracht door de opkomende financiële onrust in augustus 2007, namen de ecarts tussen de rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied en die op Duitse obligaties in 2008 aanzienlijk toe, vooral tijdens de tweede helft van het jaar. Dit blijkt uit Grafiek B, waarin voor acht landen van het eurogebied de ecarts ten opzichte van Duitsland worden weergegeven (België, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland en Portugal). De ecarts tussen de rendementen op overheidsobligaties in de

2 In januari 2009 werd de potentiële directe invloed, op de overheidsschuld in het eurogebied, van de aangekondigde overheidssteun aan het bankwezen op €284,6 miljard geraamd (ongeveer 3% van het bbp van het eurogebied).

3 De verandering in de nominale rentebetalingen,  $I$ , kan als volgt worden opgesplitst:

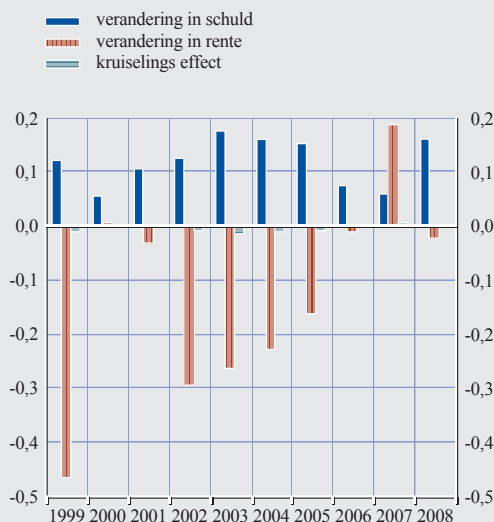
$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effect via} \\ \text{schuldwijziging} \end{array} \right\}$ 
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Effect via} \\ \text{rentewijziging} \end{array} \right\}$ 
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Kruiselings effect} \\ \text{(residueel)} \end{array} \right\}$

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

### Grafiek A Opsplitsing van de veranderingen in de rentebetalingen voor de periode 1999-2008

(procenten bbp; jaargegevens)



Bron: Europese Commissie (Ameco-gegevensbank).

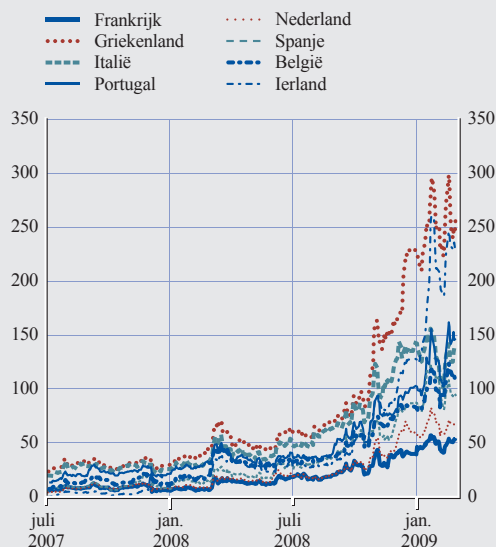
lidstaten van het eurogebied weerspiegelen uiteindelijk verschillen in het kredietrisico en de liquiditeitspremies.

Ten eerste kondigde de Top van de landen van het eurogebied op 12 oktober in Parijs, als reactie op de verheviging van de financiële beroering in de tweede helft van 2008, gecoördineerde reddingspakketten aan, die bestonden uit waarborgen voor bancaire schulden, kapitaalinjecties voor banken en rechtstreekse aankopen van risicovolle activa van banken. De verwachte begrotingslasten van dergelijke maatregelen hebben er mogelijkwijs toe geleid dat het risico van wanbetaling op overheidsobligaties hoger werd ingeschat. De kredietrisicopremies stegen in alle lidstaten van het eurogebied, zij het in uiteenlopende mate, zoals blijkt uit Grafiek C, die de ecarts tussen “credit default swaps” op overheidsschuld toont<sup>4</sup>.

4 De ecarts tussen “credit default swaps” op overheidsschuld hebben het voordeel dat ze niet worden vertekend door veranderingen in de referentieobligaties van de bewuste landen, dat ze niet worden beïnvloed door “mismatches” inzake looptijd en dat ze doorgaans sterker reageren op marktveranderingen.

### Grafiek B Rendementsecarts van overheidsobligaties t.o.v. Duitse overheidsobligaties

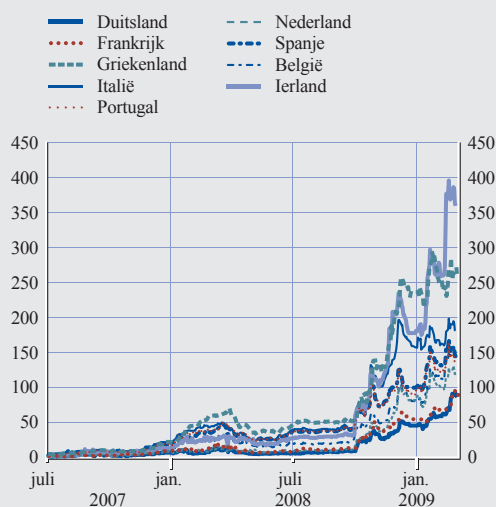
(daggegevens; basispunten)



Bron: Thomson Financial Datastream.  
Toelichting: Tienjaars overheidsobligaties.

### Grafiek C “Credit default swaps” op overheidsschuld

(daggegevens; basispunten)



Bron: Thomson Financial Datastream.  
Toelichting: “Credit default swaps” met een looptijd van vijf jaar.

Ten tweede weerspiegelden de veranderingen in de rendementsecarts op overheidsobligaties in het eurogebied tijdens het grootste deel van 2008 ook een vlucht naar kwaliteit van de beleggers. Dit proces werd tevens gekenmerkt door een toenemend onderscheid tussen de bestemmingen die de beleggers bij hun vlucht naar kwaliteit kozen. Duitse obligaties worden over het algemeen beschouwd als de meest liquide van alle overheidsobligaties in het eurogebied, waardoor ze het grootste deel van het vluchtkapitaal aantrokken; dit verklaarde ten dele de toename van de ecarts op overheidsobligaties ten opzichte van Duitsland, zelfs in landen waar de begrotingsvooruitzichten als identiek – of zelfs beter – werden beschouwd<sup>5</sup>.

5 Zie het Kader “Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads” in het ECB Maandbericht van november 2008.

Volgens de ramingen van de Europese Commissie liep het gemiddelde structurele begrotingssaldo in het eurogebied (het conjunctuurgezuiverde saldo exclusief eenmalige en andere tijdelijke maatregelen) in 2008 met 0,7 procentpunt terug, tot -2,3% bbp. De verslechtering van de structurele saldi liep op tot meer dan de helft van de stijging van het gemiddelde overheidstekort, wat erop wijst dat het conjunctuurverloop (gemiddeld) een geringere invloed uitoefende. Bovendien was er sprake van een gunstig “samenstellingseffect”. De groei van de zwaarst belaste lonen, de salarissen en de (nominale) particuliere consumptie bleef de belastingontvangsten in sommige landen ondersteunen, ondanks de algemene verslechtering van de economische situatie. Daarbij zij echter opgemerkt dat ramingen van het structurele saldo in de huidige toestand met een aanzienlijke mate van onzekerheid zijn omgeven en met name kunnen worden herzien in een later stadium. In de landen van het eurogebied voldeden enkel Cyprus, Luxemburg, Nederland en Finland aan hun begrotingsdoelstelling op de middellange termijn, terwijl Spanje en Slovenië verder van die begrotingsdoelstelling afweken.

#### **MAATREGELEN ALS REACTIE OP DE FINANCIËLE CRISIS EN DE ECONOMISCHE ACHTERUITGANG**

In oktober 2008 besloten de landen van het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk gecoördineerd op te treden om de financiële sector te stabiliseren, mede door financiële instellingen te herkapitaliseren en leningen en deposito's te waarborgen, een initiatief dat vervolgens door de Europese Raad werd

goedgekeurd. De effecten van die maatregelen op de overheidsfinanciën in het eurogebied vallen moeilijk in te schatten (zie ook Kader 7). Op 1 januari 2009 werd de potentiële directe invloed van de aangekondigde overheidssteun aan het bankwezen op de gezamenlijke overheidsschuld in het eurogebied op €284,6 miljard geraamd (ongeveer 3% van het bbp van het eurogebied), en die op de voorwaardelijke overheidsverplichtingen op ongeveer 19%. De gevolgen van die maatregelen voor het overheidstekort van het eurogebied in 2008 werden verwaarloosbaar geacht.

Als reactie op de ernstige economische achteruitgang keurde de Europese Raad op zijn vergadering van 11 en 12 december 2008 een Europees Economisch Herstelplan goed. Krachtens dit plan zullen de afzonderlijke EU-lidstaten €170 miljard bijdragen tot een totaal pakket aan stimulerende begrotingsmaatregelen van €200 miljard (1,5% van het bbp van de EU), terwijl de rest zou worden aangevuld door de EU-begroting en de Europese Investeringsbank. Die gecoördineerde inspanning van de lidstaten beoogt het economische herstel te schragen door de totale vraag te versterken en in ruimere mate te ijveren voor de uitvoering van de in de Lissabon-strategie geplande structurele hervormingen. Afhankelijk van de nationale omstandigheden kunnen de maatregelen de vorm aannemen van hogere overheidsuitgaven, een verlaging van de belastingdruk of de sociale-zekerheidsbijdragen en steun aan bepaalde categorieën van ondernemingen of huishoudens. Tegelijkertijd bevestigde de Europese Raad onverkort vast te houden aan

de tenuitvoerlegging van het stabiliteits- en groeipact en aan houdbare overheidsfinanciën. De Raad riep de lidstaten op zo spoedig mogelijk weer hun begrotingsdoelstellingen op middellange termijn na te streven.

Vele landen van het eurogebied namen begrotingsmaatregelen om de totale vraag te stimuleren. In het najaar van 2008 keurde de Duitse regering een pakket maatregelen goed, grotendeels aan de inkomstzijde van de begroting, ten belope van 1,3% bbp in 2009 en 2010. Begin 2009 kondigde de regering een tweede stimuleringspakket aan, dat ongeveer 2% van het bbp vertegenwoordigde en dat bestond uit extra maatregelen in dezelfde twee jaar. Frankrijk nam eind 2008 maatregelen ten bedrage van ongeveer 1,5% bbp voor de periode 2009-11, met inbegrip van versnelde overheidsinvesteringen en steun voor kleine bedrijven en specifieke bedrijfstakken. In 2008 nam de Italiaanse regering expansieve maatregelen, die voornamelijk toegespitst waren op de uitgavenkant en die een half procentpunt bbp uitmaken voor de jaren 2009 en 2010. Hun invloed op het netto middelentekort zal naar verwachting grotendeels worden tenietgedaan door compenserende maatregelen. In Spanje waren in de eerste helft van 2008 aan de inkomstzijde enkele maatregelen getroffen om de economie te stimuleren, en in november werden nieuwe plannen voor

overheidsinvesteringen aangekondigd, die voor de periode 2008-10 meer dan 3% bbp vertegenwoordigen. De meeste andere landen namen eveneens omvangrijke stimulerende begrotingsmaatregelen.

Hoewel een grondiger beoordeling van het stimulerende beleid zal moeten wachten tot de exacte maatregelen en de uitvoering ervan bekend zijn, is het duidelijk dat de huidige regeringsplannen enkele risico's inhouden (zie ook Kader 8). Toenemende tekorten kunnen het vertrouwen in de houdbaarheid van de begroting ondermijnen, vooral omdat in vele gevallen nog geen aandacht werd besteed aan de omkeerbaarheid van de stimulerende begrotingsmaatregelen en het zeer moeilijk kan blijken ze terug te draaien. De scherpe stijging van de ecarts voor overheidsobligaties ten opzichte van Duitsland is een waarschuwingssignaal dat de financiële markten het verloop van de potentiële risico's zeer nauw gadeslaan. De doeltreffendheid van de stimulerende maatregelen is soms twijfelachtig, aangezien een breed scala aan maatregelen gepland is. Niet alle maatregelen pakken de kern van de huidige economische problemen aan en sommige ervan lijken veeleer politieke compromissen te weerspiegelen dan economische overwegingen. Een ingrijpen van de overheid houdt ook het risico in dat het gedrag van de economische subjecten erdoor wordt verstoord.

#### Kader 7

##### **GEVOLGEN VAN DE FINANCIËLE CRISIS OP DE STATISTISCHE VERSLAGLEGGING AANGAANDE HET OVERHEIDSTEKORT EN DE OVERHEIDSSCHULD**

Als reactie op de wereldwijde financiële crisis en de gevolgen daarvan voor de Europese financiële instellingen, nemen Europese regeringen, centrale banken en andere overheden maatregelen om de financiële markten en de economie in het algemeen te stabiliseren. Deze overheidsmaatregelen omvatten (gedeeltelijke) nationalisering, kapitaalinjecties (herkapitalisaties), de aankoop en/of omwisseling van financiële activa en het verlenen van garanties (op deposito's en nieuwe schulduitgiften door banken, alsook op interbancaire leningen).

Het overheidstekort en de overheidsschuld, de belangrijkste begrotingsvariabelen krachtens het stabiliteits- en groeipact, worden geregistreerd in overeenstemming met de Europese regels

inzake statistische verslaglegging die bekendstaan als het Europees systeem van rekeningen 1995 (“ESR 1995”) en het ESR 1995-handboek aangaande overheidstekorten en -schuld. De Europese Commissie (Eurostat) heeft, op basis van het ESR 1995 en het handboek, nadere methodologische richtlijnen uitgewerkt over de registratie van de bovengenoemde overheidsmaatregelen om te verzekeren dat de statistieken betreffende het overheidstekort en de overheidsschuld in alle lidstaten consistent en homogeen worden opgemaakt. In dat verband heeft Eurostat het Comité voor Monetaire, Financiële en Betalingsbalansstatistieken (waarin de nationale statistische instituten en de nationale centrale banken van de EU-lidstaten alsook de Europese Commissie en de ECB vertegenwoordigd zijn) geraadpleegd om te bepalen hoe de verslagleggingsregels moeten worden toegepast. In elk afzonderlijk geval zullen nog een aantal vragen moeten worden beantwoord, om uit te maken welke registratie passend is:

- Behoren de entiteiten die werden gecreëerd om financiële instellingen te herkapitaliseren of aan financiële instellingen garanties te verlenen, in de nationale rekeningen tot de overheidssector? Zo ja, dan zullen het tekort en de schuld van die entiteiten het overheidstekort en de overheidsschuld verhogen.
- Hebben de overheden aandelen in financiële instellingen gekocht tegen marktcoersen, die aangeven dat een financieel activum werd verworven (zonder enige invloed op het tekort), of moet een deel van het in financiële instellingen geïnjecteerde bedrag worden beschouwd als een kapitaaloverdracht (een subsidie)?
- Indien de overheid aan een financiële instelling geld leent, moet deze instelling dan interest betalen en de lening aflossen? Zo niet moet de lening worden geboekt als een kapitaaloverdracht en niet als een financiële transactie.
- Wanneer de overheid een deel van de passiva van een financiële instelling overneemt en in ruil daarvoor een belang in de financiële instelling verkrijgt, is het belang dan evenveel waard als de passiva? Zo niet wordt (een deel van) de overname van passiva beschouwd als een kapitaaloverdracht met een negatieve weerslag op het begrotingssaldo van de overheid.
- In hoeverre is het zeer waarschijnlijk dat een beroep wordt gedaan op de overheids garanties, zodat ze het tekort en de schuld kunnen beïnvloeden zodra ze worden verleend? Normaliter hebben garanties enkel een invloed op het tekort en de schuld op het ogenblik dat ze werkelijk worden uitgeoefend.
- Als een financiële instelling volledig genationaliseerd is, moet ze dan worden heringedeeld bij de overheidssector? Meestal zal ze een overheidsbedrijf worden, maar geen overheidsorgaan. Indien de overheid echter een speciale eenheid opricht om aandelen in een financiële instelling te verwerven, kan het nodig blijken die eenheid bij de overheidssector in te delen als ze niet autonoom is of indien ervan wordt uitgegaan dat ze geen marktactiviteit verricht.

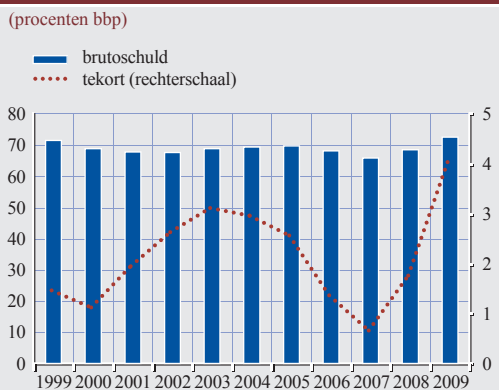
In de tweede helft van april 2009 zal Eurostat de voorlopige statistieken publiceren betreffende het overheidstekort en de overheidsschuld van de EU-lidstaten voor 2008.

#### **VOOR 2009 WORDT VERDERE VERSLECHTERING VAN DE BEGROTINGEN VERWACHT**

De begrotingsvooruitzichten in de landen van het eurogebied zullen naar verwachting in 2009 verder verslechteren. Volgens de tussentijdse prognose van de Europese Commissie, die de eind 2008 en begin 2009 beschikbare

actualisaties van de stabiliteitsprogramma's omvat, zou het gemiddelde overheidstekort in het eurogebied met 2,3 procentpunten stijgen, tot 4,0% bbp (zie Grafiek 32). Naar verwachting zouden de overheidsuitgaven met 2,1 procentpunten bbp toenemen en de ontvangsten met 0,1 procentpunt bbp

### Grafiek 32 Begrotingsontwikkelingen, 1999-2009



Bron: Europese Commissie (Ameco-gegevensbank).  
Toelichting: Sedert 1 januari 2009 omvat het gemiddelde voor het eurogebied 16 landen; ESR 95-definitie; tekort ongerekend UMTS-ontvangsten.

dalen. De gemiddelde overheidsschuld in het eurogebied zal in 2009 naar verwachting met 4,0 procentpunten oplopen, tot 72,7% bbp.

In alle lidstaten van het eurogebied, met uitzondering van Malta, zou het begrotingssaldo van de gezamenlijke overheid teruglopen, volgens de tussentijdse prognose van de Commissie. Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Portugal en Slovenië zouden de referentiewaarde van 3% bbp in 2009 overschrijden of erboven blijven, in sommige gevallen zelfs in ruime mate. De tekorten in België en Oostenrijk zullen naar verwachting op de 3%-referentiewaarde uitkomen en die in Duitsland en Slowakije zouden er net onder blijven. Bovendien bestaan er duidelijke risico's dat de werkelijke resultaten nog slechter zullen uitvallen dan verwacht.

#### AANDACHT VOOR DE HOUDBAARHEID VAN DE BEGROTINGEN IS VAN ESSENTIEEL BELANG

De kentering in de begrotingsuitkomsten en de hoogst onzekere vooruitzichten vormen een hele opgave voor het begrotingsbeleid in het eurogebied. De overheidsfinanciën komen door vier ontwikkelingen onder druk te staan. Ten eerste stijgen de tekorten aanzienlijk als gevolg van de werking van de automatische stabilisatoren tijdens de macro-economische

vertraging. Ten tweede kunnen naast het verdwijnen van de meevallende ontvangsten van de laatste jaren extra tegenvallers aan de inkomstzijde opduiken als gevolg van, onder meer, de scherpe dalingen van de prijzen van financiële activa en een inzinking op de huizenmarkt in sommige landen. Ten derde houdt het overheidsingrijpen in de financiële sector dat bedoeld is om een systeemcrisis in het bankwezen en een nog veel ernstiger macro-economische verstoring te voorkomen, grote risico's in voor de begrotingen. Ten vierde zetten de stimulerende maatregelen die de economische vertraging willen tegengaan, de begrotingsvooruitzichten onder druk.

In die veeleisende omgeving is het van cruciaal belang dat begrotingsdiscipline en een middellange-termijnperspectief gehandhaafd blijven. Een basisvoorwaarde om het vertrouwen van het publiek in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te bewaren, is dat de integriteit van het op regels gebaseerde begrotingskader van de EU wordt gewaarborgd. Het is daarom van essentieel belang dat alle betrokken partijen hun verbintenis nakomen om volledig de bepalingen toe te passen van het stabiliteits- en groeipact, die de nodige flexibiliteit bieden om ongunstige economische omstandigheden op te vangen.

De omvangrijke stimuleringspakketten die in 2008 en begin 2009 werden goedgekeurd, versterken de begrotingsonevenwichtigheden in het eurogebied. Om te voorkomen dat het vertrouwen in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën wegeeft, is een geloofwaardige toezegging vereist om de stimulerende maatregelen zo spoedig mogelijk ongedaan te maken. Bij de tenuitvoerlegging van de stimuleringspakketten moet de overheid zorgvuldig aandacht besteden aan de kwaliteit van de maatregelen om te garanderen dat ze doeltreffend zijn. Vastberaden inspanningen in de landen van het eurogebied om gezonde overheidsfinanciën te verwezenlijken en te handhaven, zijn eveneens geboden om het hoofd te bieden aan de druk op de uitgaven ten gevolge van een tijdens de komende decennia

vergrijzende bevolking. Een bindend nationaal begrotingskader voor de middellange termijn kan, indien het naar behoren wordt opgezet en strikt wordt uitgevoerd, het in het stabiliteits- en groeipact vastgelegde Europese begrotingskader aanvullen om een snelle terugkeer naar de begrotingsdoelstellingen op de middellange termijn te bewerkstelligen (zie ook Kader 8).

## Kader 8

### DE FINANCIËLE CRISIS EN HET BEGROTINGSBELEID

Een belangrijke beleidstaak bestaat erin te verhinderen dat de financiële crisis en de daaropvolgende economische neergang de geloofwaardigheid en houdbaarheid van de overheidsfinanciën ondermijnen. In de EU biedt het stabiliteits- en groeipact een passend kader om het begrotingsbeleid ten uitvoer te leggen en te coördineren, zowel in goede als in slechte tijden. Hoewel het pact tijdens de eerste tien jaar in enigszins ongelijke mate werd nageleefd, waren de totale begrotingsresultaten van de EU, wat het vermijden van hoge begrotingstekorten en de aangroei van de overheidsschuld betreft, veel beter dan in de decennia die aan het pact voorafgingen<sup>1</sup>.

#### Een gemiste kans die de begrotingsopgave onnodig lastig maakt

Heel wat lidstaten van het eurogebied belandden in de financiële crisis en de economische vertraging met zwakke begrotingsposities. De regeringen hadden geen gebruik gemaakt van de meevallende inkomsten van de jaren voordien om hun begroting te consolideren. In dat opzicht zijn de argumenten uit het Jaarverslag 2007 van de ECB nog steeds geldig en zijn ze nu inderdaad nog relevanter geworden<sup>2</sup>. Tegelijkertijd legde de ECB de nadruk op een belangrijke les die uit de periode 2000-01 kan worden getrokken, namelijk dat de vooruitzichten voor de inkomsten in korte tijd radicaal kunnen veranderen. De ervaring leert immers dat de volatiliteit van de overheidsontvangsten groter is dan die aan de uitgavenzijde en dan de schommelingen van de conjunctuurcyclus. Samen met de moeilijk voorspelbare omslagpunten voor de bbp-groei vormt dat een belangrijke reden om in goede tijden voorzichtiger te zijn, met andere woorden om meevallende inkomsten aan te grijpen voor een snellere tekort- en schuldvermindering en niet voor extra uitgaven<sup>3</sup>. Hierdoor zouden landen in hun begroting bewegingsruimte kunnen scheppen om tegenvallende inkomsten op te vangen en extra uitgaven te dragen ingeval de omstandigheden veranderen. Een van de fouten van het begrotingsbeleid vóór en gedurende de periode 2000-01 was dat verbeteringen van de begrotingssituatie in gunstige tijden ten onrechte werden geïnterpreteerd als een bewijs van structurele verbeteringen, die vaak werden aangehaald ter rechtvaardiging van uitgavenverhogingen of belastingverlagingen.

#### De rol van de automatische stabilisatoren

De begrotingsaanpassingen als gevolg van de economische verzwakking weerspiegelen in belangrijke mate de werking van de automatische begrotingsstabilisatoren, die economische schommelingen helpen afvlakken. Dit is terecht, aangezien dat soort van begrotingsreactie

<sup>1</sup> Zie het artikel "Ten years of the Stability and Growth Pact" in het ECB Maandbericht van oktober 2008.

<sup>2</sup> Zie met name het kader "Lessen uit de begrotingservaringen van 2000-01" in het ECB Jaarverslag 2007.

<sup>3</sup> Voor een toelichting bij de nauwkeurigheid van voorspellingen en de moeilijkheden met omslagpunten wordt verwezen naar Blix M., J. Wadejard, U. Wienecke en M. Ådahl, "How good is the forecasting performance of major institutions?" *Economic Review*, 2001:3, Sveriges Riksbank, blz. 38-68.



tijdig komt en afgeschermd is tegen politiek-economische risico's die de doeltreffendheid van discretionaire begrotingsmaatregelen kunnen ondermijnen. Automatische stabilisatoren zijn met name niet onderhevig aan vertragingen bij de vaststelling van maatregelen of bij het politieke besluitvormingsproces en de tenuitvoerlegging van de maatregelen. Bovendien zorgt de automatische reactie van de inkomsten en, in mindere mate, de uitgaven op de cyclus ervoor dat automatische stabilisatoren zichzelf opheffen. Ten slotte is de invloed van speciale belangengroepen die groepsspecifieke voordelen beogen, gering. Lidstaten van het eurogebied die voldoen aan het stabiliteits- en groeipact kunnen profijt trekken van hun relatief omvangrijke automatische stabilisatoren.

### **De risico's van een actief begrotingsbeleid tijdens een financiële crisis**

Met betrekking tot de aanwending van discretionaire begrotingsmaatregelen om de vraag te stimuleren, is een consensus ontstaan dat dergelijke maatregelen tijdig en doelgericht moeten worden genomen om efficiënt te zijn, en dat ze slechts tijdelijk mogen gelden om te vermijden dat de houdbaarheid van de begroting extra risico's loopt. Met name kunnen zulke tekortverhogende begrotingsmaatregelen, tenzij een ommekeer ervan wordt verwacht, het vertrouwen van het publiek in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën ondermijnen en leiden tot grotere besparingen uit voorzorg of negatieve reacties van de financiële markt en hogere rentetarieven – waardoor ze het beoogde expansieve effect tegenwerken. De ervaring met het actieve begrotingsbeleid gedurende de oliecrisis van de jaren zeventig vormt in dat verband een waarschuwing: in plaats van de vraag te stimuleren, droeg het uiteindelijk bij tot een destabilisering van de reële economie en een toename van de inflatoire druk en de overheidsschuld, terwijl het al met al weinig of geen netto winst opleverde.

Wat het doelgericht handelen betreft, moet de overheid optreden waar de elasticiteiten het hoogst zijn en de stimulansen het minst worden verstoord. Hierbij moet ze aandacht schenken aan de kwaliteit van de stimulerende begrotingsmaatregelen, zodat ze de maatregelen kan nemen die de stevigste fundering leggen voor een herstel en een langdurige groei. Tijdig optreden is van essentieel belang, aangezien de ervaring leert dat discretionaire beleidsmaatregelen uiteindelijk vaak procyclisch blijken te zijn, omdat ze pas na lange tijd effect sorteren.

De kwaliteit van het begrotingsbeleid is in vele opzichten belangrijk. Hoewel de optimale omvang van de overheid voor discussie vatbaar is<sup>4</sup>, zouden de burgers van de landen van het eurogebied er bij een betere kwaliteit van de overheidsuitgaven ten minste even goed aan toe kunnen zijn als vandaag, maar minder belastingen betalen. Bovendien wijzen bepaalde gegevens erop dat in het verleden de groei van de overheid ten koste ging van een tragere economische groei<sup>5</sup>. Indien de regeringen van het eurogebied aan het stabiliteits- en groeipact voldoen, zullen hun economieën wellicht meer vruchten op lange termijn plukken en zullen hun burgers een grotere welvaart genieten<sup>6</sup>.

4 Er zijn aanwijzingen dat de overheid in heel wat industrielanden sterker is gegroeid dan geboden lijkt om essentiële doelstellingen te verwezenlijken. Zie b.v. Afonso A., L. Schuknecht en V. Tanzi, "Public sector efficiency: an international comparison," *Public Choice*, Vol. 123 (nr. 3-4), 2005, blz. 321-347, en Afonso A. en D. Furceri, "Government size, composition, volatility and economic growth", *Working Paper Series*, nr. 849, ECB, 2008.

5 Zie Afonso A., W. Ebert, L. Schuknecht en M. Thöne, "Quality of public finances and growth," *Working Paper Series*, nr. 438, ECB, 2005.

6 De kosten om de overheidssector af te slanken, kunnen vrij beperkt uitvallen indien die afslanking terdege wordt gepland en uitgevoerd; zie b.v. Hauptmeier S., M. Heipertz en L. Schuknecht, "Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach," *Working Paper Series*, nr. 364, ECB, 2006.

## 2.6 ONTWIKKELINGEN INZAKE WISSELKOERSEN EN BETALINGSBALANSEN

### EURO IN 2008 IN EFFECTIEVE TERMEN LICHT IN WAARDE GESTEGEN

De in augustus 2007 begonnen financiële beroering op de geld- en kredietmarkten en de daaruit voortvloeiende overloopeffecten op de reële economie wereldwijd beïnvloedden in 2008 aanzienlijk de ontwikkelingen op de valutamarkten. Meer bepaald hield de eind 2000 ingezette waardestijging van de euro in de eerste vier maanden van 2008 aan, gesteund door vrij optimistische marktverwachtingen omtrent de relatieve economische prognoses van het eurogebied. Na in april een historisch hoogtepunt te hebben bereikt, bleef de nominaal-effectieve wisselkoers tot augustus over het algemeen stabiel. Daarna verminderde de euro sterk in waarde, waardoor hij in amper drie maanden tijd daalde tot het niveau van omstreeks medio 2007. De scherpe depreciatie van de euro hield voornamelijk verband met een herziening van de marktverwachtingen omtrent de economische prognoses voor het eurogebied – naarmate de financiële crisis zich blijvend deed voelen en de mondiale impact ervan geleidelijk duidelijk werd – en vond plaats in een omgeving van verhoogde marktonzekerheid en wereldwijd risicomijdend gedrag. Tegen het einde van het jaar veerde de euro sterk op en bereikte op 18 december 2008 nogmaals een historische piek. Eind 2008 noteerde de euro in nominaal-effectieve termen ongeveer 2,5% hoger dan aan het begin van het jaar en zowat 7% boven het gemiddelde niveau van 2007. Veel van de nominaal-effectieve appreciatie van de euro in 2008 kan worden verklaard door zijn aanzienlijke versterking tegenover het pond sterling, die slechts voor een deel gecompenseerd werd door de verzwakking van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen.

In de eerste acht maanden van het jaar liet de euro een forse appreciatie optekenen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, met medio juli een piek van USD 1,60. Die appreciatie was voornamelijk het gevolg van verwachtingen

van oplopende rente-ecarts in het voordeel van activa van het eurogebied, wat de afspiegeling was van de overtuiging van de markt dat het eurogebied aanzienlijk minder hard zou worden getroffen door de aanhoudende financiële onrust dan de Verenigde Staten. Vanaf die periode begonnen de gepubliceerde gegevens er echter op te wijzen dat de in augustus 2007 op het “subprime”-segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt ontstane financiële beroering uitgroeide tot een synchrone economische vertraging in alle belangrijke economische gebieden. Als gevolg daarvan begon de euro in augustus sterk in waarde te dalen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. In het najaar intensiveerden nieuwe spanningen op de mondiale geld- en kredietmarkten de neerwaartse druk op de euro en in oktober noteerde de eenheidsmunt USD 1,25. Die forse depreciatie was deels toe te schrijven aan een wereldwijd tekort aan dollarliquiditeit, wat een aanzienlijke repatriëring van buitenlandse investeringen en een gezamenlijk centrale-bankbeleid vergde. Tegen deze achtergrond van een uitermate verhoogde risicoaversie en het afwikkelen van schuldposities, werd de dollar gesteund door zijn internationale status. Ook andere technische en mogelijk transitoire factoren op de valutamarkten kunnen de Amerikaanse dollar hebben ondersteund, zoals kan worden afgeleid uit het losser worden van het verband tussen rente-ecarts en bewegingen in de EUR/USD-wisselkoers gedurende deze periode. In december herstelde de euro zich flink, doordat de kracht van de voornoemde niet-conjuncturele factoren die de dollar in de herfst ondersteunden, afzwakte en de valutamarkten opnieuw meer de aandacht richtten op de groeivoorzichten en rente-ecarts in de belangrijke economische gebieden. Op 31 december noteerde de euro USD 1,39, dat is zowat 5% lager dan begin 2008 en ongeveer 6% boven het gemiddelde over 2007.

Net als het door de EUR/USD-wisselkoers gevolgde patroon, vertoonde de koers van de euro in de loop van 2008 ook tegenover de Japanse yen grote schommelingen binnen een ongewoon brede band tussen JPY 115,75 en JPY 169,75.

De volatiliteit van de EUR/JPY-wisselkoers lijkt niet alleen de afspiegeling te zijn geweest van veranderingen in de beoordeling vanuit de markt van de relatieve economische vooruitzichten, maar vooral van de marktverwachtingen omtrent de volatiliteit van de vermogensprijzen. Bijgevolg hadden laatstgenoemde een impact op de verwachte winstgevendheid van de zogeheten “carry trades”, dat wil zeggen transacties waarbij wordt geleend in een valuta met een lage rentestand (b.v. de yen) en vervolgens wordt belegd in een valuta met een hoge rentestand. Over het algemeen maakt een stijging van de verwachte volatiliteit van de yen deze minder aantrekkelijk als bronvaluta voor “carry trades”, met tot gevolg een opwaartse druk op de yen en een neerwaartse druk op valuta’s met een hoge rentestand. De impliciete volatiliteit van de EUR/JPY-wisselkoers – zoals gemeten aan de hand van indicatoren gebaseerd op optieprijzen – vertoonde in de loop van 2008 grote schommelingen, bereikte in oktober een piek en nam vervolgens opnieuw af. De aanvankelijke appreciatie en de daaropvolgende forse depreciatie van de euro ten opzichte van de yen in 2008 lijken grotendeels te zijn veroorzaakt door die extreme volatiliteit op de valutamarkt. Op 31 december 2008 noteerde de euro JPY 126,14, dat is 23% minder dan aan het begin van het jaar en zowat 22% lager dan het gemiddelde over 2007.

De euro bleef in 2008 ook fors in waarde stijgen ten opzichte van het Britse pond; aan het einde van het jaar bedroeg de waardevermeerdering tegenover de Britse valuta 28,5%, na de in 2007 opgetekende vermeerdering met 9%. Op 29 december noteerde de euro GBP 0,98, het hoogste peil sinds de invoering van de eenheidsmunt in 1999. De aanzienlijke verzwakking van het pond, vooral tijdens de laatste maanden van 2008, houdt verband met de significante vertraging van de economische activiteit in het Verenigd Koninkrijk die tot een belangrijke versoepeling van het monetaire beleid en de daarmee gepaard gaande daling van de lange-termijnrendementen leidde.

De euro liet tussen begin januari en 31 december een forse waardevermeerdering optekenen ten opzichte van de valuta’s van verschillende handelspartners van de EU, bijvoorbeeld met 15,3% tegenover de Zweedse kroon, met 15,3% tegenover de Poolse zloty, met 12,3% tegenover de Roemeense leu, met 5,3% tegenover de Hongaarse forint en met 1,9% tegenover de Tsjechische kroon. Er werd ook een aanmerkelijke waardevermeerdering opgetekend ten opzichte van de Koreaanse won (33,6%), de Noorse kroon (22,1%) en de Australische en Canadese dollar (respectievelijk 21,0% en 17,1%). De appreciatie van de euro tegenover die valuta’s werd ten dele gecompenseerd door zijn depreciatie tegenover de valuta’s van een aantal Aziatische handelspartners die gekoppeld zijn aan de Amerikaanse dollar, met name de Chinese renminbi (11,4%) en de Singaporese en Hongkong dollar (respectievelijk 5,2% en 6%). De euro moest ook terrein prijsgeven aan de Zwitserse frank (10,2%) tijdens het opbouwen en afwikkelen van zogeheten “carry trades”, aangezien de Zwitserse frank, net als de Japanse yen, de rol van bronvaluta speelde in die vorm van financiële transacties.

De reëel-effectieve wisselkoers gebaseerd op verschillende maatstaven van prijzen en kosten vermeerderde tijdens de eerste vier maanden van 2008 in waarde en bleef nadien tot augustus stabiel. Na tot november te zijn gedaald, veerde hij in de laatste maand van 2008 enigszins op. In het laatste kwartaal van 2008 lag de reëel-effectieve wisselkoers van de euro, gebaseerd op de consumptieprijzen, 2% onder zijn gemiddelde waarde in 2007 en 4% onder zijn gemiddelde peil in het overeenkomstige kwartaal van 2007.

#### **OVERSCHOT OP LOPENDE REKENING SLAAT IN 2008 OM IN TEKORT**

In 2008 liet de lopende rekening van het eurogebied een tekort van €63,2 miljard (of 0,7% van het bbp van het eurogebied) optekenen, in vergelijking met een overschot van €36,3 miljard in 2007. Dat was grotendeels het gevolg van een omslag van een overschot op de goederenrekening in een tekort. In 2008 vertoonde de goederenbalans een deficit

van €0,6 miljard, tegen een surplus van €56,6 miljard in 2007. De vertraging van de uitvoer, met name in de tweede helft van het jaar, en een robuuste stijging van de invoerprijzen tijdens de eerste acht maanden van het jaar waren de voornaamste factoren die aan die ontwikkelingen ten grondslag lagen. Ook het grotere tekort op de inkomensrekening en de omslag van de inkomenscomponent van een overschot in een tekort droegen bij tot de algehele verslechtering van het saldo op de lopende rekening. Tegelijkertijd vertoonde het overschot op de dienstenrekening, dat in 2008 €50,6 miljard bedroeg, slechts een marginale daling (met €2,6 miljard) in vergelijking met het voorgaande jaar (zie Grafiek 33).

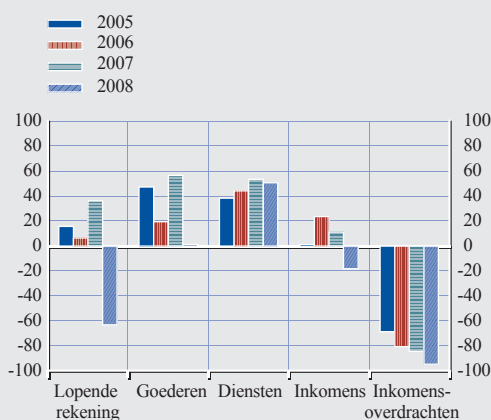
De daling van de goederenuitvoer in de loop van 2008 kan grotendeels worden verklaard door de verzwakking van de mondiale vraag en mogelijk ook door een verslechtering van de financieringsvoorwaarden voor de handel wereldwijd. Na een tijdelijke opleving in het eerste kwartaal van het jaar, kromp de uitvoer

van het eurogebied naar de Verenigde Staten en naar andere landen van de OESO, alsook naar China en de rest van Azië, terwijl de uitvoer naar de lidstaten van de EU die sinds 2004 tot de EU zijn toegetreden, ook vertraagde. De groei van de uitvoer naar de OPEC-landen bleef daarentegen het hele jaar door robuust, tegen de achtergrond van de sterke economische groei in die landen en vermogens effecten als gevolg van de olie-inkomsten (zie Grafiek 34).

De sinds 2001 opgetekende daling van het concurrentievermogen van het eurogebied in termen van prijzen en kosten werd na medio 2008 deels ongedaan gemaakt als gevolg van de depreciatie van de euro. De vertraging in de groei van de uitvoerprijzen in het eurogebied tijdens de eerste helft van het jaar kan erop wijzen dat de ondernemingen van het eurogebied hun winstmarges hebben aangepast om de daling van het concurrentievermogen in termen van prijzen en kosten op te vangen (zie ook Kader 9).

**Grafiek 33 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan**

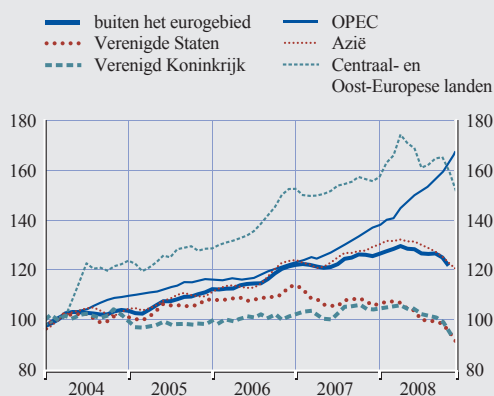
(jaargegevens; miljarden euro's)



Bron: ECB.  
Toelichting: De gegevens voor 2008 hebben betrekking op het jaar tot oktober.

**Grafiek 34 Uitvoervolume van het eurogebied naar specifieke handelspartners**

(index: kw1 2004 = 100; seizoengezuiverd; driemaands voortschrijdend gemiddelde)



Bron: ECB.  
Toelichting: De meest recente informatie heeft betrekking op december 2008, behalve voor de landen buiten het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk (november).

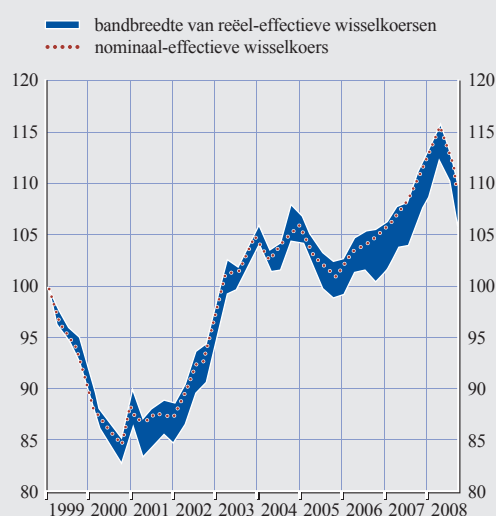
## RECENTE ONTWIKKELINGEN IN HET CONCURRENTIEVERMOGEN VAN HET EUROGEBIED

Een beoordeling van het internationale concurrentievermogen van het eurogebied in termen van prijzen en kosten – dat ook de afspiegeling is van het concurrentievermogen van de afzonderlijke landen van het eurogebied – kan belangrijke informatie verschaffen voor het volgen van de economie van het eurogebied. Dit kader behandelt dan ook ontwikkelingen in het concurrentievermogen van het eurogebied, afgemeten aan verschillende reëel-effectieve wisselkoersen, zowel op geaggregeerd niveau als op het niveau van de afzonderlijke lidstaten. Samengevat, gaven die indicatoren gedurende het voorbije decennium een daling van het concurrentievermogen van het eurogebied in termen van prijzen en kosten te zien, voornamelijk als gevolg van de nominale appreciatie van de wisselkoers van de euro gedurende dezelfde periode. Hoewel dit resultaat blijft gelden, ongeacht de gehanteerde deflatoren, zijn de ontwikkelingen inzake concurrentievermogen tussen de afzonderlijke landen van het eurogebied sterk heterogeen.

Wat het eurogebied als geheel betreft, wordt in Grafiek A een vergelijking gemaakt tussen het verloop van de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro en een marge afgeleid uit vijf reëel-effectieve wisselkoersindices gebaseerd op verschillende deflatoren<sup>1</sup>. Al met al wijzen de diverse maatstaven, volgens zowel de reëel- als de nominaal-effectieve wisselkoersen van de euro, op een vermindering van het concurrentievermogen tussen 1999 en 2008 met zowat 5-10%. Er is dus een hoge graad van gelijklopende ontwikkeling tussen nominaal- en reëel-effectieve wisselkoersen, wat de afspiegeling is van overeenkomsten in het prijsverloop in het eurogebied en bij zijn handelspartners. De algemene daling van het concurrentievermogen voor het eurogebied komt dan ook vooral door bewegingen van de nominale wisselkoers, die in verschillende periodes kunnen worden opgesplitst. De eerste periode werd gekenmerkt door een toename van het concurrentievermogen van 1999 tot 2001, wat de depreciatie van de euro rond die periode weerspiegelde. Daarna volgden verminderingen van het concurrentievermogen, vooral als gevolg van de appreciatie van de euro tijdens de periode 2002-04 en opnieuw vanaf 2006. Meer recentelijk liet het eurogebied een stijging van het concurrentievermogen optekenen als gevolg van de depreciatie van de euro tijdens de tweede helft van 2008.

### Grafiek A Nominaal- en reëel-effectieve wisselkoersen van de euro

(indexcijfer: kw1 1999=100; kwartaalgegevens)



Bron: Berekeningen van de ECB.

Toelichting: De laatste waarneming heeft betrekking op het vierde kwartaal van 2008.

De reëel-effectieve wisselkoers van het laatste kwartaal van 2008 is enkel beschikbaar op basis van de CPI en de PPI.

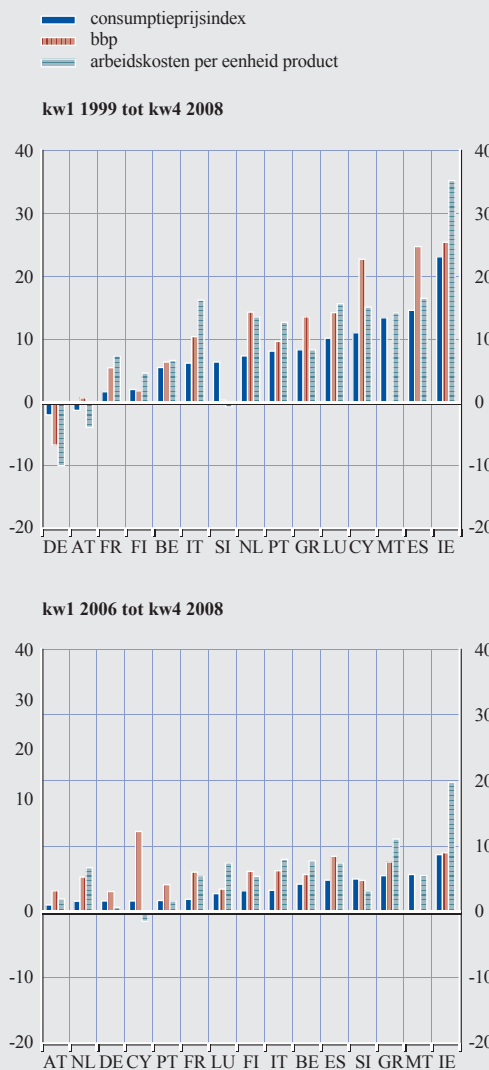
<sup>1</sup> De vijf deflatoren zijn de CPI, de producentenprijzen, het bbp, de arbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie en de arbeidskosten per eenheid product in de gehele economie.

Het verloop van het prijsconcurrentievermogen voor het eurogebied als geheel kan vrij uiteenlopende ontwikkelingen in de afzonderlijke landen verhullen. Voor een analyse daarvan hanteert de ECB een consistente methodologie door voor elk land van het eurogebied een reeks geharmoniseerde concurrentie-indicatoren op te stellen ten opzichte van de overige landen van het eurogebied en een aantal handelspartners van buiten het eurogebied<sup>2</sup>. Er zijn drie geharmoniseerde concurrentie-indicatoren die worden berekend als een gewogen gemiddelde van bilaterale wisselkoersen gebaseerd op handelsgewichten – die het relatieve belang van de belangrijkste concurrenten van de afzonderlijke landen weergeven – gedeeld aan de hand van de CPI, het bbp of de arbeidskosten per eenheid product. Van die geharmoniseerde concurrentie-indicatoren lijkt de op de CPI gebaseerde indicator de meest gehanteerde te zijn, deels vanwege de vrij homogene definitie van de CPI in alle landen, alsook omdat er geen significante gegevensherzieningen zijn en de cijfers met relatief geringe vertraging beschikbaar komen. Tegelijkertijd bieden de op de bbp-deflatoren en op de arbeidskosten per eenheid product gebaseerde indicatoren alternatieve maatstaven van het concurrentievermogen die meer toegespitst zijn op de productieve dan op de consumptieve kant van de economie.

Enig voorbehoud is evenwel geboden bij het interpreteren van die indicatoren. De op de index gebaseerde concurrentie-indicatoren bieden geen verklaring voor de verschillen in aanvangsprijsniveaus, waardoor dan ook geen conclusies kunnen worden getrokken met betrekking tot het land dat in absolute termen het grootste concurrentievermogen heeft. Op dergelijke indicatoren gebaseerde conclusies zijn ook gevoelig voor het begin- en eindpunt van de beschouwde periode. Voorts vatten de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren

### Grafiek B Wijzigingen in de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren<sup>1)</sup> in de landen van het eurogebied

(procentpunten; kwartaalgegevens)



Bron: Berekeningen van de ECB.  
 1) Aan de hand van de op de CPI, het bbp of de totale arbeidskosten per eenheid product gebaseerde deflatoren, met inbegrip van de handel binnen en buiten het eurogebied.  
 Toelichting: Een negatief (positief) getal betekent een verbetering van het (verlies aan) prijsconcurrentievermogen. De laatste notering heeft betrekking op het vierde kwartaal van 2008 (op basis van de CPI-deflator) en het derde kwartaal van 2008 (aan de hand van deflatoren op basis van het bbp en de arbeidskosten per eenheid product). Voor de periode van het eerste kwartaal van 2006 tot het vierde kwartaal van 2008 werden de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren afgestemd op kw1 2006=100. De op de bbp-deflator gebaseerde geharmoniseerde concurrentie-indicator voor Malta wordt niet door de ECB gepubliceerd.

2 Voor een diepgaander analyse van de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren wordt verwezen naar di Mauro, F. en K. Forster, "Globalisation and the competitiveness of the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 97, ECB, september 2008, en het artikel "Monitoring labour cost developments across euro area countries" in het ECB Maandbericht van november 2008.

enkel beperkte aspecten van het concurrentievermogen. Om een algemener beeld te verkrijgen, kunnen in een meer gedetailleerde analyse andere factoren, zoals handelsspecialisatie of het algemene bedrijfsklimaat, alsook de mate waarin de prijzen op de markt worden afgestemd en de snelheid waarmee de handelsprijzen reageren op veranderingen van de wisselkoers, in overweging worden genomen<sup>3</sup>. In de huidige situatie houdt de voor die indicatoren gehanteerde methodologie bovendien niet volledig rekening met landenverschillen inzake de productiviteit van de dienstensector. (De handelspatronen van die sector worden niet weerspiegeld in de weg van de handelspartners).

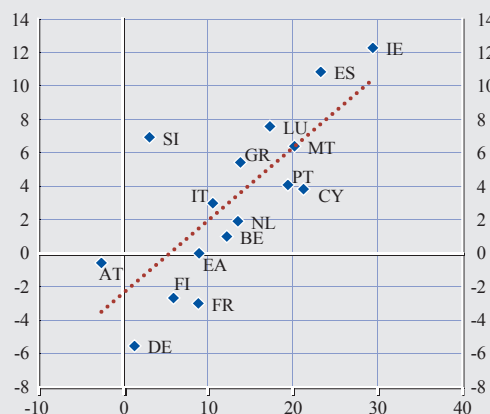
Wat vroegere bewegingen in de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren betreft, duidt Grafiek B op een aanzienlijke heterogeniteit in de ontwikkelingen inzake concurrentievermogen in de landen van het eurogebied. Aan de hand van de op de CPI gebaseerde geharmoniseerde concurrentie-indicator, liet Ierland sinds 1999 de sterkste dalingen in concurrentievermogen optekenen (meer dan 20%), gevolgd door Cyprus, Malta, Luxemburg en Spanje (10-20%). Oostenrijk, Duitsland, Finland en Frankrijk vertonen de geringste dalingen of zelfs lichte verbeteringen van het concurrentievermogen gedurende dezelfde periode. Ingang op de periode van de meest recente appreciatie van de euro, die begin 2006 inzette, lijken de verschillen minder uitgesproken, waarbij alle landen dalingen van het prijsconcurrentievermogen lieten noteren. Hoewel de omvang van de ontwikkelingen inzake concurrentievermogen in de landen soms gevoelig is voor de gekozen deflator, blijven de kwalitatieve resultaten dezelfde bij de verschillende maatstaven.

Op basis van de geharmoniseerde concurrentie-indicatoren kan tevens een onderscheid worden gemaakt tussen ontwikkelingen inzake concurrentievermogen van land tot land binnen en buiten het eurogebied. Dat is een nuttig onderscheid, aangezien bewegingen van de nominale wisselkoers sinds de invoering van de euro enkel belangrijk blijven voor het externe concurrentievermogen. Het prijsconcurrentievermogen tussen de landen van het eurogebied wordt dan ook enkel beïnvloed door uiteenlopende bewegingen inzake kosten en prijzen. Over het algemeen zijn dalingen inzake prijsconcurrentievermogen van land tot land meer uitgesproken met betrekking tot de handelspartners van buiten het eurogebied, zoals blijkt uit de regressielijn die het verband tussen de indicatoren binnen en buiten het eurogebied weergeeft (zie Grafiek C). Dat

### Grafiek C Ontwikkelingen in geharmoniseerde concurrentie-indicatoren binnen en buiten het eurogebied<sup>1)</sup>

(cumulatieve mutaties in procentpunten van kw 1 1999 tot kw 4 2008)

x-as: mutatie van de geharmoniseerde concurrentie-indicator buiten het eurogebied  
y-as: mutatie van de geharmoniseerde concurrentie-indicator binnen het eurogebied



Bron: Berekeningen van de ECB.

1) Op basis van de CPI.

Toelichting: Een positief (negatief) getal betekent een verbetering van het (verlies aan) prijsconcurrentievermogen. Voor het eurogebied toont de grafiek de reëel-effectieve koers van de euro ten opzichte van 22 handelspartners enkel op basis van de buitenland van het eurogebied.

3 Voor een analyse van die ruimere kwesties inzake concurrentievermogen wordt verwezen naar Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, "Competitiveness and the export performance of the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 30, ECB, juni 2005, en Baumann U. en F. di Mauro, "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges", *Occasional Paper Series*, nr. 55, ECB, maart 2007.

weerspiegelt grotendeels de totale nominale appreciatie van de wisselkoers van de euro van 1999 tot 2008. Dienovereenkomstig vertonen landen zoals Ierland waarvoor geldt dat een relatief groot aandeel van de handel plaatsvindt met partners buiten het eurogebied, ook een relatief grotere daling van het concurrentievermogen buiten het eurogebied. Voor de meeste landen duidt de hoge correlatie tussen het concurrentievermogen buiten en binnen het eurogebied er eveneens op dat de relatieve concurrentieposities van de afzonderlijke landen van het eurogebied vooral bepaald worden door het verloop van de binnenlandse kosten en prijzen. Al met al is Oostenrijk het enige land dat zowel binnen als buiten het eurogebied een verbeterd concurrentievermogen kan voorleggen. Finland, Frankrijk en Duitsland lieten ook een toename van hun concurrentievermogen in het eurogebied optekenen, maar gaven dalingen te zien ten opzichte van hun handelspartners buiten het eurogebied. De overige landen van het eurogebied noteerden dalingen van het concurrentievermogen zowel binnen als buiten het eurogebied.

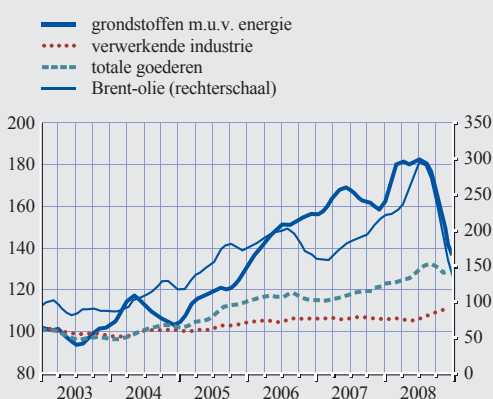
Samengevat, heeft het eurogebied, volgens verschillende maatstaven van de reëel-effectieve wisselkoersen, gedurende ruwweg de voorbije tien jaar een daling van het concurrentievermogen in termen van prijzen en kosten laten optekenen, grotendeels als gevolg van de nominale appreciatie van de euro. Er is echter een aanzienlijke heterogeniteit inzake het verloop van het concurrentievermogen tussen de landen van het eurogebied, wat meestal verschillen weergeeft in het verloop van hun binnenlandse kosten en prijzen, alsook de geografische specialisatie van hun buitenlandse handel.

Het invoervolume van goederen, vooral van halffabrikaten, daalde in 2008. Tegelijkertijd lieten de invoerprijzen tot het derde kwartaal van 2008 een krachtige groei optekenen, waarna ze in het laatste kwartaal van het jaar vertraagden. Doordat de prijsontwikkelingen de daling van het invoervolume ruimschoots compenseerden,

liet de totale invoer naar waarde in de eerste drie kwartalen van het jaar een aanmerkelijke stijging optekenen. Gegevens met betrekking tot de prijzen per categorie van goederen duiden erop dat de gestage toename van de invoerprijzen tot de zomer en de daaropvolgende vertraging grotendeels het gevolg waren van het verloop van de olieprijsen en de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie (zie Grafiek 35). Ondanks de daling van de olieprijsen sinds de zomer, bedroeg het tekort op de olierekening tijdens de twaalfmaands cumulatieve periode tot november 2008 evenwel €223,6 miljard, dat is ruim boven het reeds hoge peil van meer dan €170 miljard dat eind 2007 werd opgetekend.

### Grafiek 35 Invoerprijzen van buiten het eurogebied

(index: kw1 2003 = 100; seizoengezuiverd; driemaands voortschrijdend gemiddelde)



Bron: ECB.

### NETTO-INVVOER UIT HOOFDE VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN EN HET EFFECTENVERKEER SAMEN STIJGT IN 2008

In de financiële rekening noteerde het eurogebied in 2008 een netto invoer van €128,5 miljard uit hoofde van de directe investeringen en het effectenverkeer samen, in vergelijking met een netto invoer van €47,3 miljard een jaar eerder. Deze toename was het gevolg van de stijging van de netto invoer uit hoofde van



schuldbewijzen en van het effectenverkeer. Voornoemde ontwikkelingen werden deels gecompenseerd door de hogere netto uitstroom van directe investeringen (zie Grafiek 36).

In 2008 leidde de financiële turbulentie tot een verhoogde volatiliteit in alle segmenten van de financiële markten en, gezien de doorwerkingseffecten naar de reële kant van de economie, tot een hoge mate van onzekerheid over de mondiale vooruitzichten. In die context werden de mondiale portefeuilleherschikkingen beïnvloed door de daaruit voortvloeiende liquiditeitsverkrapping in belangrijke marktsegmenten en hadden dan weer een impact op het grensoverschrijdende effectenverkeer van het eurogebied. Met name de aandelenmarkt liet uitzonderlijk hoge netto verkopen optekenen van zowel financiële instrumenten van het eurogebied door niet-ingezeten beleggers als buitenlandse aandelen door beleggers in het eurogebied. De internationale investeerders leken hun buitenlandse investeringen terug te schroeven, wellicht als gevolg van voorzigtiger

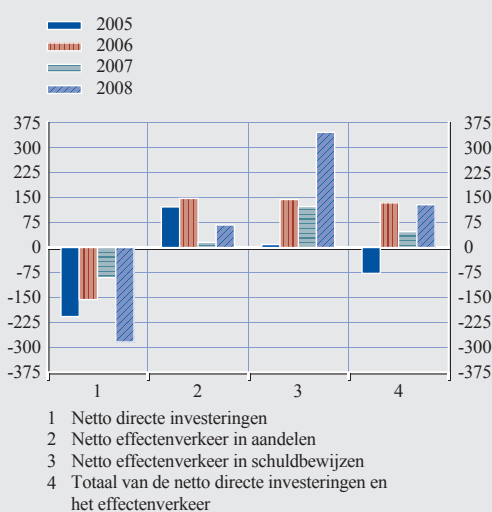
beleggingsstrategieën en de wereldwijde teruggang van de aandelenkoersen.

Eveneens in de nasleep van de financiële beroering, liet zowel de instroom van buitenlandse directe investeringen in het eurogebied als de uitstroom van investeringen uit het eurogebied naar het buitenland in 2008 een aanzienlijke daling optekenen, wat wees op een voorkeur voor de thuismarkten. De desinvesteringen door niet-ingezetenen in het eurogebied waren groter dan de desinvesteringen van het eurogebied in het buitenland, wat resulteerde in een totale hogere netto kapitaaluitvoer uit hoofde van directe investeringen voor het eurogebied.

Ten slotte droeg de grotere netto invoer uit hoofde van schuldbewijzen ten belope van €345,6 miljard, tegen €122,8 miljard in 2007, bij tot de stijging van de netto kapitaalimport op de financiële rekening. Een toegenomen risicoaversie, grotere liquiditeitsbehoeften en korte-renteverschillen kunnen tot die ontwikkeling hebben bijgedragen. Met name geldmarktinstrumenten lieten een krachtige netto instroom optekenen, die in september en oktober 2008 zijn hoogste peil bereikte sinds 1999. Die ontwikkelingen zijn mogelijkwerwijs het gevolg van pogingen om de liquiditeiten op te drijven tegen de achtergrond van de intensivering van de financiële onrust.

**Grafiek 36 Directe investeringen en effectenverkeer in het eurogebied**

(jaargegevens; miljarden euro's)



Bron: ECB.

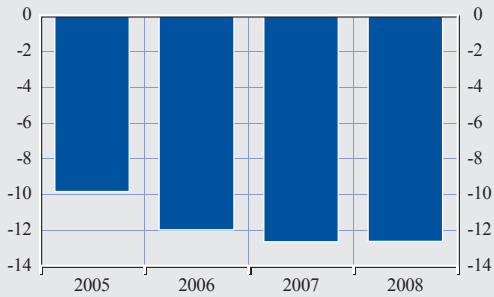
Toelichting: De gegevens voor 2008 hebben betrekking op het jaar tot oktober 2008.

#### INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE IN 2008

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 2008, blijkt dat het eurogebied een netto passief boekte van €1,158 biljoen ten opzichte van de rest van de wereld (dat is 12,5% van het bbp van het eurogebied), tegen een netto passief van €1,131 biljoen (ook 12,5% van het bbp) eind 2007 (zie Grafiek 37). Deze marginale stijging van het netto passief in 2008 vloeide grotendeels voort uit een stijging van de netto passiefposities uit hoofde van de overige investeringen (met €191 miljard)

### Grafiek 37 Netto internationale investeringspositie

(procenten bbp)



Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op het jaareinde, behalve voor 2008 (derde kwartaal).

en het effectenverkeer (met €76 miljard), wat nagenoeg volledig werd gecompenseerd door een toename van de netto vermogensposities uit hoofde van de directe investeringen van het eurogebied in het buitenland (met €182 miljard) en de financiële derivaten (met €35 miljard). Ook de reserveactiva vertoonden slechts een marginale toename; waarderingseffecten als gevolg van veranderingen in de activaprijzen en bewegingen in de wisselkoers van de euro droegen tot die ontwikkelingen bij.

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

#### ECONOMISCHE ACTIVITEIT

In de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied liet de economische groei in de loop van 2008 een vertraging optekenen, na verschillende jaren van krachtige expansie (zie Tabel 6)<sup>1</sup>. Hoewel dit patroon van afnemende economische activiteit in bijna alle landen te zien was, liepen de bbp-groei op jaarbasis en de omvang van de vertraging sterk uiteen.

De Baltische Staten ondergingen de meest uitgesproken vertraging. De gemiddelde groei op jaarbasis liep in Litouwen met meer dan de helft terug ten opzichte van het jaar voordien, en werd in Estland en Letland negatief. In elk van deze drie landen volgden die ontwikkelingen op verschillende jaren van zeer sterke groei van de economische activiteit, die gepaard ging met een uitzonderlijk krachtige stijging van de lonen, de kredietverlening en de inflatie, alsook met zeer omvangrijke tekorten op de lopende rekening. De macro-economische onevenwichtigheden in de Baltische Staten bleven in 2008 immers groot, ondanks de gedeeltelijke correctie in de loop van het jaar.

De vertraging van de bbp-groei in de meeste andere EU-lidstaten buiten het eurogebied werd

vooral in de hand gewerkt door de verzwakkende externe omgeving en, later op het jaar, door de directe gevolgen van de verscherpte financiële crisis. De krappere financieringsvoorwaarden en de scherp dalende activaprijzen ondermijnden het consumenten- en producentenvertrouwen en deden de binnenlandse vraag afnemen.

De vertraging van de economische groei in Slowakije, van 10,4% in 2007 tot 6,4% in 2008, vormde deels een normalisering na de bijzonder snelle groei tijdens het voorgaande jaar. In Hongarije weerspiegelde de zeer lage groei met 0,5% op jaarbasis in 2008 de vertraagde doorwerking van het omvangrijke pakket maatregelen ter consolidatie van de begroting in 2007, waarvan de economie in 2008 langzaam begon te herstellen, samen met de daaropvolgende weerslag van de financiële crisis op de economie. In de drie niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die vóór 2004 tot de EU toetraden, was de invloed van

1 De in deze paragraaf vermelde EU-lidstaten buiten het eurogebied omvatten de twaalf niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in de periode tot eind december 2008 (d.w.z. Bulgarije, Denemarken, Estland, Letland, Litouwen, Hongarije, Polen, Roemenië, Slowakije, Tsjechië, het Verenigd Koninkrijk en Zweden).

**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	2008	2008 kw 1	2008 kw 2	2008 kw 3	2008 kw 4
Bulgarije	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Tsjechië	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Denemarken	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estland	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Letland	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litouwen	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Hongarije	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Polen	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Roemenië	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slowakije	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Zweden	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Verenigd Koninkrijk	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
EU-9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EU-12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Eurogebied	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Bronnen: Eurostat en nationale bronnen.

Toelichting: De gegevens zijn niet voor alle landen seizoengezuiverd.

1) Het EU9-aggregaat omvat de negen EU-lidstaten buiten het eurogebied die op 1 mei 2004 of op 1 januari 2007 tot de EU zijn toegetreden.

2) Het EU12-aggregaat omvat de twaalf EU-lidstaten buiten het eurogebied op 31 december 2008.

de financiële crisis evenzeer uitgesproken, wat voor 2008 resulteerde in bbp-groecijfers op jaarbasis van 0,7% in het Verenigd Koninkrijk, -0,2% in Zweden en -1,3% in Denemarken. De economische activiteit in Polen en Tsjechië leek in iets mindere mate te zijn beïnvloed, met in 2008 een vertraging tot respectievelijk 5,4% en 3,2%. Hoewel Roemenië en Bulgarije in 2008 een robuuste groei met respectievelijk 7,1% en 6,0% lieten optekenen, vertraagde de economische activiteit in die landen eveneens in ruimere mate tegen het einde van het jaar, na een langdurige periode van zeer forse groei die werd aangewakkerd door de krachtige binnenlandse vraag en de sterke toename van de kredietverlening en de lonen, en die werd geschaagd door de omvangrijke instroom van buitenlandse directe investeringen.

### PRIJSVERLOOP

De gemiddelde inflatie op jaarbasis nam in 2008 toe in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied (met uitzondering van Hongarije) en overschreed in de landen met een inflatiedoelstelling ruimschoots het nagestreefde inflatiecijfer. Die stijging was het gevolg van de aanvankelijk opwaartse tendens die de inflatie tijdens de eerste jaarhelft in de meeste landen volgde en die later omsloeg. In december 2008 was de

inflatie in de meeste landen lager dan aan het begin van het jaar.

De hoogste inflatie werd opgetekend in de Baltische Staten en Bulgarije, waar de gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis schommelde tussen 10,6% en 15,3%. In Hongarije, Roemenië en Tsjechië lag de gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis tussen 6,0% en 7,9%, terwijl in de overige landen – Denemarken, Polen, Slowakije, het Verenigd Koninkrijk en Zweden – de inflatie tussen 3,3% en 4,2% uitkwam.

Een van de belangrijkste factoren achter de algemene stijging van de inflatie deed zich in bijna alle EU-lidstaten buiten het eurogebied voor, namelijk een sterke toename van de mondiale prijzen van voedingsmiddelen en energie. Sommige landen verhoogden ook aanzienlijk de door de overheid gereguleerde prijzen en de indirecte belastingen, en in een aantal economieën droeg ook de depreciatie van de valuta bij tot de prijsstijging. Ten slotte oefenden de krachtige binnenlandse vraag, de toenemende capaciteitsbeperkingen en de aanbodschokken in de landbouw in enkele gevallen ook een sterke opwaartse druk uit op de lonen en de prijzen.

**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	2008	2008 kw 1	2008 kw 2	2008 kw 3	2008 kw 4
Bulgarije	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Tsjechië	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Denemarken	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estland	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Letland	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litouwen	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Hongarije	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Polen	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Roemenië	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slowakije	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Zweden	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Verenigd Koninkrijk	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EU-9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EU-12 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Eurogebied	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Bron: Eurostat.

1) Het EU9-aggregaat omvat de negen EU-lidstaten buiten het eurogebied die op 1 mei 2004 of op 1 januari 2007 tot de EU zijn toegetreten.

2) Het EU12-aggregaat omvat de twaalf EU-lidstaten buiten het eurogebied op 31 december 2008.

De factoren die later in 2008 zorgden voor de aanzienlijke matiging van de inflatie, waren in de meeste landen ook dezelfde. Ten eerste begon de inflatie op jaarbasis terug te lopen naarmate de effecten van de wereldwijde schok in de grondstoffenprijzen van 2007 en begin 2008 wegebben en de mondiale olieprijs fors daalden. Ten tweede verminderde de druk van de binnenlandse vraag tegelijk met de afname van de economische groei in de voorheen snelst groeiende economieën en later ook in de meeste andere, niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten, toen de financiële crisis verhevigde. Niettemin bleef de loondruk hoog in een aantal landen waar de reële lonen sneller bleven groeien dan de productiviteit, wat leidde tot aanzienlijke stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product.

### **BEGROTINGSBELEID**

De begrotingssituatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten vertoonde in 2008 een zeer heterogene ontwikkeling. Enkel Bulgarije, Denemarken en Zweden bleven een begrotingsoverschot boeken; de overige landen lieten soms een groot begrotingstekort optekenen (zie Tabel 8). De tekortquote steeg tot boven 3% bbp in Letland, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk, en lag dicht bij dat peil in Litouwen. Hongarije drong zijn tekort terug van 5,0% bbp in 2007 tot 3,3% in 2008. In de Baltische Staten, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk, en in mindere mate in Zweden, voldeden de begrotingsresultaten voor 2008 niet aan de doelstellingen uit de bijgewerkte convergentieprogramma's die eind 2007 of begin 2008 waren ingediend. Zowel voor de Baltische Staten als voor het Verenigd Koninkrijk was dit deels toe te schrijven aan de sterk verslechterende macro-economische omstandigheden die de geplande aanhoudende groei van de uitgaven en derhalve ook de begrotingen voor 2008 onhoudbaar maakten. In de overige niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten (Bulgarije, Denemarken, Hongarije, Polen, Slowakije en Tsjechië) waren de begrotingsresultaten voor 2008 grotendeels in overeenstemming met, of beter dan, de doelstellingen van de convergentieprogramma's.

In een klimaat dat algemeen ongunstiger werd voor de economie en de begroting, planden Slowakije, het Verenigd Koninkrijk en Zweden tegen eind 2008 stimulerende begrotingsmaatregelen of implementeerden ze die, terwijl verschillende andere EU-lidstaten buiten het eurogebied plannen aankondigden voor een - in sommige gevallen ambitieuze - begrotingsconsolidatie in 2009. Hongarije en Letland, die van onder meer de EU en het IMF dringende financiële bijstand ontvingen, verbonden zich voor 2009 en daarna tot belangrijke budgettaire consolidatiemaatregelen.

Eind 2008 waren Hongarije en het Verenigd Koninkrijk onderworpen aan procedures inzake buitensporige tekorten. De Ecofin-Raad heeft de buitensporige-tekortenprocedures voor Tsjechië en Slowakije in juni en die voor Polen in juli opgeheven. In juni kreeg Roemenië van de Europese Commissie beleidsadvies, omdat het risico bestond dat het tekort de referentiewaarde van 3% bbp zou overschrijden in een omgeving van sterke bbp-groei.

De overheidsschuld bleef in 2008 ruim onder de referentiewaarde van 60% bbp in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten. Enkel Hongarije tekende een schuldquote van meer dan 60% op. De landen vertoonden echter sterk uiteenlopende ontwikkelingen. De overheidsschuldquote nam toe in Denemarken, Estland, Hongarije, Letland, Polen, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk, terwijl ze in de overige landen terugliep of nagenoeg onveranderd bleef. De stijgingen van de schuldquote in de meeste landen weerspiegelen voornamelijk de daling van de bbp-groei en van de begrotingssaldi. Voor het Verenigd Koninkrijk hangt de toename van de schuldquote tot op zekere hoogte ook samen met de weerslag, op de begroting, van de aan de financiële instellingen verstrekte noodsteun. In Denemarken nam de schuldquote toe omdat de obligatie-emissies er hoger waren dan de financieringsbehoefte.

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

(procenten bbp)

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

	2005	2006	2007	Bijwerkingen	Prognose van de
				convergentieprogramma's	Europese Commissie
				2007	voor 2009
				2008	2008
Bulgarije	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Tsjechië	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Denemarken	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estland	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Letland	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Litouwen	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Hongarije	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Polen	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Roemenië	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Slowakije	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Zweden	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Verenigd Koninkrijk	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
EU-9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
EU-12 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Eurogebied	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

	2005	2006	2007	Bijwerkingen	Prognose van de
				convergentieprogramma's	Europese Commissie
				2007	voor 2009
				2008	2008
Bulgarije	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Tsjechië	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Denemarken	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estland	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Letland	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Litouwen	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Hongarije	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Polen	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Roemenië	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Slowakije	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Zweden	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Verenigd Koninkrijk	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
EU-9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
EU-12 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Eurogebied	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Bronnen: Gegevens van de Europese Commissie (voor 2005-08), bijwerkingen convergentieprogramma's voor 2007, tussentijdse prognoses in 2009 van de Europese Commissie (voor 2008), en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de ESR 95-definities. De cijfers voor 2008 in de convergentieprogramma's werden geraamd door de nationale regeringen, en kunnen derhalve verschillen van de eindresultaten.

1) Het EU9-aggregaat omvat de negen niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die op 1 mei 2004 of op 1 januari 2007 tot de EU zijn toetreden.

2) Het EU12-aggregaat omvat de twaalf niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten op 31 december 2008.

## BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

De gecombineerde lopende en kapitaalrekening van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten bleef in 2008 aanzienlijk variëren van land tot land (zie Tabel 9). Terwijl Denemarken en Zweden een overschot boekten, lieten alle andere landen een tekort optekenen. Voor veel van de landen die in 2004 of later tot de EU toetraden, zijn de tekorten een normaal

kenmerk van het inhaalproces, voor zover ze de gunstige investeringsmogelijkheden en de spreiding van het consumptiegedrag in de tijd weerspiegelen. De zeer omvangrijke tekorten op de lopende en kapitaalrekening van bepaalde EU-lidstaten buiten het eurogebied werden echter ook in de hand gewerkt door een krachtige binnenlandse vraag, gunstige mondiale financieringsvoorwaarden en een

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

(procenten bbp)

	Lopende rekening en kapitaalrekening samen				Netto stromen van directe investeringen				Netto stromen uit hoofde van het effectenverkeer			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgarije	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Tsjechië	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Denemarken	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estland	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Letland	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litouwen	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Hongarije	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Polen	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Roemenië	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slowakije	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Zweden	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Verenigd Koninkrijk	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EU-9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EU-12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Eurogebied	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens voor 2008 hebben betrekking op het totaal over vier kwartalen tot het derde kwartaal van 2008.

1) Het EU9-aggregaat omvat de negen niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die op 1 mei 2004 of op 1 januari 2007 tot de EU zijn toegetreden.

2) Het EU12-aggregaat omvat de twaalf niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten op 31 december 2008.

sterke groei van de kredietverlening. De wereldwijde financiële beroering in 2008 en de uitstraling ervan naar de reële economie leidden tot een afkoeling of inkrimping van de binnenlandse vraag, en droegen zodoende bij tot een verkleining van het tekort in verschillende EU-landen buiten het eurogebied.

Wat de landen met een groot tekort betreft, was de inkrimping van het tekort op de lopende en kapitaalrekening het meest uitgesproken in Estland en Letland, hoewel de tekorten in deze landen aan het einde van 2008 zeer groot bleven. In Litouwen liep het tekort veel minder sterk terug en in Roemenië bleef het vrijwel onveranderd, terwijl Bulgarije te kampen had met een verder toenemend tekort. In alle voornoemde landen bleef het tekort boven 10% bbp, en in Bulgarije bedroeg het zelfs meer dan 20%.

Van de landen met een geringer extern tekort gaf enkel het Verenigd Koninkrijk in 2008 een daling daarvan te zien. In Tsjechië en Polen bleef het tekort grotendeels onveranderd, terwijl het in Hongarije en Slowakije enigszins opliep. De externe onevenwichtigheden in de

meeste landen vloeiden voort uit een tekort in het goederenverkeer, behalve in Tsjechië, Hongarije en Slowakije, waar het tekort op de inkomensrekening de belangrijkste factor was. In vergelijking met 2007 liet de netto instroom van directe investeringen in 2008 in sommige landen een daling optekenen. De meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied vertoonden een tekort op de basisbalans - dat is de som van de gecombineerde lopende en kapitaalrekening en het saldo van de directe investeringen - dat in enkele economieën boven 4% bbp uitkwam. De netto kapitaalstromen uit hoofde van het effectenverkeer waren in 2008 negatief of grotendeels neutraal in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk. De netto stromen uit de "overige investeringen" bleven in de meeste landen die in 2004 of later tot de EU toetraden overwegend positief, vooral als gevolg van de leningen die moederbanken in buitenlandse eigendom aan hun dochtermaatschappijen in de regio verstrekten.

#### WISSELKOERSVERLOOP

Het wisselkoersverloop in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten werd in

2008 sterk beïnvloed door de wisselkoersstelsels van de afzonderlijke landen.

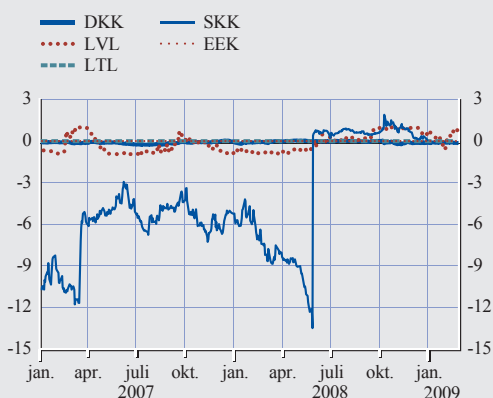
De valuta's van Denemarken, Estland, Letland, Litouwen en Slowakije namen deel aan het ERM II. Voor die valuta's gold een standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$  rond hun spilkoers ten opzichte van de euro, behalve voor de Deense kroon, die binnen een smallere marge van  $\pm 2,25\%$  werd gehouden (zie Grafiek 38). De deelname aan het ERM II gaat in sommige gevallen gepaard met unilaterale verbintenissen vanwege de betrokken landen om nauwere fluctuatiemarges te handhaven. Die unilaterale verbintenissen brengen voor de ECB geen extra verplichtingen mee. Zo werd met name overeengekomen dat de Estse kroon en de Litouwse litas tot het ERM II mochten toetreden met behoud van hun bestaande "currency board"-stelsels. De Letse autoriteiten besloten de koers van de lats te handhaven op de spilkoers ten opzichte van de euro met een fluctuatiemarge van  $\pm 1\%$ . De overeenkomsten met betrekking tot deelname aan het ERM II

van de landen waarvan de valuta's in 2004 of later tot dat mechanisme toetraden (alle voornoemde landen behalve Denemarken), zijn ook allemaal gebaseerd op een aantal andere, door de respectieve autoriteiten aangegane beleidsverbintenissen. Deze hebben onder meer betrekking op het voeren van een gezond begrotingsbeleid, het bevorderen van loonmatiging en loonontwikkelingen in de pas met de productiviteitsgroei, het nastreven van een voorzichtig kredietbeleid en het uitvoeren van verdere structurele hervormingen.

Vóór de val van Lehman Brothers in september 2008 waren de ecarts op de geldmarkt in het grootste deel van de bovengenoemde landen relatief stabiel, afgezien van enige volatiliteit op de Letse markten. Terwijl de wisselkoersontwikkelingen in het vierde kwartaal van 2008 de officiële wisselkoersstelsels bleven weerspiegelen, droegen de verheviging van de mondiale financiële crisis, de verslechterende economische vooruitzichten en de bezorgdheid van de beleggers over de kwetsbaarheid voor buitenlandse ontwikkelingen, samen met de verlagingen van de kredietrating voor Letland en Litouwen alsook de beslissing van de kredietratingbureaus om Estland onder toezicht te plaatsen voor een ratingverlaging, bij tot een snelle en uitgesproken toename van de rendementsecarts op de obligatie- en geldmarkt ten opzichte van het eurogebied in alle ERM II-landen behalve Slowakije. In Letland, waar het rendementsecart op de geldmarkt een bijzonder krachtige stijging te zien gaf, en in Denemarken ondersteunden de centrale banken hun munt met valuta-interventies en door de officiële-rentever verschillen tegenover het eurogebied te vergroten. Tegen de achtergrond van een scherpe teruggang van de economische activiteit en van de spanningen in het financiële systeem nationaliseerde Letland zijn grootste bank in binnenlandse eigendom en zette het in december 2008 een gezamenlijk internationaal financieel ondersteuningsprogramma op ten belope van €7,5 miljard. Het programma omvat maatregelen om de financiële sector te stabiliseren, aanzienlijke binnenlandse economische hervormingen, een consolidatie

**Grafiek 38 Ontwikkelingen in ERM II**

(daggegevens; afwijking van de spilkoers in procentpunten)



Bron: ECB.

Toelichting: Een positieve (negatieve) afwijking van de spilkoers ten opzichte van de euro geeft aan dat de valuta rond de ondergrens (bovengrens) van de fluctuatiemarge noteert. Voor de Deense kroon bedraagt de fluctuatiemarge  $\pm 2,25\%$ ; voor alle andere valuta's geldt de standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$ . Op basis van unilaterale verbintenissen belooft de fluctuatiemarge voor de Letse lats echter  $\pm 1\%$ , en behouden zowel de Litouwse litas als de Estse kroon hun "currency board"-stelsel. De spilkoers van de Slowaakse kroon werd op 16 maart 2007 met 8,5% en op 29 mei 2008 met 17,6472% gerevalueerd.



van de begroting en forse verlagingen van de overheidslonen en berust op de handhaving van de huidige wisselkoerskoppeling binnen een nauwe band met het oog op de verwezenlijking van Letlands beleidsdoelstelling om zo spoedig mogelijk tot het eurogebied toe te treden.

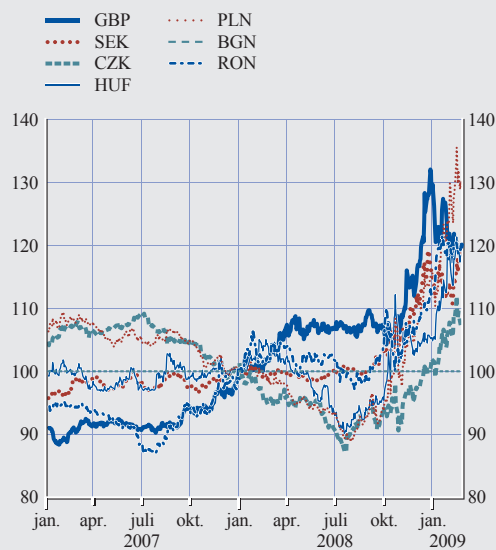
Daarentegen lijkt het vooruitzicht op de toetreding van Slowakije tot het eurogebied de Slowaakse kroon te hebben afgeschermd tegen de negatieve invloed van de mondiale financiële crisis. In de eerste helft van 2008 steeg de kroon aanzienlijk in waarde tegenover de euro. Op 29 mei werd de spilkoers van die valuta met 17,6472% gerevalueerd tot SKK 30,1260 ten opzichte van de euro. Na het besluit van juli 2008 waarbij de EU-Raad instemde met de overgang van Slowakije op de euro, bleef de Slowaakse kroon dicht bij haar nieuwe spilkoers, die ook de koers was waartegen ze werd omgerekend naar de euro toen deze laatste op 1 januari 2009 in Slowakije werd ingevoerd.

Voor de valuta's van de EU-lidstaten buiten het eurogebied die niet aan het ERM II deelnamen, varieerden de ontwikkelingen aanzienlijk van land tot land (zie Grafiek 39). De meeste valuta's waren in de eerste helft van 2008 grotendeels stabiel, terwijl sommige, zoals de Tsjechische kroon, de Hongaarse forint en de Poolse zloty in waarde stegen en een recordpeil bereikten ten opzichte van de euro. Vanaf september, echter, resulteerde de verdieping van de financiële crisis, tegen de achtergrond van een duidelijk mondiaal streven van de marktpartijen om hun schuldsposities terug te dringen en ernstige problemen met de werking van de interbancaire markten over de hele wereld, in een snelle en uitgesproken depreciatie van verschillende munten, vooral van de Poolse zloty, de Hongaarse forint, de Roemeense leu en, in mindere mate, de Tsjechische kroon.

Het gezamenlijke internationale financiële ondersteuningsprogramma voor Hongarije, dat tot doel had de spanningen op de financiële markt te verlichten, droeg aanvankelijk (eind oktober en november 2008) bij tot een verminderde

**Grafiek 39 Verloop van de niet tot het ERM II behorende EU-valuta's**

(daggegevens; index: 2 januari 2008=100)



Bron: ECB.

neerwaartse druk op zowel de forint als de overige valuta's in de regio. De verslechterende economische vooruitzichten en de bezorgdheid van de beleggers over de externe kwetsbaarheid van sommige landen alsook de verlagingen van de kredietratings voor Bulgarije, Hongarije en Roemenië in oktober en november leidden echter tot een verdere scherpe depreciatie van de zloty, de forint, de leu en, in mindere mate, de kroon. Ten gevolge van het op de euro gebaseerde "currency board"-stelsel bleef de Bulgaarse lev standvastig ten opzichte van de euro, ondanks een stijging van de renteversillen ten opzichte van het eurogebied. Het Britse pond verzwakte in het vierde kwartaal van 2008 sterk tegenover de euro, onder invloed van de toenemende angst voor een recessie in het Verenigd Koninkrijk en de teruglopende renteversillen ten opzichte van het eurogebied. In de eerste twee maanden van 2009 trok het pond enigszins aan ten opzichte van de euro, bij een hoge volatiliteit. De Zweedse kroon depreciëerde in de loop van 2008 aanzienlijk tegenover de euro.

## FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

Tussen januari en december 2008 werden de rendementen op de langlopende overheidsobligaties in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten (met uitzondering van Estland, waarvoor geen vergelijkbare lange rente beschikbaar is) sterk beïnvloed door de wereldwijde financiële crisis. Portefeuillewijzigingen als gevolg van een algemene toename van de risicoaversie onder beleggers waren een belangrijke verklaring voor de ontwikkelingen op de obligatiemarkt in die landen. Tijdens het eerste deel van 2008 kwam het verloop van de rendementen op overheidsobligaties in de meeste EU-landen buiten het eurogebied overeen met dat in het eurogebied, waar de rendementen relatief stabiel waren. Daarna volgde een periode van toegenomen divergentie tussen de niet tot het eurogebied behorende EU-landen; in sommige van die landen liepen de rendementen terug, net als in het eurogebied, terwijl ze in andere abrupt stegen. In december 2008 lag de lange rente in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten gemiddeld ongeveer 85 basispunten hoger dan begin 2008, terwijl ze in het eurogebied met 34 basispunten was gedaald. De grootste stijgingen deden zich voor in Litouwen en Letland (met respectievelijk 430 en 330 basispunten), wat voornamelijk aangaf dat die regeringen steeds moeilijker in hun financieringsbehoeften konden voorzien in het licht van een scherpe achteruitgang van de economische groei.

Tussen januari en december 2008 namen de rendementsecarts op overheidsobligaties ten opzichte van het eurogebied gemiddeld beschouwd toe in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten. In Litouwen en Letland liepen ze op tot een historisch hoogtepunt, dat in december ongeveer 500 basispunten bedroeg.

Net als op de obligatiemarkten werden de beursindices in 2008 in alle EU-landen buiten het eurogebied negatief beïnvloed door de grotere onzekerheid, het negatieve sentiment tegenover de toekomstige economische ontwikkelingen en de berichten over aanhoudende verliezen in de

financiële sector. De aandelenmarkten werden doorgaans gekenmerkt door een hoge volatiliteit en aanzienlijke dalingen met gemiddeld 50% tussen december 2007 en december 2008. De aandelenkoersen zakten het sterkst in Bulgarije en Roemenië, waar ze met meer dan 70% terugliepen, voornamelijk omdat de beleggers de risicograad op de kapitaalmarkten van deze landen hoger inschatten.

## 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 10).

In 2008 bleven het monetaire beleid en de wisselkoersstelsels van de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied grotendeels ongewijzigd. Hongarije verving in februari echter zijn fluctuatiemarge ten opzichte van de euro door een vrij zwevende wisselkoers en versoepelde zijn bestaande inflatiedoelstelling. Enkele andere landen brachten bepaalde verfijningen in het monetaire-beleidskader aan, met het oog op de toekomstige monetaire integratie in het eurogebied.

De toename van de wereldwijde financiële beroering in het najaar van 2008 plaatste het monetaire beleid in de meeste niet tot de EU behorende landen van het eurogebied voor verschillende uitdagingen, waarbij een aantal landen onderhevig waren aan liquiditeitsbeperkingen op hun interbancaire markten, alsook aan spanningen op hun valutamarkten. De reacties van de NCB's op die uitdagingen varieerden naargelang de economische omstandigheden en het van kracht zijnde monetaire-beleidskader.

Wat de in 2008 genomen monetaire-beleidsbeslissingen betreft, namen de meeste centrale banken die aan het ERM II deelnamen monetaire-beleidsmaatregelen die vaak acties van de ECB weerspiegelden. In juli verhoogde de ECB de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het

**Tabel 10 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	Inflatiedoelstelling: 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	Estse 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.
Letland	Wisselkoersdoelstelling	Letse 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 sinds 2007. Vrij zwevende wisselkoers.
Polen	Inflatiedoelstelling	Poolse zloty	Inflatiedoelstelling: 2,5% ±1 procentpunt (jaarlijkse stijging van de CPI). Vrij zwevende wisselkoers.
Roemenië	Inflatiedoelstelling	Roemeense leu	Inflatiedoelstelling: 3,8% en 3,5% ±1 procentpunt tegen respectievelijk eind 2008 en eind 2009. Geleid zwevende wisselkoers.
Slowakije	Inflatiedoelstelling overeenkomstig de voorwaarden van ERM II	Slowaakse koruna	Nam deel aan ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van SKK 35,4424 per euro, en vanaf 29 mei de spilkoers van SKK 30,1260 per euro. De inflatiedoelstelling werd vastgelegd op een inflatie van minder dan 2% tegen eind 2008. Voerde op 1 januari 2009 de euro in.
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% (twaalfmaands stijging van de CPI <sup>1)</sup> ). 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.

Eurosysteem met 25 basispunten, waarna ze haar voornaamste beleidsrente in het laatste kwartaal van het jaar in drie stappen verlaagde met in totaal 175 basispunten.

Gelet op hun “currency board”-stelsels hanteren Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank), Lietuvos bankas en Eesti Pank geen officiële beleidsrente; ze passen zich automatisch aan de door de ECB vastgestelde rentetarieven aan. In het licht van het afnemende

vertrouwen onder de binnenlandse banken en de liquiditeitsdruk op de interbancaire markten, verlaagden die eerste twee centrale banken bovendien hun minimumreserverplichtingen om de liquiditeitsbeperkingen terug te schroeven.

Van de landen die aan het ERM II deelnemen en geen “currency board” hanteren, hield Latvijas Banka, die een fluctuatiemarge van ±1% rond de spilkoers van de lats handhaafde als unilaterale verbintenis, haar voornaamste rentetarief

gedurende het hele jaar onveranderd op 6%. De Letse centrale bank verhoogde evenwel de rente op de depositofaciliteit met 100 basispunten tot 3% en paste verschillende rentetarieven toe voor de marginale beleningsfaciliteit, afhankelijk van het aantal dagen dat de beleningsfaciliteit tijdens de voorgaande 30 dagen werd gebruikt. Latvijes Banka verlaagde tevens de minimumreserveratio voor bankverplichtingen op meer dan twee jaar in vijf stappen met in totaal 500 basispunten tot 3% en die voor de overige verplichtingen met in totaal 300 basispunten tot 5%, teneinde de liquiditeitsbeperkingen in het bankwezen te verlichten. In december sloot ze een swapovereenkomst met Sveriges Riksbank en Danmarks Nationalbank, wat haar in staat stelde tot €500 miljoen te lenen als kortlopende financiering om de macro-economische en financiële stabiliteit in stand te houden.

Danmarks Nationalbank verhoogde tussen mei en oktober 2008 haar belangrijkste beleidsrente in vier stappen met in totaal 125 basispunten. Terwijl de beslissing in juli volgde op een renteverhoging met 25 basispunten door de ECB, vonden de overige aanpassingen plaats toen de rente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem onveranderd werd gelaten of zelfs werd verlaagd, en waren ze erop gericht het verschil ten opzichte van de beleidsrentetarieven in het eurogebied te verruimen. De renteverhogingen door Danmarks Nationalbank waren bedoeld om de verzwakkende kroon te ondersteunen in periodes van spanningen op de valutamarkten. In oktober kondigden Danmarks Nationalbank en de ECB aan dat ze een swapfaciliteit ten belope van €12 miljard instelden om de liquiditeit op de korte-termijnmarkten in euro te verbeteren. Voorafgaand aan deze maatregel had Danmarks Nationalbank in september een soortgelijke overeenkomst gesloten met het Federal Reserve System. Nadat de spanningen op de Deense financiële markten wat waren geluwd, volgde Danmarks Nationalbank in november en december 2008 de ECB door haar voornaamste beleidsrente in twee stappen te verlagen met in totaal 125 basispunten.

Gelet op de nakende invoering van de euro in Slowakije, volgde de Národná banka Slovenska vanaf oktober 2008 de monetaire-beleidsbeslissingen van de ECB en verlaagde ze haar reporente in drie stappen met in totaal 175 basispunten tot 2,5%. Ze versmalde tevens de bandbreedte van de daggeldrente rond de reporente tot 100 basispunten.

De meeste NCB's die een inflatiedoelstelling hanteren en niet aan het ERM II deelnemen, verstrakten begin 2008 hun monetaire-beleidskoers, teneinde de inflatoire druk te beperken die grotendeels voortvloeide uit de prijsstijgingen voor voedingsmiddelen en energie, en in sommige landen tevens uit de robuuste loongroei. In de eerste drie kwartalen van 2008 verhoogden Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank en Narodowy Bank Polski elk hun beleidsrente met in totaal 100 basispunten in verschillende stappen, terwijl de Banca Națională a României haar richtinggevende rente in zes stappen optrok met 275 basispunten. De Česká národní banka verhoogde haar voornaamste beleidsrente slechts eenmaal, namelijk met 25 basispunten in februari; deze renteverhoging werd in augustus ongedaan gemaakt. De Bank of England begon haar beleidsrente vanaf december 2007 te verlagen en schroefde de rente in de loop van de eerste drie kwartalen van 2008 verder terug.

Naarmate de inflatoire druk verminderde tegen de achtergrond van de dalende grondstoffenprijzen, de verzwakkende economische vooruitzichten en een verscherping van de wereldwijde financiële crisis, schroefden de meeste NCB's met een inflatiedoelstelling hun beleidsrente in het vierde kwartaal van 2008 terug. Op 8 oktober verlaagden de Bank of England en Sveriges Riksbank de rentetarieven met 50 basispunten in een gezamenlijke actie met de ECB en andere, niet tot de EU behorende centrale banken. Op 22 oktober verhoogde Magyar Nemzeti Bank echter haar leidinggevende rente met 300 basispunten als reactie op de ontwikkelingen in de financiële markten. Daarentegen verlaagden de Bank of England en Sveriges Riksbank tijdens het vierde kwartaal

van 2008 verder hun rente in verschillende stappen, met in totaal respectievelijk 300 en 275 basispunten. De centrale banken van Tsjechië, Polen en Hongarije voerden eveneens een aantal renteverlagingen uit met in totaal respectievelijk 125, 100 en 150 basispunten in november en december.





Voormalig President van de ECB Willem F. Duisenberg met zijn echtgenote Gretta en de Duitse bondskanselier Helmut Kohl arriveren voor de feestelijke opening van de ECB op 30 juni 1998

**HOOFDSTUK 2**

**CENTRALE-  
BANKTRANSACTIES  
EN -ACTIVITEITEN**



# I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

## I.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De monetaire-beleidstransacties van het Euro-systeem omvatten, enerzijds, open-markttransacties, zoals basis-herfinancieringstransacties (BHT's), langerlopende herfinancieringstransacties (LHT's) en "fine tuning"-transacties en, anderzijds, permanente faciliteiten. Binnen het operationele kader voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid, dat gebaseerd is op een stelsel van reserveverplichtingen, worden deze instrumenten gebruikt voor het beheer van de liquiditeitsverhoudingen in de interbancaire geldmarkt teneinde de zeer korte rente in de buurt te houden van het belangrijkste rentetarief van de ECB.

In 2008 nam de Raad van Bestuur vier beslissingen die de voornaamste ECB-rentetarieven beïnvloedden. Op 3 juli besloot de Raad van Bestuur de voornaamste ECB-rentetarieven met 25 basispunten op te trekken tot 4,25%. Op 8 oktober, 6 november en 4 december werd besloten de voornaamste ECB-rentetarieven te verlagen tot respectievelijk 3,75%, 3,25% en 2,50%. Daarnaast besloot de Raad van Bestuur op 8 oktober de door de permanente faciliteiten bepaalde corridor rond het rentetarief voor de basis-herfinancieringstransacties vanaf 9 oktober te versmallen van 200 tot 100 basispunten. Bijgevolg werd de rente op de marginale beleningsfaciliteit vastgesteld op 50 basispunten boven het rentetarief voor de BHT's. Op 18 december besloot de Raad van Bestuur de Raad van Bestuur de corridor met ingang van 21 januari 2009 opnieuw op het niveau van vóór oktober te brengen.

De tenuitvoerlegging van het monetaire beleid werd in 2008 beheerst door de inspanningen van het Eurosysteem om het hoofd te bieden aan de spanningen op de geldmarkten als gevolg van de financiële beroering. In een eerste reeks maatregelen tijdens de periode tot september "frontloadde" het Eurosysteem de liquiditeitsvoorziening bij het begin van de reserve-aanhoudingsperiode, waardoor de banken iets vroeger in de aanhoudingsperiode aan hun reserveverplichtingen konden voldoen, en verminderde die later, waardoor de totale liquiditeitsvoorziening gedurende de hele

Grafiek 40 Voornaamste ECB-rentetarieven en de EONIA



Bron: ECB.

1) Minimale inschrijvingsrente tot 14 oktober 2008; vaste rente vanaf 15 oktober 2008.

aanhoudingsperiode onveranderd bleef. Tegelijkertijd werd de gemiddelde looptijd van de open-markttransacties verlengd door het optrekken van de via langerlopende transacties verstrekte liquiditeit.

Na een aanzienlijke verslechtering van de verhoudingen op de financiële markten volgend op het faillissement van Lehman Brothers in oktober 2008, nam de ECB een tweede reeks maatregelen. Daartoe behoorden de overgang op een vaste-rentetender met volledige toewijzing voor open-markttransacties, de vernauwing van de door de permanente faciliteiten gestelde corridor van 200 tot 100 basispunten en de uitbreiding van de lijst van beleenbaar onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem.

Al die maatregelen beoogden het waarborgen van de aanhoudende toegang van solvabele banken tot liquiditeit, wat op zijn beurt bijdroeg tot een verbetering van de gebrekkige werking van de geldmarkt, waarbij tegelijkertijd de korte rente werd gestuurd (voor meer bijzonderheden, zie Kader 10).

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

De onrust op de financiële markten beïnvloedde gedurende heel 2008 de uitvoering van de monetaire-beleidstransacties. In dit kader wordt beschreven welke monetaire-beleidstransacties de ECB met betrekking tot de financiële beroering uitvoerde. Het spitst zich toe op maatregelen inzake liquiditeitsbeheer, zowel wat transacties in euro als in vreemde valuta's betreft, en beschrijft hoe het onderpandkader tijdens die periode de monetaire-beleidsvoering ondersteunde.

In 2008 konden in het liquiditeitsbeheer twee fases worden onderscheiden. De eerste daarvan was de periode van januari tot september, waarin de ECB grotendeels de maatregelen voortzette die ze gedurende de tweede helft van 2007 had genomen. De tweede fase ving aan met het in gebreke blijven van Lehman Brothers in september, wat leidde tot grotere spanningen op de geldmarkt en tot een nieuwe reeks van maatregelen inzake liquiditeitsbeheer.

### Liquiditeitsbeheer van januari tot september 2008

De maatregelen waarmee de ECB de spanningen op de geldmarkt in de periode van januari tot september 2008 wilde bestrijden, kunnen in drie categorieën worden onderverdeeld:

#### 1 Liquiditeitsvoorziening vroeger in de aanhoudingsperiode

Tijdens deze periode verstrekke de ECB meer liquiditeiten aan het begin van de aanhoudingsperiode en verlaagde ze het aanbod van liquiditeiten tegen het einde van die periode. Deze "frontloading" met liquiditeiten stelde de tegenpartijen in staat op een iets vroeger tijdstip van de aanhoudingsperiode aan hun reserveverplichtingen te voldoen, maar veranderde het gemiddelde liquiditeitsaanbod over de hele aanhoudingsperiode niet. De kredietinstellingen verkozen blijkbaar reeds vroeg te voldoen aan hun reserveverplichtingen, in een omgeving van grote onzekerheid en dalende omzet, vooral in de langere segmenten van de geldmarkt. Soms verrichtte de ECB "fine tuning"-transacties op andere dagen dan de laatste van een aanhoudingsperiode, teneinde de korte rente in de buurt van de beleidsrente te sturen.

#### 2 Aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties

Tijdens deze periode werd het uitstaande bedrag van de herfinanciering via langerlopende transacties (LHT's), dat was gestegen van rond 30% vóór de aanvang van de onrust in juli 2007 tot ongeveer 60% in januari 2008, grotendeels onveranderd gelaten. Op 7 februari 2008 besloot de Raad van Bestuur<sup>1</sup> de twee aanvullende driemaands transacties te vernieuwen die in 2007 waren ingevoerd om de normalisering van de geldmarkt te ondersteunen (aanvankelijk voor een bedrag van €60 miljard en daarna voor het verminderde bedrag van €50 miljard). Tegelijkertijd werd de gemiddelde looptijd van de uitstaande herfinancieringen verder opgevoerd door gebruik te maken van aanvullende LHT's met looptijden van drie en zes maanden. Op 28 maart 2008 besloot de Raad van Bestuur extra transacties op drie maanden in te voeren voor €50 miljard

<sup>1</sup> De volledige lijst van de door de ECB verspreide verklaringen is te vinden op de website <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/communication.en.html>.

alsook zesmaands transacties. De eerste van dergelijke zesmaands transacties werden verrekend op 3 april en 10 juli ten belope van elk €25 miljard. In 2008 werden al die transacties vernieuwd op het ogenblik dat ze vervielen.

### **3 Transacties in samenhang met de US dollar Term Auction Facility**

Om de door de financiële beroering teweeggebrachte verstoringen van de financiering van de Europese markten in Amerikaanse dollar op te vangen, stelde de ECB in 2007 een wederzijdse valutaregeling (swapfaciliteit) met het Federal Reserve System op. In samenhang met de US dollar Term Auction Facility van het Federal Reserve System, en in nauwe samenwerking met de andere centrale banken, verstreekte het Eurosysteem de via die swapfaciliteit ontvangen financieringsmiddelen in Amerikaanse dollar aan zijn tegenpartijen tegen onderpand dat beleenbaar is voor de krediettransacties van het Eurosysteem.

Het Eurosysteem verschafte in december 2007 voor het eerst liquiditeit in Amerikaanse dollar, via twee transacties die in januari 2008 werden vernieuwd. Gelet op de verminderde vraag naar Amerikaanse dollars na die transacties onderbrak het Eurosysteem in februari tijdelijk zijn dollarverstreckende transacties. De liquiditeitsdruk op de financieringsmarkten nam in februari en begin maart echter opnieuw toe en noopte verschillende centrale banken tot een gecoördineerd optreden om de weer oploaiende spanningen in toom te houden. Als onderdeel van die gecoördineerde actie besloot de Raad van Bestuur op 11 maart de financiering in Amerikaanse dollar aan zijn tegenpartijen te hervatten.

De financiering in Amerikaanse dollar werd om de twee weken verstrekt met een looptijd van 28 dagen en voor een bedrag van USD 15 miljard in elke veiling. Wegens de aanhoudende spanningen op sommige financieringsmarkten, die tot uiting kwamen in de hoge depositorente voor looptijden langer dan één dag (b.v. een week) in verschillende valuta's, de ongebruikelijk hoge rente in Amerikaanse dollar die impliciet bleek uit de rente op deviezenswaps en de sterke vraag naar aanleiding van de transacties van het Eurosysteem in Amerikaanse dollar, werd het bedrag van elke veertiendaagse veiling op 2 mei opgetrokken tot USD 25 miljard.

Om beter in te spelen op de financieringsbehoeften van de banken in Amerikaanse dollar, werden de bestaande dollarfaciliteiten van het Eurosysteem op 30 juli verder uitgebreid. De ECB kondigde, samen met het Federal Reserve System, de invoering van een Term Auction Facility op 84 dagen aan, ter aanvulling van de bestaande Amerikaanse-dollarfinanciering op 28 dagen. Het totale uitstaande bedrag werd evenwel onveranderd gelaten op USD 50 miljard.

### **Liquiditeitsbeheer van oktober tot december 2008**

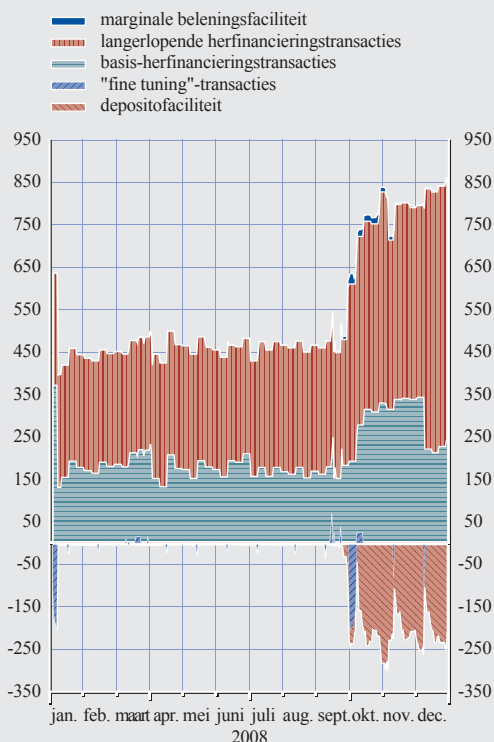
Toen de spanningen in alle segmenten van de geldmarkt omstreeks medio september 2008 opliepen, nam de ECB vijf aanvullende maatregelen inzake liquiditeitsbeheer.

#### **1 Vaste-rentetenders met volledige toewijzing**

De verhoogde druk op de financiële markten in de tweede helft van september en begin oktober 2008 verstoorde de geldmarkten nog meer, wat het voor kredietinstellingen steeds moeilijker maakte om zich op de geldmarkt te financieren. Als reactie hierop besloot de Raad van Bestuur op 8 oktober dat vanaf 15 oktober en ten minste tot het einde van de aanhoudingsperiode

### Grafiek A Liquiditeitsvoorziening via open-markttransacties en gebruik van permanente faciliteiten

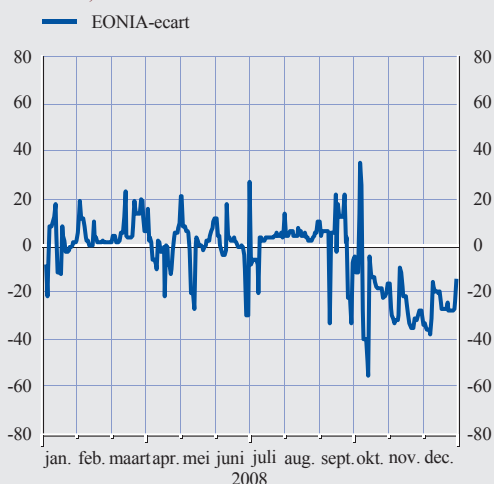
(miljarden euro's)



Bron: ECB.

### Grafiek B Ecart tussen de EONIA en de rente op de basis-herfinancieringstransacties

(tot 14 oktober: minimale inschrijvingsrente; vanaf 15 oktober: vaste rente)



Bron: ECB.

die op 20 januari 2009 afliep, alle basis-herfinancieringstransacties (BHT's) zouden worden uitgevoerd als vaste-rentetenders met volledige toewijzing. Met deze maatregel wilde de Raad de marktdeelnemers erop wijzen dat de ECB bereid was zoveel liquiditeit aan te bieden als nodig bleek om een liquiditeitscrisis te voorkomen. De maatregel leidde tot een forse stijging van het totale volume van de uitstaande in euro luidende open-markttransacties, aangezien de liquiditeitsvoorziening nu werd bepaald door het totale bedrag dat de tegenpartijen aanboden (zie Grafiek A). Het volledige-toewijzingsbeleid werd de facto toegepast op 9 oktober door middel van een liquiditeitsverschaffende "fine tuning"-transactie waarin alle inschrijvingen werden gehonoreerd.

Bovendien besloot de Raad van Bestuur op 15 oktober de vaste-rentetenders met volledige toewijzing eveneens te hanteren voor LHT's (en aanvullende LHT's), met ingang van 30 oktober en ten minste tot het einde van het eerste kwartaal van 2009.

Deze ruimere liquiditeitsverschaffing temperde in belangrijke mate de spanningen in het korte segment van de geldmarkt en zorgde voor een algemene daling van de EONIA, vanaf de datum van de aankondigingen (zie Grafiek B). Tussen medio oktober en eind 2008 was de EONIA systematisch lager dan de rente op BHT's. Bovendien liep de EONIA binnen elke aanhoudingsperiode terug, wat strookte met de geleidelijke vervulling van de reserveverplichtingen door de tegenpartijen en met het toenemende totale beroep op de depositofaciliteit.

### 2 Versmalling van de door de rentetarieven op de permanente faciliteiten gevormde corridor

Op 8 oktober besloot de Raad van Bestuur tevens de door de twee permanente faciliteiten (de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit) gevormde corridor

te versmallen van 200 tot 100 basispunten. De rente op de marginale beleningsfaciliteit werd vastgesteld op 50 basispunten boven de BHT-rente en die op de depositofaciliteit 50 basispunten onder de BHT-rente. De versmalling van de bandbreedte had tot doel het liquiditeitsbeheer van de banken verder te versoepelen door het bankwezen een goedkopere centrale-bankintermediatie aan te bieden. Deze maatregel trad in werking op 9 oktober en bleef van kracht tot 20 januari 2009, toen de corridor opnieuw werd verruimd tot 200 basispunten.

### **3 Aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties**

Ingevolge een besluit van de Raad van Bestuur van 15 oktober werden de langerlopende herfinancieringen opgevoerd door bestaande transacties te hernieuwen en nieuwe transacties te lanceren. Als gevolg daarvan werden gedurende elke aanhoudingsperiode vier langerlopende transacties verricht: één voor de duur van de aanhoudingsperiode (een herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn), twee met een looptijd van drie maanden en één met een looptijd van zes maanden. Bijgevolg was het aandeel van de BHT's in het totale herfinancieringsbedrag tegen eind 2008 verminderd tot ongeveer 28%, terwijl de LHT's, de aanvullende LHT's en de herfinancieringstransacties met een bijzondere termijn de resterende 72% uitmaakten (zie Grafiek A).

### **4 Bijkomende transacties om Amerikaanse dollars en Zwitserse franken te verschaffen**

#### *De verschaffing van Amerikaanse dollars door het Eurosysteem*

Vanaf medio september 2008 namen de spanningen op de in Amerikaanse dollar luidende geldmarkten aanzienlijk toe. In het bijzonder werden tijdens de Aziatische en Europese, alsook tijdens de vroege Amerikaanse handelsuren zeer hoge rentetarieven aangerekend voor deposito's in dollar, soms zelfs tot meer dan 10%. De marktliquiditeit was eveneens ongebruikelijk laag op de markt voor deviezenswaps, waar tekenen van toegenomen stress en marktsegmentatie merkbaar waren, zodat de toegang tot financiering in Amerikaanse dollar uiterst moeilijk werd voor instellingen buiten de Verenigde Staten. Als reactie daarop verstrekke het Eurosysteem meer liquiditeiten in Amerikaanse dollar aan tegenpartijen van het Eurosysteem, door transacties op zeven dagen en later transacties met een looptijd van één dag toe te voegen aan de bestaande transacties op 28 en op 84 dagen. Het Eurosysteem verhoogde tevens in twee stappen de bij die dollarverstreckende transacties aan tegenpartijen geboden bedragen, waarbij het telkens ook de swapfaciliteit met het Federal Reserve System uitbreidde. Begin oktober bereikte de liquiditeitsvoorziening in Amerikaanse dollar door het Eurosysteem een maximumbedrag van USD 50 miljard voor de transacties op één dag, USD 40 miljard voor die op 28 dagen en USD 20 miljard voor de transacties op 84 dagen.

Gelet op de grote onzekerheid binnen het bankwezen besloot de ECB op 15 oktober, samen met het Federal Reserve System, alle inschrijvingen aan te nemen tegen een vaste rente voor de transacties op 7, 28 en 84 dagen, terwijl de transacties op één dag werden stopgezet.

Om het potentiële probleem van een ontoereikende beschikbaarheid van beleenbaar onderpand te verkleinen, in het licht van de volledige toewijzing bij zowel de liquiditeitsverschaffende transacties in euro als die in Amerikaanse dollar, kondigde de ECB op 15 oktober 2008 aan dat het Eurosysteem ook liquiditeiten in Amerikaanse dollar zou verschaffen via EUR/USD-deviezenswaps. Deze deviezenswaps, die tegelijk met de bestaande in Amerikaanse dollar luidende

repotransacties tegen onderpand plaatsvonden, werden ook gefinancierd via de swapovereenkomst met het Federal Reserve System, die tot 30 april 2009 was verlengd.

De vraag naar de repotransacties in Amerikaanse dollar van het Eurosysteem bleef vrij hoog, met omvangrijke inschrijvingsbedragen en veel inschrijvers, terwijl de deelname aan de in Amerikaanse dollar luidende deviezenswaps doorgaans zeer beperkt bleef, zowel wat de volumes van de inschrijvingen als het aantal deelnemers betreft.

#### *De verschaffing van Zwitserse franken door het Eurosysteem*

De toegenomen spanningen op de internationale geldmarkten in oktober 2008 veroorzaakten ook een opwaartse druk op de korte geldmarktrente voor de Zwitserse frank. Tegelijkertijd stegen de financieringsbehoeften in Zwitserse frank van de banken die geen directe toegang hebben tot de transacties van de Zwitserse centrale bank, met name in het eurogebied. Daarom kondigden de Zwitserse centrale bank en de ECB op 15 oktober gezamenlijk maatregelen aan om de liquiditeit op de geldmarkten voor de korte termijn in Zwitserse frank te verbeteren, waarbij het Eurosysteem zijn tegenpartijen in Zwitserse frank zou financieren via een swapfaciliteit met de Zwitserse centrale bank.

De liquiditeitsverschaffing in Zwitserse frank door het Eurosysteem nam de vorm aan van EUR/CHF-deviezenswaps tegen een vastgestelde prijs en met een maximaal toe te wijzen bedrag dat door de ECB wordt bepaald in overleg met de Zwitserse centrale bank. Die swaps hadden in eerste instantie een looptijd van slechts zeven dagen, maar werden later aangevuld met driemaands swaps, die bedoeld waren om de spanningen in dit segment van de geldmarkten in Zwitserse frank te temperen.

Het maximumbedrag voor elk van die tenders werd vastgesteld op €20 miljard voor de transacties op zeven dagen en op €5 miljard voor die op 84 dagen. De vraag naar EUR/CHF-deviezenswaps was vrij gematigd, met inschrijvingsvolumes onder het maximumbedrag in alle transacties. De verhouding tussen inschrijvingen en toewijzingen bleef stabiel rond 0,6 voor de swaps op zeven dagen en rond 0,1 voor de transacties op 84 dagen.

#### *De liquiditeitsvoorziening van de ECB in euro aan enkele centrale banken van de EU*

In oktober en november 2008 sloot de ECB overeenkomsten om liquiditeiten in euro te verstrekken aan een aantal centrale banken van EU-landen buiten het eurogebied. De ECB wilde via die overeenkomsten de verschillende maatregelen ondersteunen die de desbetreffende centrale banken hadden genomen, steeds met het doel de liquiditeit in euro op hun respectieve binnenlandse financiële markten te verbeteren.

Ze verleende die steun in de vorm van repo's voor een bedrag tot €5 miljard met Magyar Nemzeti Bank en tot €10 miljard met Narodowy Bank Polski. De ECB en Danmarks Nationalbank sloten een wederzijdse valutaswapovereenkomst ten belope van €12 miljard.

## **5 Uitbreiding van de onderpandslijst**

Op 15 oktober besloot de Raad van Bestuur de lijst van beleenbaar onderpand tijdelijk uit te breiden, namelijk tot eind 2009. De beschikbaarheid van onderpand vormde gedurende een groot deel van 2008 geen beperking vanwege het omvangrijke onderpandskader van het Eurosysteem.

In het licht van de uitbreiding van de liquiditeit tot verschillende looptijden in euro en in Amerikaanse dollar en van de invoering van vaste-rentetenders met volledige toewijzing, werd het onderpandskader echter tijdelijk als volgt uitgebreid:

- Vanaf 22 oktober 2008 werd de kredietkwaliteitsdrempel voor verhandelbare en niet-verhandelbare activa verlaagd van “A-” tot “BBB-”, met uitzondering van effecten met activa als onderpand, waarvoor de “A-”kredietkwaliteitsdrempel blijft gelden. Bovendien aanvaardde het Eurosysteem vanaf 22 oktober 2008 ook door kredietinstellingen uitgegeven schuldbewijzen, met inbegrip van depositocertificaten, die niet op een gereguleerde markt zijn genoteerd, maar verhandeld worden op bepaalde niet-gereguleerde markten die de ECB aanvaardbaar acht. Achtergestelde verhandelbare schuldbewijzen, die worden beschermd door een aanvaardbare waarborg en die voldoen aan alle andere beleenbaarheidscriteria, kunnen ook als onderpand worden gehanteerd.
- Sinds 14 november neemt het Eurosysteem tevens verhandelbare schuldbewijzen in aanmerking die worden uitgegeven in het eurogebied en luiden in Amerikaanse dollar, Brits pond en Japanse yen, op voorwaarde dat de emittent gevestigd is in de EER.

Teneinde te voldoen aan de statutaire verplichting van het Eurosysteem om te verzekeren dat zijn balans beschermd blijft tegen financiële risico's, worden op de uitgebreide lijst van beleenbaar onderpand risicobeheersingsmaatregelen toegepast. De verruiming van de beleenbaarheidscriteria wordt dus gecombineerd met een waakzaam toezicht op het gebruik van het kader.

### 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 rekeningcourant 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 rekeningcouranttegoeden van de kredietinstelling, maar die niet onder de rechtstreekse controle van het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem vallen.

In 2008 beliepen de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoeften van het bankwezen van het eurogebied €487,1 miljard, dat is 10,3% meer dan in 2007 (zie Grafiek 41). Een van de redenen voor de toename was de aanhoudende stijging van de reserveverplichtingen met 12,5%, tot

**Grafiek 41 Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2008**

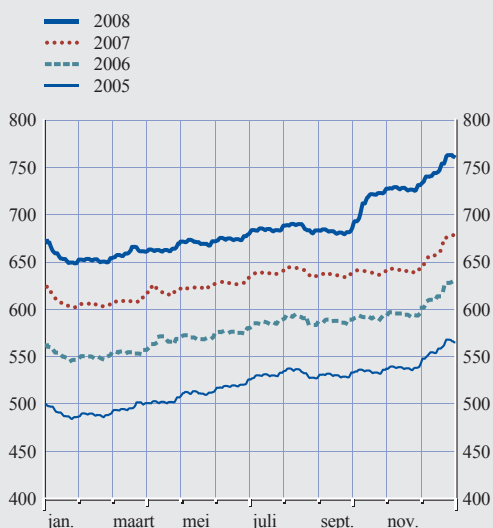


Bron: ECB.

€210,8 miljard. Een andere belangrijke reden was een uitzonderlijke stijging van de vraag naar bankbiljetten die losstond van seizoengebonden factoren. Grafiek 42 toont dat het bedrag aan bankbiljetten in omloop aanzienlijk toegenomen is, met ruim 6% van september tot begin november 2008, wat heeft bijgedragen tot de totale toename van de liquiditeitsbehoeften.

**Grafiek 42 Bankbiljettencirculatie**

(miljarden euro's)



Bron: ECB.

Al met al namen de autonome factoren in 2008 met 8,9% toe tot €274,5 miljard. Hoewel de gemiddelde overreserves voor de in 2008 eindigende aanhoudingsperiodes in vergelijking met 2007 met €0,2 miljard toenamen tot €1,1 miljard, bleven ze relatief gezien verwaarloosbaar, namelijk 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, waren de reserveverplichtingen in 2008 gelijk aan 2% van de reservebasis van de kredietinstellingen en beliepen gemiddeld €210,8 miljard. Het is de groei van de reservebasis, die bepaald wordt door sommige kortlopende passiva op de balansen van de kredietinstellingen, die ten grondslag ligt aan de hierboven vermelde stijging, met 12,5%, van het totale bedrag van de reserveverplichtingen in 2008. Aangezien het Eurosysteem de aangehouden reserves voor elke aanhoudingsperiode remunereert tegen een rente die het gemiddelde is van de marginale rentes van de BHT's (indien uitgevoerd als variabele-

rentetenders) of tegen de vaste BHT-rente (in het geval van vaste-rentetenders), 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 uit te vlakken. Ten tweede vergroot dit systeem het liquiditeitstekort van het bankwezen, met andere woorden de totale behoefte aan herfinanciering door het Eurosysteem.

### 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 om signalen te geven omtrent de monetaire beleidskoers.

Tot 8 oktober 2008 werden de BHT's uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente en vanaf 15 oktober als vaste-rentetenders waarin alle inschrijvingen werden gehonoreerd. Het aantal in aanmerking komende tegenpartijen steeg in 2008 van 1.693 tot 2.099. Die toename vond voor het grootste gedeelte plaats in oktober en november, toen een aantal banken besloten erom te verzoeken in aanmerking te worden genomen als gevolg van de beperkte leencapaciteit op de geldmarkt. In 2008 namen gemiddeld 433 tegenpartijen deel aan BHT's, dat is 31% meer dan in 2007 (toen gemiddeld 338 tegenpartijen deelnamen). Die stijging hield ook verband met de opgelopen spanning op de geldmarkt, wat betekende dat heel wat tegenpartijen aan hun liquiditeitsbehoeften dienden te voldoen door te lenen bij de ECB in plaats van op de markt. Het aantal inschrijvers



op de BHT's nam verder toe, toen de ECB in oktober overschakelde naar vaste-rentetenders met volledige toewijzing, van een gemiddelde van 354 bij de variabele-rentetenders tot 747 bij de vaste-rentetenders.

Tot 8 oktober wees het Eurosysteem gemiddeld €175 miljard toe bij de BHT's via variabele-rentetenders. Het toegewezen bedrag varieerde in deze periode aanzienlijk als gevolg van het beleid van "frontloading", dat resulteerde in een dalende tendens van de toegewezen bedragen in de loop van elke aanhoudingsperiode, en van de toegenomen liquiditeitsvoorziening via LHT's. Toen op 15 oktober 2008 vaste-rentetenders met volledige toewijzing werden ingevoerd voor BHT's, stegen de toegewezen bedragen significant tot gemiddeld €291 miljard. Tegen eind 2008 vertegenwoordigden de bij BHT's verschaft liquiditeiten 28% van het totale herfinancieringsbedrag, dat is aanzienlijk minder dan in voorgaande jaren, toen ze ongeveer 65-75% voor hun rekening namen.

LHT's zijn maandelijkse liquiditeitsverschaffende transacties met een looptijd van drie maanden. Naast deze transacties werden in de loop van 2008 geleidelijk nog een aantal extra LHT's uitgevoerd. Aan het einde van het jaar werden twee extra LHT's uitgevoerd, één met een looptijd van drie maanden en één met een looptijd van zes maanden, alsook een herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn met een looptijd gelijk aan de lengte van de aanhoudingsperiode. Tot medio oktober werden de LHT's en de extra LHT's uitgevoerd als zuivere variabele-rentetenders (dat is zonder een minimale inschrijvingsrente). Het bedrag dat tijdens deze periode werd toegewezen bij de LHT's en de extra LHT's met een looptijd van drie maanden beliep €50 miljard (met uitzondering van twee extra LHT's met verrekening op 21 februari en 13 maart, waarbij telkens €60 miljard werd toegewezen). Twee extra LHT's met een looptijd van zes maanden werden uitgevoerd voor een bedrag van €25 miljard (op 2 april en 9 juli), en één werd uitgevoerd voor een bedrag van €50 miljard (op 8 oktober).

Vanaf 30 oktober 2008 werden ook langerlopende transacties uitgevoerd als vaste-rentetenders met volledige toewijzing. In al die transacties werd de BHT-rente toegepast. De overgang op vaste-rentetenders leidde tot een algemene toename van de toegewezen bedragen, ook voor langerlopende transacties. Gelet op de sterke verwachtingen dat de basisrentetarieven van de ECB zouden worden verlaagd, vooral tegen eind 2008, leidde de bij deze tenders toegepaste vaste rente slechts tot een matige toename van de toegewezen bedragen voor extra LHT's met een looptijd van drie of zes maanden. Eind 2008 beliep het uitstaande bedrag van alle langerlopende transacties (LHT's, extra LHT's en herfinancieringstransacties met een bijzondere looptijd) €617 miljard, wat het grootste gedeelte van de door de ECB aan de banksector verschaft herfinanciering vertegenwoordigde met ongeveer 72% van alle open-markttransacties.

LHT's staan open voor dezelfde tegenpartijen als BHT's, waarvan er in 2008 gemiddeld 157 deelnamen, tegen 145 in 2007. De invoering van vaste-rentetenders leidde tot een vermindering van het gemiddelde aantal inschrijvers bij de LHT's van 161 (in variabele-rentetenders) tot 146 (in vaste-rentetenders). Aan de herfinancieringstransacties met een bijzondere looptijd, die ook toegankelijk zijn voor hetzelfde aantal tegenpartijen, namen 210 tegenpartijen deel aan de variabele-rentetender op 30 september, terwijl er gemiddeld 97 deelnamen aan de volgende twee vaste-rentetenders.

De ECB kan liquiditeitsverschaffende en liquiditeitsverkrappende "fine tuning"-transacties uitvoeren op een basis ad hoc, teneinde de liquiditeitsverhoudingen in de markt te beheren en de rente te sturen. Tot 5 oktober 2008 heeft het Eurosysteem voor deze transacties een beperkt aantal tegenpartijen (136 op 30 september 2008) geselecteerd die het meest actief zijn op de geldmarkt. Na een beslissing van de Raad van Bestuur werd de toegang tot "fine tuning"-transacties vanaf 6 oktober 2008

verruimd door alle tegenpartijen, die bovendien voldoen aan sommige door de respectieve NCB's bepaalde selectiecriteria, toestemming te verlenen deel te nemen aan de op standaardtenders gebaseerde open-markttransacties.

In 2008 voerde de ECB 25 "fine tuning"-transacties uit. Het gebruik van dergelijke transacties aan het einde van de periode werd het hele jaar voortgezet; 12 van die transacties vonden plaats op de laatste dag van de aanhoudingsperiodes. De overige 13 werden uitgevoerd als reactie op de vigerende liquiditeitsverhoudingen en de korte rente op de geldmarkt. Op 2 en 3 januari, toen de spanningen in verband met het einde van het jaar wegebden, werden liquiditeitsverkrappende transacties uitgevoerd in een klimaat van overtollige liquiditeitsvoorziening. Op 20 en 31 maart werden liquiditeiten verschaft in "fine tuning"-transacties als gevolg van spanningen op de geldmarkt in verband met de paasvakantie en het faillissement van Bear Stearns. Om de in september verhoogde druk op de geldmarkten aan te pakken, voerde de ECB tussen 15 september en 9 oktober negen "fine tuning"-transacties uit, waarvan er vijf liquiditeitsverschaffend en vier liquiditeitsverkrappend waren.

#### **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 2008 hadden 2.267 tegenpartijen toegang tot de marginale beleningsfaciliteit en 2.802 tot de depositofaciliteit. De rente op deze faciliteiten vormt in principe een boven- en ondergrens voor de daggeldrente en speelt daarom een belangrijke rol bij de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid.

In oktober 2008 werd de door die twee tarieven gevormde corridor, na een beslissing door de Raad van Bestuur, symmetrisch rond de BHT-rente versmald van 200 tot 100 basispunten teneinde de spanningen op de geldmarkt af te zwakken. Samen met de ruime toewijzingen in de open-markttransacties met vaste rente, leidde

die maatregel tot een significante toename van het gebruik van de depositofaciliteit (zie Grafiek A in Kader 10). Tot 8 oktober werd de depositofaciliteit gebruikt voor een gemiddeld dagelijks bedrag van €2,5 miljard (tegen €0,5 miljard in 2007). In de periode van 9 oktober tot het einde van het jaar liep dat cijfer zeer sterk op tot €208,5 miljard. Gedurende die periode volgde het beroep op de depositofaciliteit in grote lijnen een vergelijkbaar patroon tijdens elke reserve-aanhoudingsperiode: de bedragen waren relatief gering aan het begin van elke periode, maar gingen vervolgens in de hoogte aangezien meer tegenpartijen aan hun reserveverplichtingen voldeden.

Tot 8 oktober 2008 werd de marginale beleningscapaciteit gebruikt voor een gemiddeld bedrag van €0,9 miljard (in vergelijking met €0,2 miljard in 2007); vervolgens liep dat bedrag op tot €6,7 miljard. Die stijging is de afspiegeling van de lagere rente, in relatieve termen, op die faciliteit, als gevolg van de versmalde corridor, maar kan in zekere mate ook verband houden met de toegenomen onzekerheid over de liquiditeitsbehoeften van afzonderlijke banken.

#### **BELEENBARE ACTIVA TEN BEHOEVE VAN DE MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES**

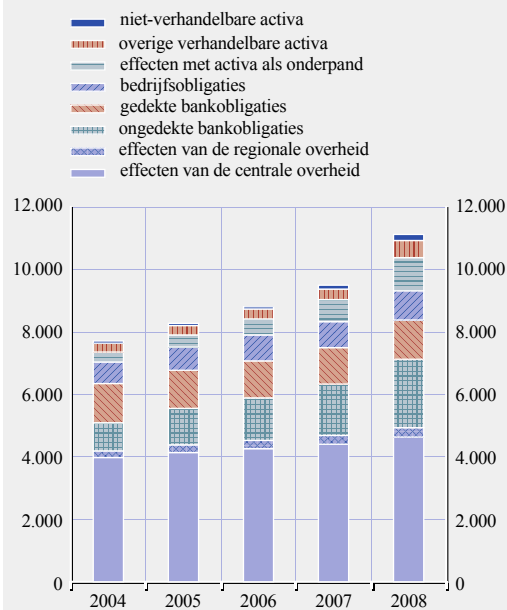
In overeenstemming met de centrale-bankpraktijk wereldwijd, worden alle krediettransacties gedekt door toereikend onderpand. Het begrip toereikendheid impliceert, ten eerste, dat het Eurosysteem gevrijwaard wordt van verliezen als gevolg van krediettransacties en, ten tweede, dat voldoende onderpand 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 ruime waaier van activa als onderpand in al zijn krediettransacties. Dit kenmerk van het onderpandskader van het Eurosysteem, samen met het feit dat een ruime "pool" van tegenpartijen tot de open-markttransacties

van het Eurosysteem wordt toegelaten, was cruciaal bij het ondersteunen van de monetaire-beleidsvoering in stressperiodes. De ingebouwde flexibiliteit van het operationele kader stelde het Eurosysteem in staat de nodige liquiditeiten te verschaffen om de gebrekkige werking van de geldmarkt te verhelpen zonder gedurende het grootste gedeelte van 2008 het hoofd te moeten bieden aan algemene beperkingen inzake onderpand. Pas tegen het einde van het jaar besloot de Raad van Bestuur, in het licht van de uitbreiding van de herfinanciering tot termijnen langer dan de daggeldmarkt in euro en in VS-dollar, alsook van het beroep op vastrentetenderprocedures met volledige toewijzing, de lijst van beleenbaar onderpand tot eind 2009 tijdelijk uit te breiden (zie Kader 10).

In 2008 steeg het gemiddelde bedrag aan beleenbaar onderpand met 17,2%, vergeleken met 2007, tot een totaal van €11,1 biljoen (zie Grafiek 43). De overheidsschuld van in totaal €4,9 biljoen vertegenwoordigde 44% van het geheel, terwijl de rest van het verhandelbare onderpand bestond uit ongedekte obligaties van de banken (€2,2 biljoen, ofwel 20%), gedekte obligaties van de banken (€1,2 biljoen, ofwel 11%), effecten met activa als onderpand (€1,1 biljoen, ofwel 9%), bedrijfsobligaties (€900 miljard, ofwel 8%), en andere effecten, zoals door supranationale organisaties uitgegeven obligaties (€600 miljard, ofwel 5%). Het totale volume beleenbare verhandelbare activa als gevolg van de tijdelijke maatregelen om de lijst van beleenbaar onderpand uit te breiden, beliep eind 2008 ongeveer €870 miljard. De lijst van beleenbaar onderpand bevat ook niet-verhandelbare activa, meestal kredietvorderingen (ook bankleningen genoemd). In tegenstelling tot verhandelbare activa, wordt de beleenbaarheid van niet-verhandelbare activa slechts beoordeeld bij de acceptatie ervan. Om die reden is het niet gemakkelijk het potentiële volume niet-verhandelbare activa te meten. Het bedrag aan niet-verhandelbare activa die door tegenpartijen worden aangeboden als onderpand in krediettransacties van het Eurosysteem bedroeg in 2008 €200 miljard, wat 2% van het totale beleenbare onderpand in

**Grafiek 43 Beleenbaar onderpand naar de verschillende types van activa**

(miljarden euro's; jaargemiddelden)



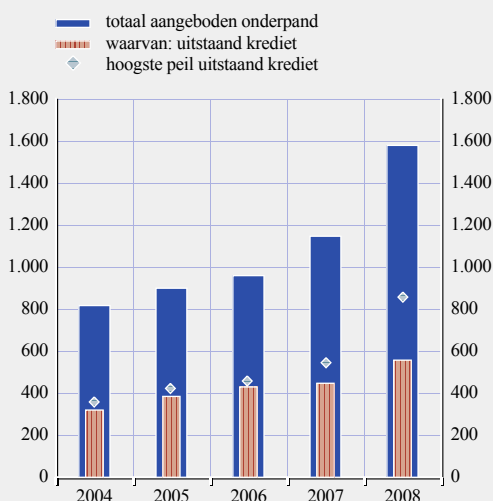
Bron: ECB.

het Eurosysteem vertegenwoordigde. De lagere kredietdrempel die tijdelijk werd ingevoerd om de lijst van beleenbaar onderpand uit te breiden (zie Kader 10), werd ook toegepast op niet-verhandelbare activa.

De gemiddelde waarde van de verhandelbare en niet-verhandelbare activa die door de tegenpartijen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem werden aangeboden, nam aanzienlijk toe van €1,148 biljoen in 2007 (opwaarts herzien van €1,101 biljoen) tot €1,579 biljoen in 2008. Deze stijging kwam vooral doordat de tegenpartijen bij het Eurosysteem grote extra bedragen aan onderpand aanboden als reactie op de beroering op de financiële markten (zie Grafiek 44). Zoals blijkt uit de vergelijking tussen het onderpand en het uitstaande krediet aan de tegenpartijen van het Eurosysteem, nam het gedeelte van het aangeboden onderpand dat niet werd gebruikt om krediet uit monetaire-beleidstransacties te dekken, op geaggregeerde basis marginaal toe. Dat wijst erop dat de toereikendheid

**Grafiek 44 Voor krediettransacties van het Eurosysteem ingezet onderpand versus uitstaand krediet in monetaire-beleidsacties**

(miljarden euro's)



Bron: ECB.

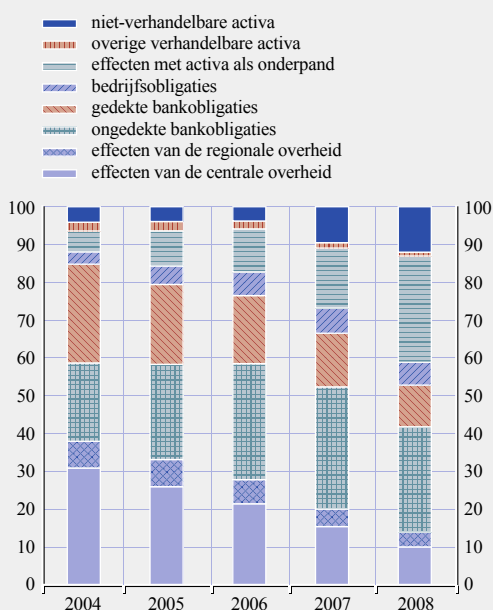
Toelichting: "Aangeboden onderpand" heeft betrekking op activa die worden ingezet in landen met een "pooling"-systeem en activa die als onderpand worden gebruikt in landen met een "earmarking"-systeem.

van onderpand voor de tegenpartijen van het Eurosysteem geen systeembepanking is geweest, ondanks het toenemende volume van de bij de herfinancieringstransacties ontvangen liquiditeiten.

Met betrekking tot de samenstelling van het aangeboden onderpand, steeg het gemiddelde aandeel van de effecten met activa als onderpand van 16% in 2007 tot 28% in 2008 en overtrof ongedekte obligaties van kredietinstellingen als de voornaamste categorie van activa die als onderpand bij het Eurosysteem worden aangeboden. Ongedekte obligaties van kredietinstellingen vertegenwoordigden gemiddeld iets minder dan 28% van het in 2008 aangeboden onderpand. Het gemiddelde aandeel van de niet-verhandelbare activa steeg van 10% in 2007 tot 12% in 2008; dat van obligaties van de centrale overheid, daarentegen, daalde van 15% in 2007 tot 10% in 2008. De nieuwe vermogenscategorieën die tijdelijk beleenbaar waren, tekenden voor ongeveer 3% van het totale verhandelbare onderpand.

**Grafiek 45 Opsplitsing van als onderpand gebruikte activa (met inbegrip van kredietvorderingen) naar type van activum**

(procenten; jaargemiddelden)



Bron: ECB.

#### ASPECTEN VAN 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 is het Eurosysteem nog steeds blootgesteld aan een aantal financiële risico's wanneer een tegenpartij haar verplichtingen niet nakomt, inclusief krediet-, markt- en liquiditeitsrisico's. Daarnaast loopt het Eurosysteem een valutarisico in de context van liquiditeitsverschaffende transacties in vreemde valuta's tegen in euro luidend onderpand, zoals die uitgevoerd in 2008. Om deze risico's tot aanvaardbare niveaus terug te brengen, hanteert het Eurosysteem strenge kredietnormen voor als onderpand geaccepteerde activa, waardeert het dagelijks het onderpand en neemt het passende risicobeheersingsmaatregelen. Uit voorzichtigheid heeft het Eurosysteem een buffer opgezet tegen mogelijke tegenvallers als gevolg van de uiteindelijke ontbinding van het onderpand dat werd ontvangen van vijf specifieke tegenpartijen die in 2008 niet aan hun verplichtingen voldeden;

het niveau van die buffer zal jaarlijks worden herzien, in afwachting van de uiteindelijke verkoop van het onderpand en conform het vooruitzicht op herstel<sup>1</sup>. Meer algemeen worden de financiële risico's inzake krediettransacties gekwantificeerd en regelmatig gerapporteerd aan de besluitvormende organen van de ECB.

Om de twee jaar worden de risicobeheersingsmaatregelen voor de krediettransacties van het Eurosysteem herbeoordeeld. Die risicobeheersingsmaatregelen worden toegepast op de door de tegenpartijen van het Eurosysteem als onderpand aangeboden activa voor het krediet dat het Eurosysteem verschaft via open-markttransacties en de marginale beleningsfaciliteit, alsook in de vorm van krediet binnen de werkdag voor betalingssysteemtransacties. Met volledige inachtneming van het principe van het accepteren van een ruime waaier van onderpand, leidde de tweejaarlijkse herziening in 2008 tot een aantal technische verfijningen van het risicobeheersingskader voor de krediettransacties van het Eurosysteem. Die verfijningen weerspiegelen onder meer verbeteringen van het methodologisch kader, de beoordeling van de kenmerken van het liquiditeitsrisico van beleenbare activa, het werkelijke gebruik van beleenbare activa door de tegenpartijen en nieuwe ontwikkelingen inzake financiële instrumenten. Ze werden op 4 september 2008 bekendgemaakt en traden op 1 februari 2009 in werking.

In de context van die verfijningen, werden de surpluspercentages voor effecten met activa als onderpand en voor ongedekte obligaties van banken herzien. Daarnaast werd het verbod om onderpand aan te bieden dat werd uitgegeven of gewaarborgd door instellingen die nauw gerelateerd zijn aan de inschrijvende tegenpartij, uitgebreid met speciale vormen van nauwe verbanden die kunnen ontstaan wanneer effecten met activa als onderpand gebruikt worden als onderpand. Vanaf 1 februari 2009 is grotere transparantie vereist voor effecten met activa als onderpand uitgegeven door een extra externe bron voor kredietbeoordeling.

Ten slotte kan het Eurosysteem, indien nodig, het gebruik van sommige activa als onderpand voor zijn krediettransactie beperken of weigeren, ook op het niveau van afzonderlijke tegenpartijen, om te zorgen voor een passende risicobescherming conform Artikel 18.1 van de Statuten van het ESCB.

## 1.2 VALUTATRANSACTIONEN

In 2008 intervenueerde het Eurosysteem om beleidsredenen niet op de valutamarkt. De valutatransacties van de ECB hielden uitsluitend verband met investeringsactiviteiten. Voorts verrichtte de ECB geen valutatransacties in de valuta's die deelnemen aan het ERM II. Van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het IMF om namens de ECB transacties in bijzondere trekkingsrechten (SDR- "special drawing rights") te initiëren met andere houders van bijzondere trekkingsrechten, werd in 2008 17 keer gebruik gemaakt.

Tegen de achtergrond van de aanhoudende volatiliteit op de financiële markten in 2008, voerde het Eurosysteem ook 73 transacties uit in het kader van de "US dollar Term Auction Facility" van het Federal Reserve System (57 transacties met wederinkoop tegen beleenbaar onderpand en 16 via deviezenswaps EUR/USD) - waarbij aan de tegenpartijen van het Eurosysteem in Amerikaanse dollar luidende liquiditeit werd verschaft - en 15 Zwitserse frank verschaffende transacties in samenwerking met de Zwitserse centrale bank (voor meer bijzonderheden, zie Kader 10).

## 1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

De investeringsactiviteiten van de ECB zijn zodanig georganiseerd dat er bij het nemen van de investeringsbeslissingen geen "insider" informatie over de beleidsacties van de centrale bank kan worden gebruikt. Een reeks regels

<sup>1</sup> Voor meer bijzonderheden wordt verwezen naar de persmededeling van 5 maart 2009.

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 door de tijd heen 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 belangrijkheid, liquiditeit, veiligheid en rendement.

De deviezenportefeuille van de ECB bestaat uit Amerikaanse dollars, Japanse yen, goud en bijzondere 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. Sinds 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 beheren<sup>2</sup>. In 2008 werden twee regelingen ingevoerd die sommige NCB's in staat stelden hun operationele activiteiten voor het beheer van hun gedeelte van de deviezenreserves van de ECB samen te voegen: sinds januari 2008 werkt de Central Bank of Cyprus samen met de Bank of Greece en de Central Bank of Malta met de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Sinds januari 2009 beheert Národná banka Slovenska een portefeuille in Amerikaanse dollar als gevolmachtigde voor de ECB.

In 2008 verkocht de ECB in totaal 30 ton goud. Die goudverkoop waren volledig in overeenstemming met de goudovereenkomst tussen de centrale banken van 27 september 2004, die door de ECB werd ondertekend. De opbrengst van de goudverkoop werd toegevoegd aan de portefeuille in Amerikaanse dollar.

De waarde van de netto externe reserves<sup>3</sup> van de ECB tegen huidige wisselkoersen en marktprijzen steeg van €42,8 miljard aan het einde van 2007 tot €49,5 miljard eind 2008, waarvan €38,5 miljard in vreemde valuta's luidde – de Japanse yen en de Amerikaanse dollar – en €11 miljard in goud en SDR's. Op basis van de wisselkoersen van eind 2008 vertegenwoordigden de in Amerikaanse dollar luidende activa 77,5% van de deviezenreserves en bestond de overige 22,5% uit in Japanse yen luidende activa. De stijging in waarde van de valutaportefeuille met 19,9% weerspiegelde vooral kapitaalwinsten en rentebaten uit portefeuillebeheeractiviteiten, vooral met betrekking tot in Amerikaanse dollar luidende activa. De appreciatie van de Japanse yen (met 30,8%) en de Amerikaanse dollar (met 5,8%) ten opzichte van de euro droeg ook bij tot de waardeverhoging van de valutaportefeuille. Ten slotte namen ook de netto externe reserves van de ECB toe als gevolg van de investering van de opbrengsten van de bovengenoemde goudverkoop. De waarde van de tegoeden in goud en bijzondere trekkingsrechten steeg in 2008 met zowat 2,6%, ondanks de verkoop van 30 ton goud in de loop van het jaar. Die toename was vooral het gevolg van de appreciatie van goud in 2008 met zowat 9,4%, uitgedrukt in euro. Er werden geen verliezen in de externe reserves van de

2 Voor meer bijzonderheden, zie het artikel “Portfolio management at the ECB” in het ECB Maandbericht van april 2006.

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

ECB opgetekend als gevolg van in gebreke blijvende tegenpartijen bij beleggingen.

In 2008 werd de lijst van beleenbare instrumenten waarin de externe reserves van de ECB kunnen worden belegd, niet gewijzigd. De renteswaps, die eind 2007 werden toegevoegd, werden in 2008 regelmatig gebruikt. De werkzaamheden ter voorbereiding van het opzetten van een “automatic securities lending programme” voor de in Amerikaanse dollar luidende activa van de ECB werden in 2008 afgerond. Beoogd wordt dat het in 2009 van start zal gaan, hoewel dat zal afhangen van de vigerende marktomstandigheden.

#### **BEHEER VAN HET EIGEN VERMOGEN**

De eigen-vermogensportefeuille van de ECB bestaat uit de belegde tegenwaarde van het volgestorte kapitaal van de ECB, alsook uit bedragen die van tijd tot tijd worden aangehouden in haar algemeen reservefonds en haar voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico'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, met inachtneming van een “no-loss constraint” op een bepaald betrouwbaarheidsniveau. De portefeuille belegt in in euro luidende vastrentende activa.

De waarde van de portefeuille tegen huidige marktprijzen steeg van €9,3 miljard eind 2007 tot €10,2 miljard eind 2008. De toename in marktwaarde was het gevolg van de investering van de in 2005 door de ECB gecreëerde voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico in de eigen-vermogensportefeuille, alsook van beleggingsrendementen en de deelneming van de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta in het kapitaal en de reserves van de ECB na de overgang van Cyprus en Malta op de euro.

De lijst van in aanmerking komende emittenten van gedekte obligaties en obligaties zonder onderpand werd in 2008 licht uitgebreid. Er

werden geen verliezen in de externe reserves van de ECB opgetekend als gevolg van in gebreke blijvende tegenpartijen bij beleggingen.

#### **ASPECTEN VAN 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 dergelijke risico's.

In 2008 bleef de ECB het risicobeheersingskader voor haar krediettransacties verder verbeteren door haar IT-systemen te actualiseren en door “fine tuning” van haar kredietrisicomethodologie. Het algemene kader bleek veerkrachtig in het kielzog van de financiële crisis en er werden geen verliezen geleden omdat een tegenpartij of een emittent in gebreke bleef. In het kader van haar inspanningen om de ontwikkeling van een “state-of-the-art” methodologie voor de toewijzing van strategische activa te ondersteunen, organiseerde de ECB bovendien in samenwerking met de Wereldbank en de BIB de eerste “conference on strategic asset allocation for central banks and sovereign wealth managers” die op 24 en 25 november 2008 plaatsvond in Frankfurt.

Een van de indicatoren die worden gebruikt om het marktrisico te volgen, is de “Value-at-Risk” (VaR), 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 op 31 december 2008, met als parameters een betrouwbaarheidsniveau van 95%, een tijdschhorizon van een jaar en een staal van een

jaar voor de volatiliteit van de activaprijzen, zou resulteren in een VaR van €9,185 miljard. De berekening van dezelfde indicator met een steekproef van vijf in plaats van één jaar zou resulteren in een VaR van €5,823 miljard. 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 in 2008 relatief laag bleef.



## 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 voor de afwikkeling van betalingen en effectentransacties. 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 eerste-generatie systeem is geleidelijk vervangen door een tweede-generatie systeem (TARGET2), dat is gebaseerd op een gemeenschappelijk platform waarvan alle deelnemers gebruik maken. Het gemeenschappelijke platform is door drie centrale banken van het Eurosysteem – de Banca d’Italia, de Banque de France en de Deutsche Bundesbank – ontwikkeld en wordt door hen ten behoeve van het Eurosysteem geëxploiteerd. De migratie naar TARGET2 begon in november 2007 en werd in mei 2008 voltooid.

Met betrekking tot het onderpandbeheer wordt door het Eurosysteem en de markt een aantal kanalen geboden om het grensoverschrijdend gebruik van onderpand te vergemakkelijken. In 2008 heeft het Eurosysteem, tezamen met marktdeelnemers, verder gewerkt aan de ontwikkeling van TARGET2-Securities (T2S); het doel is het leveren van diensten op het gebied van effectenafwikkeling in centrale-bankgeld via een gemeenschappelijk Europees platform met geharmoniseerde processen en procedures. In juli 2008 is het project goedgekeurd door de Raad van Bestuur; momenteel worden de technische details van het project uitgewerkt. Met T2S wordt de binnenlandse en grensoverschrijdende afwikkeling van effectentransacties in centrale-bankgeld binnen het eurogebied geharmoniseerd.

### 2.1 TARGET

TARGET speelt een belangrijke rol bij de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke

monetaire beleid en het functioneren van de eurogeldmarkt. TARGET biedt real-time verrekening in centrale-bankgeld en een brede marktdekking. In TARGET worden grote en spoedeisende transacties verwerkt, alsmede een verscheidenheid aan andere betalingen. TARGET kan worden gebruikt voor in euro luidende betalingen tussen deelnemende 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).

### MIGRATIE NAAR TARGET2

Het TARGET-systeem is op 4 januari 1999, na de invoering van de euro, van start gegaan. Oorspronkelijk bestond het systeem uit vijftien nationale real-time bruto afwikkelingssysteem en het betalingsmechanisme van de ECB. Ondanks zijn succes kende TARGET een aantal tekortkomingen die het gevolg waren van de technisch heterogene en gedecentraliseerde structuur. Om deze problemen te verhelpen en tegemoet te komen aan ontwikkelingen zoals de verdere uitbreiding van het eurogebied heeft het Eurosysteem in oktober 2002 het TARGET2-project gelanceerd.

Met de ontwikkeling van TARGET2 beoogde het Eurosysteem een gestroomlijnde versie van het oorspronkelijke TARGET-systeem te creëren die beter aan de behoeften van de gebruikers zou voldoen door een geharmoniseerd dienstverleningsniveau te bieden met een geharmoniseerd en kostendekkend prijsstelsel. Het TARGET2-systeem is verder zo ontworpen dat het flexibel en tijdig kan inspelen op toekomstige ontwikkelingen zoals uitbreiding van het eurogebied en van de EU.

TARGET2 werd op 19 november 2007 operationeel, toen de eerste groep landen (Duitsland, Cyprus, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Oostenrijk en Slovenië) naar het gemeenschappelijke platform migreerde. Deze eerste fase van de migratie

verliep zeer voorspoedig. Meteen daarna kon zo'n 50% van het totale aantal betalingen (30% in termen van waarde) in TARGET door het TARGET2-platform worden afgewikkeld, waarmee de betrouwbaarheid van het platform bevestigd werd.

Op 18 februari 2008 is de tweede groep (België, Ierland, Spanje, Frankrijk, Nederland, Portugal en Finland) met succes gemigreerd naar het gemeenschappelijke platform, en op 19 mei de laatste groep (Denemarken, Estland, Griekenland, Italië, Polen en de ECB). Dankzij een zorgvuldige begeleiding door de centrale banken werden alle bijbehorende testactiviteiten met succes en op tijd voltooid voor alle gebruikersgroepen. Tussen november 2007 en mei 2008 stonden gebruikersgroepen die pas later naar het gemeenschappelijke platform zouden migreren (en dus nog steeds met het eerste-generatie TARGET-systeem werkten) en de gebruikers die al op het gemeenschappelijke platform van TARGET2 waren aangesloten dankzij procedures effectief met elkaar in verbinding. Het zes maanden durende migratieproces verliep zeer soepel en er hebben zich geen operationele verstoringen voorgedaan.

#### DOOR TARGET VERWERKTE TRANSACTIES

Het TARGET-systeem heeft in 2008 goed gewerkt en wederom een groeiend aantal betalingen in euro afgewikkeld. Het marktaandeel van het systeem bleef stabiel; van de totale waarde aan betalingen die verwerkt worden in betalingssystemen voor grote betalingen in euro is 90% via TARGET verwerkt. Het gemiddeld door TARGET per dag verwerkte betalingen is met 1% in aantal en 10% in waarde toegenomen tot respectievelijk 369.966 en €2.667 miljard. Op 22 december 2008 boekte TARGET een niet eerder vertoond record van 576.324 transacties. Tabel 11 bevat een overzicht van de in TARGET in 2008 en (ter vergelijking) in 2007 verwerkte betalingen.

De algehele beschikbaarheid van TARGET, dat wil zeggen de mate waarin het TARGET-systeem gedurende de openingstijden door

**Tabel 11 Betalingsverkeer in TARGET<sup>1)</sup>**

Aantal betalingen	2007	2008	Mutatie (%)
<b>Totaal generaal</b>			
Totaal	93.375.701	94.711.380	
Daggemiddelde	366.179	369.966	1,03
<b>Binnenlands<sup>2)</sup></b>			
Totaal	72.574.446	69.212.880	
Daggemiddelde	284.606	270.363	-5,00
<b>Grensoverschrijdend</b>			
Totaal	20.801.255	25.498.500	
Daggemiddelde	81.574	99.604	22,10
<b>Bedrag (EUR miljard)</b>			
<b>Totaal generaal</b>			
Totaal	616.731	682.780	
Daggemiddelde	2.419	2.667	10,28
<b>Binnenlands<sup>2)</sup></b>			
Totaal	395.412	466.572	
Daggemiddelde	1.551	1.823	17,54
<b>Grensoverschrijdend</b>			
Totaal	221.319	216.208	
Daggemiddelde	868	845	-2,69

Bron: ECB.

1) 255 werkdagen in 2007 en 256 in 2008.

2) Met inbegrip van het betalingsverkeer van deelnemers op afstand.

de deelnemers zonder incidenten kon worden gebruikt beliep in 2008 99,79%. Opgemerkt zij dat dit het hoogste percentage is sinds TARGET in 1999 van start ging en dat de migratie naar TARGET2 geen negatieve effecten heeft gehad op de beschikbaarheid van het systeem. Meer dan 99,76% van de via het gemeenschappelijke platform van TARGET2 verwerkte betalingen werd binnen vijf minuten verwerkt. De gebruikers hebben een zeer positief oordeel over de prestaties van het systeem.

In december 2008 hadden 900 directe deelnemers een RTGS-rekening bij het gemeenschappelijke platform van TARGET2. Dit aantal is lager dan de 1.072 directe deelnemers die bij de aanvang van de migratie een rekening bij het eerste-generatie TARGET-systeem hadden. Dit is het gevolg van twee hoofdfactoren. Om te beginnen hebben een aantal kredietinstellingen ten tijde van de migratie hun directe deelname heroverwogen, en ervoor gekozen om zich indirect, via een directe deelnemer, aan te sluiten. Ten tweede kent TARGET2 sterke

prikkels voor banken om hun liquiditeitsbeheer in euro te rationaliseren en in een geringer aantal RTGS-rekeningen te centraliseren. Het totale aantal banken (met inbegrip van bijkantoren en dochterinstellingen) dat wereldwijd op TARGET2 is aangesloten is stabiel gebleven rond 52.000.

#### **BETREKKINGEN MET GEBRUIKERS VAN TARGET2**

De ontwikkeling van TARGET2 heeft veel baat gehad bij de actieve samenwerking tussen het Eurosysteem en de toekomstige gebruikers ervan. Hierdoor is het inzicht in de verlangens van de markt sterk verbeterd, het migratieproces soepel verlopen en de acceptatie van het systeem door de gebruikers fors verhoogd.

Deze samenwerking heeft zich sinds de migratiefase voortgezet. Het Eurosysteem onderhoudt nauwe betrekkingen met de gebruikers van TARGET2; er hebben in 2008 regelmatig bijeenkomsten plaatsgevonden tussen de nationale centrale banken in het eurogebied en de nationale gebruikersgroepen van TARGET2. Daarnaast hebben periodiek gezamenlijke bijeenkomsten plaatsgevonden van de TARGET2-Werkgroep van het Eurosysteem en de TARGET-Werkgroep van het Europese bankwezen om te spreken over operationele onderwerpen met betrekking tot TARGET2. Strategische onderwerpen werden behandeld in de Contact Group on Euro Payments Strategy, waarin functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben.

#### **AANSLUITING OP TARGET VAN DE NATIONALE CENTRALE BANKEN VAN LANDEN BUITEN HET EUROGEBIED**

Alle eurolanden nemen deel aan TARGET omdat het gebruik van TARGET verplicht is voor de afwikkeling van in euro luidende transacties met het Eurosysteem. TARGET is ook op vrijwillige basis beschikbaar voor lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan<sup>4</sup> om zo de afwikkeling van in euro luidende transacties in deze landen te vergemakkelijken. Toen Cyprus en Malta op 1 januari 2008 op de euro overgingen maakten de Centrale Bank van Cyprus, de Centrale Bank van Malta en hun

respectievelijke nationale gebruikersgroepen reeds gebruik van het TARGET-systeem. In verband met de toetreding van Slowakije tot het eurogebied op 1 januari 2009 heeft verder de Národná banka Slovenska zich bij het systeem aangesloten.

#### **KOMENDE ONTWIKKELINGEN**

Het is de bedoeling dat elk jaar een nieuwe release van het gemeenschappelijke platform beschikbaar komt, waarmee de gebruikers van TARGET2 een reeks verbeteringen en nieuwe elementen geboden wordt. De inhoud van deze jaarlijkse releases zal worden bepaald nadat de gebruikersgroep uitgebreid geraadpleegd is. De eerste jaarlijkse release van het gemeenschappelijke platform is op 17 november 2008 operationeel geworden. De inhoud werd grotendeels ingegeven door de nieuwe standaardrelease van SWIFT, die op dezelfde dag operationeel werd. Voor 2009 staan bij uitzondering twee releases gepland. In de eerste, in mei, wordt de interface uitgebreid worden met aanvullende systemen voor met name de afwikkeling van transacties tussen centrale effectenbewaarinstellingen. In de tweede, in november, zijn diverse andere door gebruikers gevraagde verbeteringen opgenomen.

#### **2.2 TARGET2-SECURITIES**

De Europese markt voor de afwikkeling van effectentransacties is nog altijd zeer gefragmenteerd, hoewel zich enkele positieve ontwikkelingen hebben voorgedaan in de vorm van grotere consolidatie en samenwerking. Doordat er een groot aantal afwikkelingssystemen is, zijn de afwikkelingskosten voor grensoverschrijdende transacties binnen de EU veel hoger dan voor binnenlandse transacties of voor transacties in de Verenigde Staten. Tegelijkertijd neemt de vraag naar een geïntegreerde Europese infrastructuur voor de effectenafwikkeling toe.

<sup>4</sup> In 2008 waren dit Denemarken, Estland, Letland, Litouwen en Polen.

TARGET2-Securities (T2S) werd in 2006 door het Eurosysteem naar voren geschoven als oplossing voor de bestaande gefragmenteerde infrastructuur voor effectenafwikkeling. T2S wordt een afwikkelingsplatform voor transacties in meerdere valuta's dat in eigendom en beheer van het Eurosysteem zal worden geëxploiteerd; het zal de Europese centrale effectenbewaarinstellingen de mogelijkheid bieden om effectentransacties in centrale-bankgeld af te wikkelen. De deelnemende centrale bewaarinstellingen zullen de juridische betrekkingen met hun cliënten onderhouden en bewaarnemings- en notariële diensten blijven bieden. T2S zal een gemeenschappelijk technisch platform bieden waar alle in de EU uitgegeven effecten tegen euro en andere deelnemende valuta's kunnen worden omgewisseld via gestandaardiseerde processen en communicatiemiddelen. Daarnaast zal T2S de liquiditeitsbehoeften van deelnemers aanzienlijk doen afnemen en de blootstelling aan financieel risico verminderen door bijvoorbeeld geautomatiseerd krediet in centrale-bankgeld gedurende de werkdag te verlenen aan een koper die onvoldoende middelen heeft om effectentransacties af te wikkelen, voortdurende optimalisering, recycling mechanismen en een afwikkelingsloket gedurende de nacht. Verder wordt, doordat alle effectentransacties in centrale-bankgeld in de EU via een gemeenschappelijk platform kunnen worden afgewikkeld, voorkomen dat deelnemers blootstaan aan de financiële risico's die zij momenteel wel kunnen lopen tijdens de afwikkeling tussen centrale bewaarinstellingen. Met T2S wordt de efficiëntie van het onderpandbeheer verhoogd, worden gebruikers in staat gesteld al hun activa binnen de EU voor financiering aan te wenden, en wordt een bijdrage geleverd aan de stabiliteit van het financiële systeem.

In december 2007 heeft de Adviesgroep<sup>5</sup> de eerste conceptversie van de gebruikerseisen voor T2S voltooid, waarin de kenmerken die centrale bewaarinstellingen en financiële marktdeelnemers van T2S verlangen worden uiteengezet. De ECB heeft het proces gecoördineerd en een fors aandeel geleverd aan

de formulering van dit document. Op 18 december 2007 heeft het Eurosysteem de concept-gebruikerseisen gepubliceerd, tezamen met de methodologie voor een economische impactstudie, ten behoeve van een openbare raadpleging.

De Adviesgroep heeft de gebruikerseisen afgerond op basis van het tijdens de openbare raadpleging verkregen commentaar. Op 23 mei 2008 heeft de Raad van Bestuur alle Europese centrale bewaarinstellingen uitgenodigd om aan het T2S-initiatief mee te doen, en ze in detail geïnformeerd over de tot dusver verrichte werkzaamheden.

Alle centrale bewaarinstellingen in het eurogebied hebben hun bereidheid betoond om, onder bepaalde voorwaarden, gebruik te maken van het T2S-platform zodra het operationeel wordt. Daarnaast hebben de Deense centrale bewaarinstellingen en Danmarks Nationalbank aangegeven dat zij van T2S gebruik willen maken om effectentransacties in zowel de Deense kroon als de euro af te wikkelen. Verder hebben de centrale bewaarinstellingen van Zweden, Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk hun voornemen bekendgemaakt om deel te nemen aan de afwikkeling van in euro luidende transacties. Gezien de brede steun voor het T2S-project van de Europese centrale bewaarinstellingen heeft de Raad van Bestuur het project op 17 juli 2008 officieel gelanceerd; het T2S-platform zal naar verwachting uiterlijk 2013 operationeel worden. De Raad van Bestuur heeft tevens de definitieve versie van de gebruikerseisen goedgekeurd en de technische ontwikkeling en de exploitatie van T2S aan de Deutsche Bundesbank, de Banco de España, de Banque de France en de Banca d'Italia toegewezen.

Zoals in het bestuurskader voor de specificatiefase is voorzien, werd vervolgens een nieuwe Adviesgroep opgericht, waarin de centrale banken, de centrale bewaarinstellingen

<sup>5</sup> Waarin vertegenwoordigers van de nationale centrale banken en de centrale effectenbewaarinstellingen alsmede marktdeelnemers zitting hebben.

en de gebruikers gelijkelijk vertegenwoordigd zijn. De groep kwam in oktober 2008 voor het eerst bijeen; bij deze gelegenheid werden zes subgroepen opgericht om de werkzaamheden met betrekking tot T2S te organiseren. Twee van deze subgroepen houden zich bezig met harmonisatie-inspanningen, één met 'procesdoelmatigheid' en een andere met 'bedrijfsvoering'. Verder worden de werkzaamheden gecoördineerd met bestaande harmonisatie-initiatieven, met name de werkzaamheden van de Europese Commissie (bijvoorbeeld binnen de Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II en de Legal Certainty Group).

Daarnaast is in 2008 een veranderingsbeheerproces ingevoerd ten behoeve van de eisen van de gebruikers van T2S, en is het proces waarbij de algemene functiespecificaties van T2S op basis van de gebruikerseisen worden gedefinieerd van start gegaan. De ECB heeft de centrale banken van niet aan het eurogebied deelnemende landen van advies gediend bij hun in samenspraak met plaatselijke centrale bewaarinstellingen en marktdeelnemers te nemen besluit om hun valuta's wel of niet in T2S op te nemen. Eind 2008 hebben de Litouwse centrale bewaarinstelling en Lietuvos bankas bevestigd dat zij voornemens waren om hun effectentransacties via T2S in zowel de litas als de euro af te wikkelen. Verder hebben de centrale bewaarinstellingen van Bulgarije, Estland en Roemenië aangegeven dat zij van plan zijn T2S te gebruiken voor de afwikkeling van hun transacties in euro. Er worden voorbereidingen getroffen voor juridische en contractuele afspraken tussen de deelnemende centrale bewaarinstellingen en het Eurosysteem.

### **2.3 AFWIKKELINGSPROCEDURES VOOR ONDERPAND**

Beleensbare activa kunnen zowel binnenslands als grensoverschrijdend worden gebruikt als onderpand voor alle soorten krediettransacties van het Eurosysteem. Sinds de invoering van de euro is het gebruik van grensoverschrijdend onderpand continu toegenomen. Het bedrag aan door het Eurosysteem aangehouden

grensoverschrijdend onderpand is gestegen van €683 miljard in december 2007 tot €861 miljard in december 2008. Al met al maakte het grensoverschrijdende onderpand per ultimo 2008 45,0% uit van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand.

Voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand zijn twee belangrijke instrumenten beschikbaar. Dit zijn het door het Eurosysteem opgerichte correspondentenmodel voor centrale banken en de goedgekeurde koppelingen tussen de effectenafwikkelingssysteemen in het eurogebied.

#### **COLLATERAL MANAGEMENT SERVICES VAN HET EUROSISTEEM**

Het correspondentenmodel was wederom het belangrijkste instrument voor de overdracht van grensoverschrijdend onderpand in de monetaire-beleidstransacties en krediettransacties binnen de dag van het Eurosysteem. In 2008 nam het correspondentenmodel 36,7% van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand voor zijn rekening. De via het model in bewaarneming gehouden activa zijn toegenomen van €558 miljard per ultimo 2007 tot €713 miljard per ultimo 2008.

Het correspondentenmodel voor centrale banken is herzien om tegemoet te komen aan de integratie van nieuwe eurolanden. In deze context werd de overeenkomst met Národná banka Slovenska getekend in het kader van de toetreding van Slowakije tot het eurogebied.

Ondanks het succes van het model en de aanzienlijke bijdrage die het levert aan het proces van financiële integratie kent het model enkele nadelen die hoofdzakelijk verband houden met het feit dat het was bedoeld als tussenoplossing en uitgaat van het beginsel van minimale harmonisatie. Deze nadelen hebben, tezamen met het toenemende belang van grensoverschrijdend onderpand, aanleiding gegeven tot het besluit van de Raad van Bestuur van 8 maart 2007 om de huidige door het Eurosysteem gebruikte procedures voor het onderpandbeheer te herzien en een nieuw systeem van onderpandbeheer

voor het Eurosysteem te creëren, onder de naam Collateral Central Bank Management oftewel CCBM2. Marktdeelnemers werden door middel van openbare raadplegingen en ad hoc bijeenkomsten betrokken bij de bepaling van de grondslagen en gebruikerseisen voor CCBM2.

Gezien de gunstige reacties op het initiatief van het Eurosysteem heeft de Raad van Bestuur op 17 juli 2008 besloten het CCBM2-project te lanceren<sup>6</sup>. De ontwikkeling en exploitatie van CCBM2 ten behoeve van het Eurosysteem werd toegewezen aan de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en De Nederlandsche Bank, met de bedoeling dat het systeem vóór of uiterlijk tegelijk met T2S wordt ingevoerd.

CCBM2 is vooral ontworpen om de interne systemen van het Eurosysteem voor onderpandbeheer te consolideren, en zo efficiënter te maken. Het is met name de bedoeling dat de nadelen van de huidige opzet waar mogelijk aangepakt worden door de kosten van de overdracht van onderpand te optimaliseren en het liquiditeitsbeheer te verbeteren. De reikwijdte van CCBM2 gaat die van het huidige model te boven aangezien het voor de levering en acceptatie van alle beleenbaar binnenlands en grensoverschrijdend onderpand (effecten en niet-verhandelbare activa) één enkele reeks procedures omvat met een geharmoniseerd niveau van dienstverlening.

De deelname van de nationale centrale banken van het eurogebied aan CCBM2 zal op vrijwillige basis zijn en er zal een modulaire benadering worden toegepast. CCBM2 zal uit enkele modules bestaan, waarvan er slechts één – de message router – verplicht zal zijn voor de aan CCBM2 deelnemende nationale centrale banken. Dankzij deze verplichte module is de afwikkeling van transacties tussen het Eurosysteem en de tegenpartijen gestandaardiseerd. De overige modules, die voorzien in de daadwerkelijke behandeling van verhandelbare en niet-verhandelbare activa, blijven optioneel. Deze modulaire benadering geeft de nationale centrale banken de flexibiliteit om die CCBM2-modules te kiezen die tegemoet komen aan hun eigen

behoeften en die van hun markt. CCBM2 zal zich kunnen aanpassen aan wijzigingen in het onderpandsysteem en in het operationele kader van het Eurosysteem, en zich soepel en tijdig kunnen voegen naar marktontwikkelingen.

In de huidige fase van het project worden door het Eurosysteem op basis van de goedgekeurde gebruikerseisen technische specificaties ontwikkeld. Gedurende de vervolgfases van het CCBM2-project zal het Eurosysteem met de marktdeelnemers een open dialoog voeren.

#### **GOEDGEKEURDE KOPPELINGEN TUSSEN NATIONALE EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN**

Nationale effectenafwikkelingssysteem kunnen door middel van contractuele en operationele regelingen worden gekoppeld om de grensoverschrijdende overdracht van beleenbare effecten tussen die systemen mogelijk te maken. Als beleenbare effecten eenmaal via dergelijke koppelingen aan een ander effectenafwikkelingssysteem zijn overgedragen, kunnen zij via plaatselijke procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Momenteel zijn voor tegenpartijen 60 directe en 6 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 €125 miljard in december 2007 tot €148 miljard in december 2008, maar maakte slechts 8,3% uit van het totale door het Eurosysteem in 2008 aangehouden grensoverschrijdende en binnenlandse onderpand, vergeleken met 8,9% in 2007.

<sup>6</sup> Zie [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html)

## 3 BANKBIJETTEN EN MUNTEN

### 3.1 DE OMLOOP VAN BANKBIJETTEN EN MUNTEN EN DE GELDYVERWERKING

#### VRAAG NAAR EUROBANKBIJETTEN EN -MUNTEN

Eind 2008 waren er 13,1 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een waarde van €762,8 miljard. Dit betekende een toename van 8,3% in aantal en van 12,7% in waarde ten opzichte van de stand per eind 2007 (12,1 miljard bankbiljetten met een waarde van €676,6 miljard).

In reactie op de toegenomen spanningen op de financiële markten werd in de eerste helft van oktober 2008 een sterke toename van het aantal eurobankbiljetten in omloop genoteerd, met een tegenwaarde van €35 tot €40 miljard.

In het laatste kwartaal van 2008 was er met name veel vraag naar de coupures van €100 en €500, in belangrijke mate veroorzaakt door vraag van buiten het eurogebied. Bijgevolg was de gemiddelde waarde van een bankbiljet in omloop op de jaartultimo toegenomen tot €58,15 (€55,85 aan het eind van het vorige jaar).

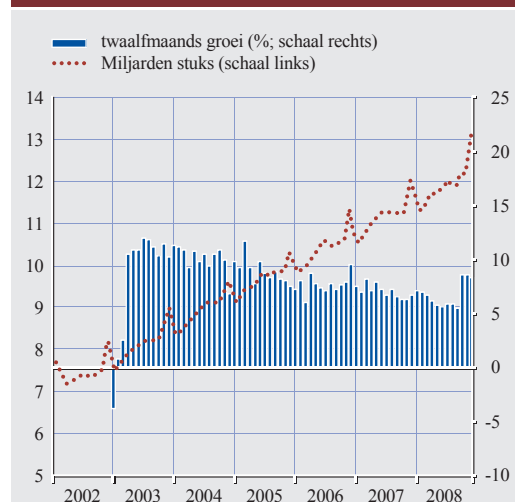
Uit statistieken valt op te maken dat per eind-december 2008 de netto levering van eurobankbiljetten door kredietinstellingen in

het eurogebied naar buiten het eurogebied een totale waarde van rond €96 miljard had bereikt, dat is 13% van de waarde van de totale eurobankbiljettenomloop. Deze leveringen hingen samen met de toegenomen vraag naar eurobankbiljetten buiten het eurogebied. Aangezien er ook andere wegen zijn waarlangs eurobankbiljetten het eurogebied verlaten (zoals toerisme of geldzendingen van buitenlandse werknemers), is naar schatting bijna 20% van de eurobankbiljettenomloop, gemeten naar waarde, in handen van niet-ingezetenen van het eurogebied.

Grafiek 46 en 47 tonen de gestage toename naar aantal biljetten en waarde van de totale eurobankbiljettenomloop, evenals de jaarlijkse groeipercentages.

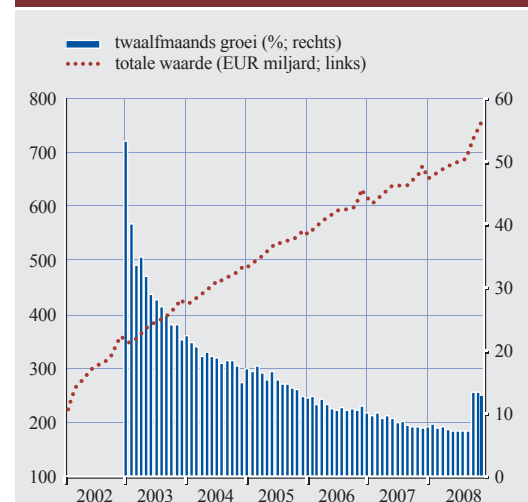
De uitsplitsing naar coupure toont dat het biljet van €500, dat hoofdzakelijk in opotkassen wordt aangehouden, de sterkste circulatiegroei doormaakte, en wel met 17,1% tussen eind 2007 en eind 2008. Deze coupure werd gevolgd door die van €100, €50 en €200, waarvan de circulatie met respectievelijk met 14,2%, 10,6% en 9,3% toenam. Voor de andere coupures lag de stijging tussen rond 3% en 6% (Grafiek 48).

**Grafiek 46 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2008**



Bron: ECB.

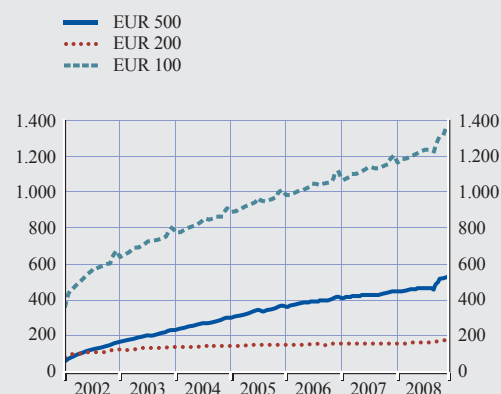
**Grafiek 47 Waarde eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2008**



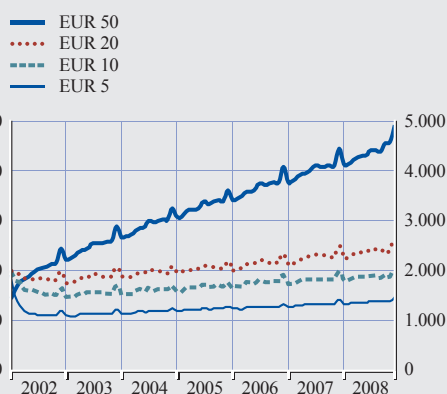
Bron: ECB.

**Grafiek 48 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2008**

(miljoenen)



Bron: ECB.



Bron: ECB.

NB: De percentages zijn afgerond op hele procentpunten.

In 2008 is het totale aantal euromunten in omloop (d.w.z. de netto uitgegeven munten ongerekend de door de nationale centrale banken aangehouden voorraden) met 7,9% toegenomen tot 82,3 miljard, terwijl de waarde met 5,7% is gestegen tot €20,4 miljard. De munten van 1 en 2 cent zorgden voor het merendeel van deze groei. Het aandeel van de laagwaardige munten, van 1, 2 en 5 cent, in het totale aantal munten in omloop bleef staan op 59%.

### VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

In 2008 gaven de nationale centrale banken in het eurogebied 34,9 miljard bankbiljetten uit, en werden door hen 33,9 miljard biljetten terugontvangen. De terugkeerfrequentie<sup>7</sup> van bankbiljetten in omloop bleef nagenoeg onveranderd op 2,79, wat inhoudt dat een bankbiljet ongeveer eenmaal per vier maanden op echtheid en conditie werd gecontroleerd door de volautomatische bankbiljettentelmachines van de nationale centrale banken in het eurogebied.

Sinds 2004 houdt het Eurosysteem een jaarlijks onderzoek met als doel de conditie van de eurobankbiljetten in omloop op eurogebied-niveau te bewaken. In 2008 tekende zich een verbeterende tendens in de conditie van de

bankbiljettenomloop af. Ook is de conditie van de bankbiljetten in het gehele eurogebied meer homogeen geworden, als gevolg van het gecoördineerde sorteer- en uitgiftebeleid van het Eurosysteem. Door de nationale centrale banken werden ongeveer 5,6 miljard bankbiljetten afgekeurd en vervangen. Het afkeurpercentage<sup>8</sup>, 17,0%, lag dicht bij dat van het vorige jaar.

### 3.2 VERVALSING VAN BANKBIJETTEN EN HET BESTRIJDEN VAN VALSEMUNTERIJ

#### VALSE EUROBANKBIJETTEN

Het totale aantal valse bankbiljetten dat in 2008 is ontvangen door de Nationale Analysecentra<sup>9</sup> beliep ongeveer 666.000<sup>10</sup>, hetgeen een stijging inhoudt ten opzichte van de in voorgaande jaren waargenomen betrekkelijk stabiele niveaus. Ook het aantal echte bankbiljetten in omloop is in 2008 echter

7 Het aantal gedurende een bepaalde periode aan nationale centrale bank geretourneerde bankbiljetten gedeeld door het gemiddelde aantal bankbiljetten in omloop tijdens die periode.

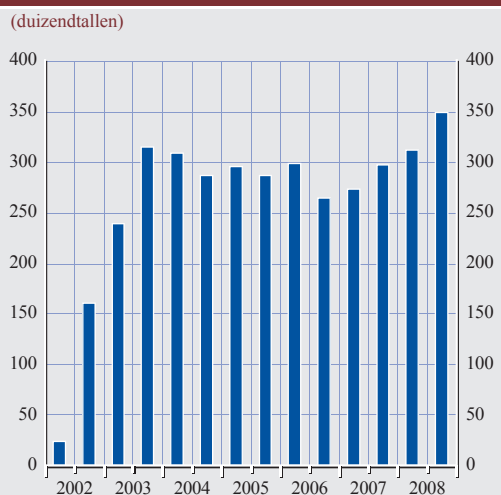
8 Het aantal gedurende een bepaalde periode afgekeurde bankbiljetten gedeeld door het aantal gedurende diezelfde periode gesorteerde bankbiljetten.

9 Dit zijn in elk van de EU-lidstaten gevestigde centra waar de eerste analyse van valse eurobankbiljetten op nationaal niveau wordt verricht.

10 Dit cijfer bevat een zeer geringe foutmarge in verband met niet tijdig ingediende rapportages, met name van buiten de EU.

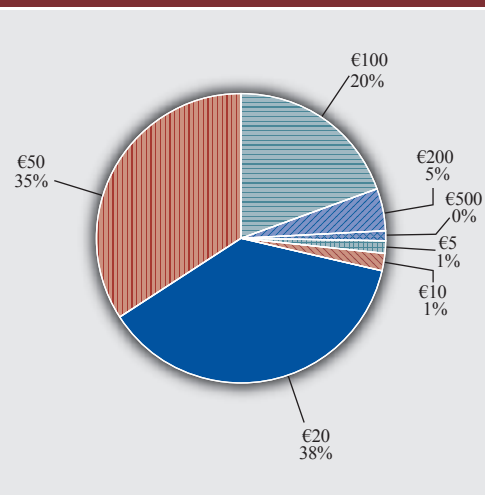


**Grafiek 49 Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten in de periode 2002-2008**



Bron: ECB.

**Grafiek 50 Opsplitsing vervalsingen in 2008 naar coupure**



Bron: ECB.

beduidend toegenomen. In verhouding tot het aantal echte eurobankbiljetten in omloop, dat in 2008 aangroeide tot 13,1 miljard, is het aantal vervalsingen zeer gering. De kans dat men onwillekeurig een in omloop zijnd vals bankbiljet ontvangt, is daarom nog altijd miniem. Grafiek 49 laat het beloop van de uit de omloop genomen vervalsingen zien, op basis van sinds de invoering van de chartale euro geregistreerde halfjaarcijfers. De biljetten van €20 en €50 vormden in 2008 het belangrijkste doelwit van vervalsers, en waren goed voor rond driekwart van het aantal vervalsingen. In Grafiek 50 wordt een gedetailleerde uitsplitsing naar coupure gegeven van de aantallen valse biljetten.

Het publiek kan blijven vertrouwen op de veiligheid van de euro: het is een goed beschermde valuta, wat betreft zowel de geavanceerde echtheidskenmerken als de doeltreffendheid van de Europese en nationale rechtshandhaving. 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 uit te voeren.<sup>11</sup>

Het Eurosysteem blijft zich aanzienlijke inspanningen getroosten om te zorgen dat zowel het publiek als geldverwerkers goed op de hoogte zijn wat betreft het herkennen van valse bankbiljetten.

#### BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ

Het Eurosysteem heeft in 2008 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 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 31 centrale banken en bankbiljettendrukkerijen die onder auspiciën van de G-10 samenwerken). De groep steunt het onderzoek naar technieken waarmee de onwettige reproductie van

<sup>11</sup> Zie voor nadere informatie [www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.nl.html](http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.nl.html)

bankbiljetten kan worden voorkomen. 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<sup>12</sup>, waarop informatie en advies wordt gegeven over de reproductie van bankbiljetten en waarop links worden geboden naar landspecifieke websites.

### 3.3 PRODUCTIE EN UITGIFTE VAN BANKBIJETTEN

#### BANKBIJETTENPRODUCTIE

In 2008 werden in totaal 6,4 miljard eurobankbiljetten geproduceerd, tegen 6,3 miljard in 2007.

Ook in 2008 werd de productie van eurobankbiljetten toegewezen conform het in 2002 op basis van taakverdeling vastgestelde gedecentraliseerde productieschema. 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. Tabel 27 bevat een overzicht van de in 2008 toegewezen bankbiljettenproductiequota.

**Tabel 12 In 2008 toegewezen bankbiljettenproductiequota**

Coupure	Aantal (miljoenen bankbiljetten)	Nationale centrale bank belast met productie
€5	1.370,0	DE, ES, FR, PT
€10	2.130,0	DE, GR, FR, AT
€20	1.755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
€50	1.060,0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	130,0	IT
€200	-	-
€500	-	-
Totaal	6.445,0	

Bron: ECB.

#### EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY PROEFPROGRAMMA

In 2008 is het Extended Custodial Inventory (ECI) proefprogramma voor eurobankbiljetten in Azië, dat loopt sinds 2007, met succes uitgevoerd door twee grote commerciële banken die actief zijn op de groothandelsmarkt in bankbiljetten. Een ECI is een door een commerciële bank krachtens een bewaarnemingsovereenkomst aangehouden eurobankbiljettendepot. ECI's faciliteren de internationale distributie van eurobankbiljetten en verschaffen statistische informatie omtrent de eurobankbiljettenomloop buiten het eurogebied alsmede informatie aangaande in hun regio aangetroffen vervalsingen. Gezien het succes van het proefprogramma heeft de Raad van Bestuur in maart 2008 besloten op basis van deze proef een driejarig ECI-programma uit te voeren. Na een onderhandse aanbestedingsprocedure hebben drie in de bankbiljettengroothandel actieve banken een offerte voor deelname in het driejarig ECI-programma uitgebracht. In februari 2009 is één hiervan de ECI-werkzaamheden gestart in Hong-Kong, een tweede in Singapore en naar verwacht zal een derde medio 2009 eveneens in Hong-Kong van start gaan. Deze locaties zijn de belangrijkste logistieke centra voor de eurobankbiljettenhandel in de regio Oost-Azië, de regio met het grootste eurobankbiljettenverkeer buiten Europa. De Deutsche Bundesbank is de logistieke en administratieve tegenhanger van de ECI-banken. Voor het einde van de driejarige proef zal het Eurosysteem beoordelen of en zo ja waar het ECI-programma wordt voortgezet.

#### ROUTEKAART NAAR MEER CONVERGENTIE VAN DOOR NCB'S AANGEBODEN CHARTALE DIENSTEN

Op basis van de in 2007 door de Raad van Bestuur vastgestelde routekaart met als doel de convergentie van de chartale dienstverlening door nationale centrale banken in het eurogebied te bevorderen, heeft het Eurosysteem in 2008 zijn activiteiten op dit terrein voortgezet. Een hogere mate van convergentie is van belang om aldus belanghebbenden – met name die met aanzienlijke grensoverschrijdende chartale

12 Zie voor meer informatie [www.rulesforuse.org](http://www.rulesforuse.org).

activiteiten – in staat te stellen ten volle te profiteren van de gemeenschappelijke munten 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.

Daarnaast heeft het Eurosysteem gewerkt aan een aantal andere ontwikkelingen, waaronder elektronische gegevensuitwisseling met kredietinstellingen inzake de afstorting en opname van bankbiljetten en standaarden voor de verpakking van bankbiljetten in het kader van de kosteloze dienstverlening door nationale centrale banken. Op zowel nationaal als Europees niveau is overleg gevoerd met belanghebbenden, vooral over de kwestie van de uniforme verpakking van bankbiljetten, gezien de mogelijke operationele en kostentechnische consequenties.

Als gevolg van technologische ontwikkelingen op het gebied van zowel bankbiljettensorteermachines als geldautomaten kunnen bankbiljetten nu worden gelezen en verwerkt ongeacht de oriëntatierichting waarin ze worden ingevoerd. Te zijner tijd zullen de nationale centrale banken deze verbeteringen kosteloos doorvoeren, zoals voorzien in de routekaart.

#### **DE TWEDE SERIE EUROBANKBIJETTEN**

In 2005 is de ECB gestart met de ontwikkeling van een nieuwe serie eurobankbiljetten. De functionele en technische specificaties werden vastgesteld en de echtheidskenmerken voor de nieuwe serie bankbiljetten werden ontwikkeld. In 2008 lag de nadruk op de verdere ontwikkeling van het ontwerp en de echtheidskenmerken van de bankbiljetten en op de integratie van de echtheidskenmerken in het ontwerp. Ook is men in 2008 begonnen met de ontwikkeling van ‘moedermaterialen’, dat wil zeggen de prototypen van de middelen die bij de bankbiljettenproductie worden gebruikt.

Het ontwerp van de tweede serie eurobankbiljetten zal gebaseerd zijn op het thema ‘tijdperken en stijlen van Europa’; de belangrijkste ontwerpelementen van de eerste serie bankbiljetten zullen in het ontwerp terugkeren. Aangezien het ontwerpen en ontwikkelen van moedermaterialen een iteratief proces is, zal dit werk in 2009 worden voortgezet. De belangrijkste bij de chartale cyclus betrokken partijen worden geraadpleegd en op de hoogte gehouden van de voortgang van het ontwikkelingsproces. De nieuwe reeks bankbiljetten zal gespreid over een aantal jaren in omloop worden gebracht. Binnen enkele jaren zal naar verwachting de eerste coupure worden uitgegeven. De precieze uitgiftedatum zal te zijner tijd worden vastgesteld. De ECB zal het publiek ruim tevoren informeren over de modaliteiten van de invoering van de nieuwe bankbiljetten. De nationale centrale banken zullen eurobankbiljetten van de eerste serie voor onbepaalde tijd blijven omwisselen.

## 4 STATISTIEKEN

De ECB houdt zich, bijgestaan door de nationale centrale banken, bezig met het ontwikkelen, verzamelen, samenstellen en publiceren van een breed scala aan statistieken ter ondersteuning van het monetaire beleid van het eurogebied en van diverse taken van het ESCB. Van deze statistieken wordt ook steeds vaker gebruik gemaakt door de financiële markten, de media en het grote publiek. De reguliere productie van statistieken betreffende het eurogebied verliep in 2008 vlot en op tijd. Een belangrijke mijlpaal was de vaststelling door de Raad van Bestuur van een verbeterd juridisch raamwerk dat een beduidende verrijking van de monetaire en financiële statistieken voor het eurogebied teweeg zal brengen, vooral dankzij de verbeterde beschikbaarheid van gegevens omtrent de kredietverlening en de securitisatie van kredieten. Nog een belangrijke ontwikkeling was de vaststelling van het programma van werkzaamheden voor de statistische functie van de ECB, dat als leidraad zal dienen voor de productie van ESCB-statistieken gedurende de periode van 2009 tot en met 2012. Tot slot 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 mondiale en Europese statistische standaarden.

### 4.1 NIEUWE OF VERBETERDE STATISTIEKEN VOOR HET EUROGEBIED

Het wettelijke kader voor het opvragen van monetaire en financiële statistieken is verbeterd door middel van een nieuwe Verordening van de ECB houdende statistieken betreffende de activa en passiva van lege financiële instellingen die securitisatietransacties verrichten.<sup>13</sup> Bovendien is de regelgeving van de ECB inzake de rapportage van statistieken door MFI's aangepast aan nieuwe eisen (bijvoorbeeld als gevolg van financiële vernieuwing) die worden gesteld aan balansstatistieken<sup>14</sup>, statistieken betreffende rentetarieven op deposito's van en geldleningen aan huishoudens en niet-financiële vennootschappen<sup>15</sup> en statistieken inzake securitisaties.<sup>16</sup>

Ook voorzien deze regelingen in aanvullende statistische vereisten die zijn voortgekomen uit de financiële beroering, vooral met betrekking tot het meten van synthetische securitisatie als middel tot overdracht van kredietrisico's. Het is de bedoeling dat de rapportage van deze aanvullende statistieken plaatsvindt vanaf medio 2010 (zodat ncb's en rapporteurs de benodigde tijd krijgen om de nieuwe rapportages te implementeren), met uitzondering van de statistieken inzake securitisaties door MFI's en inzake lege financiële instellingen, waarover met ingang van december 2009 gegevens zullen worden gerapporteerd. De ontwikkeling van deze regelgeving behelsde ondemeer een brede beoordeling van het nut van de nieuwe statistieken en de geraamde kosten daarvan voor zowel de rapporteurs als de nationale centrale banken, opdat tegen redelijke kosten aan de voornaamste gebruikerseisen zou worden voldaan.

De Raad van Bestuur heeft tevens een herschikt 'Richtsnoer inzake monetaire statistieken en statistieken betreffende financiële instellingen en markten' vastgesteld, waarin thans, na consolidatie van eerdere amendementen, nadere bepalingen inzake deze statistieken zijn opgenomen. Verdere verfijningen van het wettelijk kader van de ECB bestonden uit wijzigingen van het Richtsnoer van de ECB aangaande statistische rapportagevereisten op het gebied van statistieken betreffende de overheidsfinanciën (waarbij de resterende vrijstellingen werden afgeschaft) en dat van financiële kwartaalstaten (ter verbetering van de efficiëntie van de gegevensstromen).

13 Een voorlopige lijst van lege financiële instellingen was reeds opgesteld, zodat een begin kon worden gemaakt met de toetsing aan andere datasets en een eerste beperkte voorlopige analyse kon worden verricht van de jongste ontwikkelingen op dit terrein.

14 Verordening ECB/2008/32 van 19 december 2008 met betrekking tot de balans van de sector monetaire financiële instellingen (Herschikking).

15 Een verordening tot wijziging van Verordening ECB/2001/18 met betrekking tot de statistieken van door monetaire financiële instellingen ten aanzien van huishoudens en niet-financiële vennootschappen gehanteerde rentetarieven op deposito's en leningen wordt binnenkort gepubliceerd.

16 Verordening ECB/2008/30 van 19 December 2008 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van lege financiële instellingen die securitisatietransacties verrichten.

Met betrekking tot statistieken over de activa en passiva van beleggingsfondsen voorzien de nationale centrale banken de ECB sinds februari 2009 van nieuwe, geharmoniseerde gegevens, met december 2009 als referentieperiode.<sup>17</sup>

Sinds juni 2008 worden aanvullende statistieken betreffende de omloop van eurobankbiljetten en -munten gepubliceerd op de statistische website van de ECB (bijvoorbeeld maandelijks gegevens inzake standen en stromen van eurobankbiljetten en -munten in omloop, en cijfers omtrent het aantal en de waarde van op echtheid en conditie gecontroleerde bankbiljetten). Daarnaast worden binnen het gemeenschappelijke verspreidingskader van het Eurosysteem nu ook regelmatig verbeterde geharmoniseerde concurrentie-indicatoren voor de landen van het eurogebied op basis van consumentenprijsindices, bbp-deflatoren en arbeidskosten per eenheid product gepubliceerd. Doel hiervan is onderling vergelijkbare maatstaven te verschaffen voor het beloop van de prijs- en kostenconcurrentiekracht van de landen van het eurogebied, die tevens consistent zijn met het beloop van de reëel-effectieve wisselkoersen van de euro.

De ECB heeft haar statistieken in het kader van het Short-Term European Paper (STEP)-initiatief wederom verbeterd. Deze statistieken tonen de handelsvolumes en rendementen in de primaire markten voor kortlopende schuldbewijzen uitgegeven in het kader van programma's die het STEP-keurmerk hebben ontvangen (zie ook hoofdstuk 4, paragraaf 3). Gedetailleerde cijfers betreffende stromen en standen, waaronder de uitstaande bedragen in het kader van individuele STEP-emissies, worden gepubliceerd in de eerste helft van 2009.

Voorts zijn nieuwe balansstatistieken voor MFI's openbaar gemaakt ter onderbouwing van de monetaire analyse. Zo is de ECB, na de recente verbeteringen in de beschikbaarheid van gegevens uit financiële rekeningen, overgegaan tot de publicatie van sectorgebonden statistieken betreffende aanhoudingen van M3-instrumenten door niet-financiële vennoot-

schappen, huishoudens (waaronder instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens), overige financiële intermediairs (waaronder beleggingsfondsen), en door verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Tijdreeksen zijn eveneens beschikbaar vanaf het eerste kwartaal van 1999.

In september 2008 heeft de Raad van Bestuur ingestemd met een onderzoek in Eurosysteemverband naar de financiën en de consumptie van huishoudens in het eurogebied. Dit project beoogt een beduidend hiaat in de beschikbaarheid van gegevens omtrent de financiële positie van segmenten van de sector huishoudens op te vullen, als aanvulling op de macro-economische statistieken (bijvoorbeeld door informatie te verschaffen over de activa en passiva van huishoudens in het gehele eurogebied). Daarnaast is een onderzoek naar de financiën van kleine en middelgrote ondernemingen in voorbereiding. Dit onderzoek zal plaatsvinden in samenwerking met de Europese Commissie. Het ESCB heeft eveneens zijn werkzaamheden ter verbetering van de centrale effectendatabase (Centralised Securities Database – CSDB) voortgezet. De CSDB bevat gestandaardiseerde informatie over individuele effecten die relevant zijn voor de statistieken van het ESCB en speelt een centrale rol in de overgang naar rapportage op het niveau van individuele effecten. Systemen die gegevens op het niveau van individuele posten verzamelen kunnen in potentie de rapportagelast voor rapporteurs beduidend verlichten en tegelijkertijd de kwaliteit en flexibiliteit van de statistieken voor het eurogebied verbeteren. De database wordt door verschillende nationale centrale banken al gebruikt voor de samenstelling van landelijke financiële statistieken en aan verdere verbetering wordt gewerkt.

<sup>17</sup> Zoals bepaald in Verordening ECB/2007/8 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van beleggingsfondsen (niet zijnde geldmarktfondsen).

## 4.2 OVERIGE STATISTISCHE ONTWIKKELINGEN

De twee kaderverordeningen betreffende de verzameling samenstelling en verspreiding van statistieken in Europa, uitgevaardigd door het Europese Statistische Systeem (ESS, een samenwerkingsverband tussen Eurostat en de nationale statistiekbureaus) respectievelijk het ESCB, worden geactualiseerd. Nauwe samenwerking tussen het ESCB en het ESS heeft geleid tot diverse reciproke voorzieningen in beide ontwerpdocumenten, met name wat betreft de uitwisseling van vertrouwelijke statistische informatie tussen het ESCB and het ESS. De ECB heeft in september 2008 een aanbeveling afgegeven voor een Raadsverordening tot wijziging van Verordening (EG) Nr. 2533/98 betreffende de verzameling van statistische informatie door de ECB.<sup>18</sup>

Sinds 2007 publiceren de ECB en Eurostat periodiek geïntegreerde financiële en niet-financiële sectorkwartaalstaten voor het eurogebied. In 2008 zijn werkzaamheden ter verbetering van de regelmaat, volledigheid en consistentie van dit omvangrijke macro-economische verslagleggingskader ter hand genomen.

De verspreiding van de statistieken is verbeterd met de publicatie van aanvullende tabellen met statistieken betreffende het eurogebied en alle daarmee corresponderende nationale gegevens op de websites van zowel de ECB als de nationale centrale banken. Deze aanvulling strekte zich uit tot i) lijsten van MFI's, ii) statistieken inzake rentetarieven van MFI's, iii) betalingsstatistieken en iv) gedetailleerde gegevens betreffende de HICP en het bbp. De Statistical Data Warehouse (SDW) van de ECB wordt steeds vaker gebruikt als middel om via het internet toegang te verkrijgen tot statistieken betreffende het eurogebied. In 2008 zijn nog meer financiële-marktstatistieken in de SDW geïntegreerd en is het aantal SDW-gebruikers verdubbeld tot rond 40.000 per maand. De invoering van een nieuwe interactieve visualisatie voor het volgen van de inflatie op de website van de ECB maakt eveneens deel

uit van een verbeterde communicatiestrategie ten aanzien van de eurogebied-statistieken. Tot slot is in diverse periodieke ECB-publicaties, zoals de euro-geldmarktenquête (Euro money market survey), een breder scala aan statistieken en indicatoren geïntroduceerd, zoals in de 'Euro money market survey', de rapportagereeks *Financial integration in Europe* en de *Financial Stability Review*.

Verschillende in 2008 gepubliceerde documenten hadden tot doel bredere bekendheid te geven aan de statistieken van ECB en ESCB, en aan de omringende beheerstructuur en de kwaliteit van die statistieken. Het Statistics Quality Framework van de ECB en omringende quality assurance procedures,<sup>19</sup> de geactualiseerde publicatie 'ECB statistics - an overview'<sup>20</sup> en de gepubliceerde handelingen van de vierde ECB-statistiekconferentie<sup>21</sup> zijn voorbeelden van de transparantie die de ECB op dit gebied betracht.

De ECB heeft wederom nauw samengewerkt met Eurostat en andere internationale organisaties (bijvoorbeeld aan de voorbereiding van de gezamenlijke publicatie in 2008 van het 'Statusrapport inzake de informatiebehoefte in de EMU' en de revisie van het 'ESA95 manual on government deficit and debt'), en speelde een belangrijke rol in de herziening van de mondiale statistische standaards (onder meer door haar werk aan het System of National Accounts 93, het Balance of Payments Manual van het IMF en de Benchmark Definition of Foreign Direct Investment). De ECB ondersteunt Eurostat in het reviseren van het ESR 95. Het ESR 95 vormt de leidraad voor een serie beleidsbeslissingen op Europees niveau. Daarnaast ondersteunt en gebruikt de ECB mondiale technische standaards voor gegevensuitwisseling. Ook heeft zij, tezamen met de nationale centrale banken, het IMF en de BIS een handboek effectenstatistieken ontwikkeld. Tot slot heeft de ECB een actuele editie van haar 'Gids voor statistieken

18 [www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_251-20081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_251-20081003en00010005.pdf)

19 [www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html)

20 [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf)

21 [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf)

betreffende overheidsfinanciën' (*Government finance statistics guide*) gepubliceerd.<sup>22</sup>

De statistieken voor het eurogebied zijn aangepast in verband met de toetreding van Cyprus en Malta op 1 januari 2008. Hierbij deden zich geen problemen voor dankzij de langdurige voorbereidingen die beide landen hadden getroffen, al sinds voordat zij tot de EU toetraden, in nauwe samenwerking met de ECB en andere Lidstaten. Bovendien speelden statistieken een belangrijke rol bij het bewaken van de convergentie van EU-Lidstaten die nog niet tot het eurogebied behoren. Voorts assisteerde de ECB, samen met de centrale banken van deze Lidstaten, Eurostat bij het totstandbrengen van langlopende rente- en wisselkoersstatistieken, en verzorgde zij de verzameling en opstelling van aanvullende statistieken ten behoeve van de vier primaire convergentie-indicatoren in het *Convergentierapport 2008* van de ECB (zie hoofdstuk 3, paragraaf 1).

uit de financiële verslaglegging van ondernemingen die berust bij instellingen waar de jaarrekeningen gedeponoerd dienen te worden, en gegevens afkomstig van centrale kredietregisters. Bovendien wordt er thans actief naar gestreefd, samen met het Comité van Europese Banktoezichthouders, om waar mogelijk de bancaire rapportageverplichtingen ten behoeve van enerzijds het toezicht en anderzijds statistische doeleinden op elkaar te laten aansluiten. Ook blijft het ESCB de statistische behoeften onderzoeken die voortkomen uit de financiële beroering. Deze middellangetermijnsstrategie vergt nog intensievere samenwerking tussen alle betrokken partijen, dat wil zeggen de statistiekafdelingen van de nationale centrale banken en de ECB, alsook hun externe partners zoals statistiekbureaus, toezichthouders en vertegenwoordigers van de financiële sector.

#### **4.3 DE MIDDELLANGE-TERMIJNPLANNING VAN DE STATISTISCHE FUNCTIE VAN DE ECB (2009-12).**

In juli 2008 is de middellange-termijnplanning van de statistische functie van de ECB (2009-2012) op de website van de ECB gepubliceerd.<sup>23</sup> Het is de uitkomst van een uitvoerige analyse en heeft tot doel de verzameling en samenstelling van statistieken voor het eurogebied nog efficiënter en doelmatiger te doen verlopen, teneinde met de geboekte efficiëntiewinst enkele nog resterende lacunes op te vullen. De verbeteringen zullen naar verwachting worden aangebracht in onder meer de volgende vorm: i) meer gedetailleerde statistieken betreffende de aanhouding van effecten, ii) verbeterde gegevens over kredietderivaten, iii) de samenstelling van tijdige kwartaalstatistieken betreffende verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen en iv) verbeterd hergebruik van de beschikbare micro-economische gegevens voor statistische doeleinden. Tot deze laatste behoren onder meer gegevens afgeleid

<sup>22</sup> [www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinance-statisticsguide200812en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinance-statisticsguide200812en.pdf)

<sup>23</sup> [www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html)

## 5 ECONOMISCH ONDERZOEK

De voornaamste taken van het bij de ECB dan wel binnen het Eurosysteem verrichte onderzoek zijn: bij te dragen aan de totstandkoming van beleidsadviezen inzake het monetaire beleid en andere taken van het Eurosysteem en de daartoe geëigende modellen en analytische instrumenten te ontwerpen en toe te passen; econometrische modellen ten behoeve van economische prognoses te onderhouden en in te zetten, en de effecten van verschillende beleidsalternatieven onderling te vergelijken; en van gedachten te wisselen met de academische gemeenschap, bijvoorbeeld door onderzoeksresultaten te publiceren in gerenommeerde wetenschappelijke tijdschriften en door wetenschappelijke conferenties te organiseren.

### 5.1 PRIORITEITEN EN RESULTATEN VAN WETENSCHAPPELIJK ONDERZOEK

Het economisch onderzoek bij de ECB wordt decentraal verricht: alle bedrijfsonderdelen kunnen al naar gelang de behoefte en aanwezige deskundigheid onderzoeksprojecten uitvoeren. Het Directoraat-Generaal Onderzoek verricht eigen onderzoek van hoge kwaliteit coördineert de overige onderzoeksactiviteiten. Het directoraat levert de voorzitter van het Coördinatiecomité Onderzoek, dat het onderzoek bij de ECB afstemt op de behoeften van de instelling. Het Comité stelt elk jaar een aantal prioriteitgebieden vast.

Voor 2008 waren de volgende onderwerpen als aandachtsgebieden aangemerkt: prognoses en modelontwikkeling, verbetering van de monetaire-beleidsanalyse, beter begrip van het transmissiemechanisme van het monetaire beleid, financiële stabiliteit, de efficiëntie van het Europese financiële stelsel en tot slot internationale en begrotingszaken.

Op het gebied van prognoses en modelontwikkeling is een aantal lopende projecten in 2008 voortgezet en zijn enkele nieuwe van start gegaan. Het New Area-Wide Model (NAWM) werd voor het eerst gebruikt voor de projecties, en wel in de opbouw van

de centrale projecties en bij scenario-analyses. Het model van Christiano, Motto en Rostango werd verder ontwikkeld en gebruikt voor beleidsonderzoek naar het gedrag van financiële markten. Beide zijn voorbeelden van dynamisch-stochastische algemene evenwichtsmodellen (DSGE-modellen), die steeds vaker worden gebruikt voor de beleidsbepaling van centrale banken. Ook zijn intern DSGE-modellen ontwikkeld ten behoeve van specifieke beleidskwesties. In 2006-2007 gestart onderzoek naar een voorspellingsinstrumentarium voor de korte-termijn werd in 2008 bekroond met de ingebruikneming van deze modellen voor de reguliere economische evaluatie en beleidsvoorbereiding. Het werk aan bestaand en nieuw voorspellingsinstrumentarium gaat ook in 2009 door.

In de loop van 2008 is een nieuwe methode voor de vaststelling van projectiemarges ingevoerd die is toegepast bij de in september en december gepubliceerde interne macro-economische projecties van de ECB en het Eurosysteem. Ook in 2009 zal de toepassing van deze nieuwe methodiek de aandacht voor het onderwerp voorspellingsonzekerheid stimuleren.

Het monetair-analytisch onderzoek richtte zich speciaal op ontwikkeling en gebruik van kwantitatieve methoden, met name op de ontwikkeling van kwalitatief hoogwaardige instrumenten voor de voorbereiding van beleidsbeslissingen. Het werk betrof vooral de ontwikkeling van op monetaire gegevens gebaseerde indicatormodellen voor de inflatie en de analyse van de geldvraag, en daarnaast het opstellen van monetaire scenario's vanuit een structureel perspectief. In dit verband werd veel gebruikgemaakt van het model van Christiano, Motto en Rostagno. Bijzondere aandacht ging uit naar de toetsing met behulp van verschillende structuurmodellen en andere instrumenten.

Met betrekking tot het mechanisme van de monetaire-beleidstransmissie heeft het Onderzoeksnetwork Loondynamiek, een netwerk van onderzoekers van het ESCB, de resultaten van zijn werk gepresenteerd op een conferentie



in juni 2008. Het Netwerk onderzoekt op macro- en microniveau de kenmerken en oorzaken van de loondynamiek in het eurogebied en de samenhang daarvan met de prijzen. Een bijzondere activiteit van het Netwerk in 2008 was een in 17 landen gehouden enquête over lonen, arbeidskosten en prijsvormingsgedrag op ondernemingsniveau.

De enquête over financiën en consumptie van huishoudens in het eurogebied (zie paragraaf 4 van dit hoofdstuk) dat door een netwerk van het Eurosysteem is voorbereid, zal informatie op micro-niveau vergaren over een breed scala aan beslissingen van huishoudens over de aanschaf van reële en financiële activa, het aangaan van schuld, risico-oriëntatie, werkgelegenheid, inkomen, pensioen, intergeneratie-overdrachten, schenkingen, consumptie en besparingen. De enquête gaat naar verwachting begin 2009 in een aantal eurolanden van start. Het ligt in de verwachting dat geanonimiseerde gegevens op microniveau betreffende financiën en consumptie van huishoudens op termijn ook voor de wetenschappelijke wereld beschikbaar zullen komen. Een verwant onderzoek inzake financiën en consumptie van huishoudens werd in september 2008 gepresenteerd op een conferentie georganiseerd door het Center for Financial Studies en de ECB. Andere binnen dit aandachtsgebied geanalyseerde onderwerpen waren het communicatiebeleid van centrale banken, het monitoren van financiële markten, de rol van banken en krediet binnen het monetaire transmissiemechanisme, en heterogeniteit binnen het eurogebied vanuit diverse perspectieven.

Voorts is, met name in het kader van de werkzaamheden ten behoeve van het Financial Stability Review van de ECB, onderzoek gedaan naar kwesties van financiële stabiliteit en de invloed daarvan op het monetaire beleid. Het financiële stelsel werd daarbij geanalyseerd vanuit twee invalshoeken, te weten de mate van integratie en de ontwikkeling van de kapitaalmarkten. Ook de interactie tussen krediet- en marktrisico kwam hierbij aan bod.

Op het gebied van onderzoek naar betalings- en effectenvereveningssystemen heeft de ECB tezamen met diverse belanghebbende centralebankmedewerkers (van de Bank of England, de Reserve Bank van Australië, de Federal Reserve Bank van New York en die van Chicago, de Bank of Canada en de Nederlandsche Bank) en academici een informeel Payment Economics Network gevormd. Dit Netwerk streeft naar profilering van het onderzoek naar betalings- en effectenvereveningssystemen en versterking van de banden tussen onderzoek en praktijk op dat terrein. Op de website<sup>24</sup> van het Netwerk staan links naar working papers, relevante beleidsdocumenten, gegevens over komende en voorbije conferenties, en informatie over onderzoeksprojecten op dit terrein.

Binnen het prioriteitsgebied ‘internationaal’ stonden de mondiale onevenwichtigheden – het thema van een top-seminar gehouden in 2008 – en de internationale rol van de euro centraal. Daarbij ging de aandacht vooral uit naar de relatie tussen valutakeus bij facturering (currency invoicing) en de doorwerking van wisselkoersen. De resultaten van dit werk zullen worden geïntegreerd in het rapport ‘Review of the international role of the euro’. In het kader van deze onderzoeksprioriteit is het nieuwe model voor het eurogebied uitgebreid met een internationale module.

## **5.2 VERSPREIDING VAN ONDERZOEKSRESULTATEN: PUBLICATIES EN CONFERENTIES**

Evenals in voorgaande jaren is onderzoek van ECB-medewerkers gepubliceerd in de series Working Papers en Occasional Studies van de ECB. In 2008 zagen 141 Working Papers en 22 Occasional Studies het licht. Van de Working Papers werden er 116 geheel of gedeeltelijk door ECB-medewerkers geschreven, veelal in samenwerking met economen werkzaam binnen het Eurosysteem; de overige waren van de hand van externe deelnemers aan conferenties en

<sup>24</sup> [www.paymenteconomics.org](http://www.paymenteconomics.org)

workshops wier onderzoek plaatsvond in het kader van onderzoeksnetwerken of die voor langere tijd aan de ECB waren verbonden in het kader van een onderzoeksproject. Zoals thans gebruikelijk is, zullen de meeste van deze publicaties naar verwachting uiteindelijk worden opgenomen in toonaangevende wetenschappelijke tijdschriften. In 2008 hebben medewerkers van de ECB ruim 30 artikelen in wetenschappelijke tijdschriften gepubliceerd.

Het Research Bulletin is een periodieke publicatie van de ECB waarmee onderzoek van meer algemeen belang onder een breed publiek wordt verspreid. In 2008 besteedde het Bulletin vooral aandacht aan de beroering op de kredietmarkten, kenmerken van de conjunctuur in het eurogebied, onroerend vermogen en consumptie, en regionale inflatiedynamiek.

De ECB is opgetreden als organisator of medeorganisator van rond 15 conferenties of workshops over wetenschappelijke onderwerpen. Bij de gezamenlijk georganiseerde conferenties waren het CEPR en andere centrale banken, al dan niet van het Eurosysteem, betrokken. Voorts is een groot aantal workshops en seminars gehouden om onderzoeksresultaten onder de aandacht te brengen binnen de ECB zelf. Evenals in voorgaande jaren richtten de meeste conferenties en workshops zich op één specifieke onderzoeksprioriteit; de programma's van deze bijeenkomsten en de daar gepresenteerde papers zijn beschikbaar via de website van de ECB.

De conferenties en workshops bestreken een breed scala aan onderwerpen. Zeven ervan betroffen financiële thema's: twee gingen over de gevolgen van de financiële beroering, waarvan één mede onder auspiciën stond van de Federal Reserve Bank van Chicago, en een derde handelde over financiële integratie. De overige behandelden diverse aspecten van het functioneren van de retailmarkt voor geldtransfers en elektronische betalingen. De in juni 2008 gehouden vijfde conferentie van het International Research Forum on Monetary Policy (mede onder auspiciën van de Federal Reserve Board en de universiteiten van

Georgetown en Frankfurt) was gewijd aan de analyse van monetaire-beleidskwesties. Andere conferenties gingen in op data-gerelateerde kwesties (onder co-sponsorschap van de CEPR via het Euro Area Business Cycle Network), arbeidsmarkten en de eerste tien jaar van de euro.

Een aanvullend mechanisme voor de verspreiding van onderzoeksresultaten bestond in reeksen seminars, waaronder twee van bijzonder belang, te weten de gezamenlijk met de Deutsche Bundesbank en het Centre for Financial Studies georganiseerde Joint Lunchtime Seminars en de Invited Speaker Seminars. In elke van deze reeksen wordt bij de ECB wekelijks een seminar gehouden waarvoor externe onderzoekers worden uitgenodigd om over hun recente werk te spreken. Verder organiseert de ECB eenmalige 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 de artikelen 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, de overheidssector van andere lidstaten en de instellingen en organen van de Gemeenschap. 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.

De voor 2008 uitgevoerde controle op basis van informatie die door de 27 nationale centrale banken van het ESCB en de ECB werd verstrekt, bevestigt dat, op één uitzondering na, de bepalingen van de artikelen 101 en 102 van het Verdrag en de daarmee

samenhangende Raadsverordeningen tijdens de beschouwde periode in het algemeen werden nageleefd.

De Nederlandsche Bank meldde een voorschot in rekening-courant binnen de werkdag, dat aanleiding gaf tot een inbreuk op het door het Verdrag opgelegde verbod op monetaire financiering. Die inbreuk bleef beperkt tot één dag en werd onmiddellijk rechtgezet.

### 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.<sup>25</sup> Raadpleging van de ECB is ook verplicht wanneer een concept wetsinstrument conform een versnelde procedure wordt aangenomen. Verder zou de aanneming van wetgeving zeer kort na een consultatieverzoek slechts in uitzonderlijke gevallen, zoals de huidige periode van marktturbulentie, mogen worden toegestaan. Alle adviezen van de ECB worden op de website van de ECB gepubliceerd.

In 2008 heeft de ECB 92 adviezen uitgebracht waarvan elf in reactie op consultaties van instellingen van de EU en 81 in reactie op consultaties van nationale autoriteiten, tegen een totaal van 43 adviezen in 2007. Een overzicht van de in 2008 en begin 2009 uitgebrachte adviezen is als bijlage in dit Jaarverslag opgenomen.

Voor de navolgende door de ECB op verzoek van de Raad van de EU uitgebrachte adviezen zijn het vermelden waard.

<sup>25</sup> 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, bld. 87) geldt de verplichting tot raadpleging van de ECB niet voor het Verenigd Koninkrijk.

De ECB heeft advies<sup>26</sup> uitgebracht over een voorstel tot wijziging van de Finaliteitsrichtlijn<sup>27</sup> en de Richtlijn betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten<sup>28</sup>. De wijzigingen hebben betrekking op de bescherming krachtens de Finaliteitsrichtlijn van afwikkeling gedurende de nacht en gekoppelde systemen gezien de verwachte toename van de operationele verbondenheid tussen de systemen als gevolg van de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten en de Europese gedragscode voor clearing en afwikkeling. Onder de categorieën financieel onderpand die krachtens de Richtlijn betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten mogen worden verstrekt vallen volgens het voorstel ook kredietvorderingen die gebruikt kunnen worden voor zekerheidsstelling van krediettransacties van centrale banken om het gebruik ervan overal binnen de EU te vergemakkelijken. In haar advies neemt de ECB met instemming kennis van het voorstel; verder stelt zij met name voor dat de definitie van ‘systeem’ tevens krachtens wetsinstrumenten van de ECB opgerichte systemen zou moeten omvatten en dat het de ECB toegestaan zou moeten worden dergelijke systemen zelf aan te wijzen. Verder heeft de ECB voorgesteld kredietvorderingen in de reikwijdte van de Richtlijn betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten op te nemen op basis van een algemene definitie waarin geen verband gelegd wordt met hun beleenbaarheid bij centrale banken, en aanbevolen dat enkele elementen in de regelgeving aangaande conflictenrecht met betrekking tot kredietvorderingen binnen de EU geharmoniseerd worden.

Verder is de ECB geraadpleegd over een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van de Richtlijn Kapitaalvereisten<sup>29</sup> met betrekking tot aan centrale instellingen gelieerde banken en bepaalde bestanddelen van het eigen vermogen.

De ECB heeft advies<sup>30</sup> uitgebracht ten aanzien van een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van de Richtlijn betreffende elektronisch geld<sup>31</sup> die beoogt de markt voor de uitgifte van elektronisch geld te ontsluiten via instellingen

voor elektronisch geld. De ECB steunde de wijziging maar uitte haar grote zorg over het wijzigen van de aard van deze instellingen in die van ‘financiële instellingen’, zoals voorzien wordt in de herschikte Richtlijn 2006/48/EG,<sup>32</sup> aangezien dit verstrekkende gevolgen zou hebben voor de monetaire-beleidsvoering. Ook vanuit een toezichtoogpunt geeft de voorgestelde richtlijn reden tot zorg, omdat het toezichtregime voor instellingen voor elektronisch geld hierdoor verlicht wordt terwijl het gebied waarop deze instellingen activiteiten mogen ontplooiën tegelijkertijd wordt uitgebreid.

Wat de Lamfalussy-benadering betreft,<sup>33</sup> is de ECB, als onderdeel van het proces waarbij de reikwijdte van de taken van de Level 3-Comités (het Committee of European Banking Supervisors (CEBS), het Committee van European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) en het Committee of European Securities Regulators (CESR)) verklaard en uitgebreid wordt, geraadpleegd over een ontwerpbesluit van de Commissie tot instelling van het CEBS, dat Besluit 2004/10<sup>34</sup> van de Commissie vervangt. In haar advies<sup>35</sup>

26 CON/2008/37.

27 Richtlijn 98/26/EC van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssysteem, PB L 166, 11.6.1998, blz. 45.

28 Richtlijn 2002/47/EC van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, PB L 168, 27.6.2002, blz. 43.

29 De Richtlijn Kapitaalvereisten bestaat uit Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking), PB L 177, 30.6.2006, bld.1 en Richtlijn 2006/49/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (herschikking), PB L 177, 30.6.2006, blz. 201.

30 CON/2008/84.

31 Richtlijn 2000/46/EC van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000 betreffende de toegang tot, de uitoefening van en het bedrijfseconomisch toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld, PB L 275, 27.10.2000, blz. 39.

32 Zie de artikelen 4(1) en (5) van Richtlijn 2006/48/EC, zoals in voetnoot 29 geciteerd.

33 Voor nadere informatie wordt verwezen naar Paragraaf 2 van Hoofdstuk 4.

34 Besluit van de Commissie 2004/10 van 5 november 2003 tot instelling van het Europees Comité voor het bankwezen, PB L 3, 7.1.2004, blz. 36.

35 CON/2008/63.

heeft de ECB met instemming kennis genomen van de voorgestelde wijzigingen en onderstreept dat de specifieke opmerkingen mogelijke toekomstige bijdragen tot het bredere debat onverlet laten, bijvoorbeeld ten aanzien van de door Jacques de Larosière voorgezeten high-level groep. De ECB stelde enkele wijzigingen op het ontwerpbesluit voor, met name betreffende de betrokkenheid van de ECB en het Comité voor Banktoezicht bij bepaalde taken van het CEBS. De ECB heeft aanbevolen te verzekeren dat de bepalingen van het ontwerpbesluit en die van het CEBS-handvest betreffende stemprocedures op elkaar aansluiten, en heeft geopperd dat de Commissie deze opmerkingen waar toepasselijk in aanmerking neemt in de ontwerpbesluiten van de andere twee Level 3-Comité's, waarbij de ECB niet geraadpleegd wordt.

Verder heeft de ECB advies<sup>36</sup> uitgebracht over een voorstel voor een verordening betreffende grensoverschrijdende betalingen die Verordening (EG) nr 2560/2001<sup>37</sup> vervangt. Hoewel de ECB met instemming kennis heeft genomen van de opname van grensoverschrijdende incasso's in de nieuwe verordening, waarschuwde zij dat zorgvuldig gekeken moet worden naar aangelegenheden die de betalingsbalansrapportage betreffen. In dit kader is het van essentieel belang dat voldaan wordt aan de gebruikerseisen met betrekking tot de betalingsbalansstatistieken voor het eurogebied en voor de afzonderlijke landen, en dat de tijdige totstandkoming van SEPA gewaarborgd wordt. De ontwikkeling van SEPA houdt in dat systemen voor betalingbalansrapportage die hoofdzakelijk gebaseerd zijn op betalingsgegevens niet kunnen worden gehandhaafd, omdat zij voor betalingen in euro binnen de EU bestemd zijn. De hervorming van dergelijke systemen houdt weliswaar lagere rapportageverplichtingen voor banken in, maar ook een toename van de rapportagelast voor niet-banken, die zoveel mogelijk beperkt zou moeten blijven. Ook dient te worden verzekerd dat het mogelijk blijft betalingsbalansstatistieken samen te stellen met de hoge betrouwbaarheid, frequentie en

tijdigheid die vereist zijn voor de monetaire beleidsvoering van de ECB.

De ECB heeft advies<sup>38</sup> uitgebracht over wijzigingen van de Richtlijn betreffende depositogarantiestelsels<sup>39</sup> die beogen het vertrouwen van de depositohouders te vergroten door het minimumdekkingsniveau van depositogarantiestelsels te verhogen en de uitbetalingstermijnen te beperken. De ECB steunde deze oogmerken, en benadrukte dat de geloofwaardigheid van depositogarantiestelsels gehandhaafd dient te worden door efficiënte operationele processen in te voeren voor de verificatie van vorderingen en de betaling aan depositohouders, door te garanderen dat voldoende middelen beschikbaar zijn, en de depositohouders bewuster te maken van de voorwaarden van depositobescherming. Mogelijke regelingen moeten voldoen aan het verbod op monetaire financiering uit Verdragsartikel 101.<sup>40</sup> De ECB verwacht in 2009 een verdere bijdrage tot werkzaamheden op dit gebied te kunnen leveren.

De ECB is wederom door nationale autoriteiten geraadpleegd over aangelegenheden die de nationale centrale banken betreffen, met name wijzigingen van de statuten van de Belgische, Bulgaarse, Tsjechische, Duitse, Estse, Spaanse, Luxemburgse, Hongaarse, Roemeense en Zweedse nationale centrale banken.<sup>41</sup> Met betrekking tot een voorstel tot wijziging van de Wet betreffende de Deutsche Bundesbank stelde de ECB dat een nationale centrale bank

36 CON/2009/1.

37 Verordening (EC) nr 2560/2001 van het Europees Parlement en de Raad van 19 december 2001 betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro, PB L 344, 28.12.2001, blz. 13.

38 CON/2008/70.

39 Richtlijn 94/19/EC van het Europees Parlement en van de Raad van 30 mei 1994 betreffende depositogarantiestelsels, PB L 135, 31.5.1994, blz. 5.

40 Geïnterpreteerd conform Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93 van 13 december 1993 tot vaststelling van de definities voor de toepassing van de in artikel 104 en artikel 104b, lid 1, van het Verdrag vastgelegde verbodsbepalingen, PB L 332, 31.12.1993, blz. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82 [MT], CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 en CON/2008/34.

niet door een lidstaat gehinderd mag worden bij het werven en behouden van het personeel dat benodigd is om die nationale centrale bank in staat te stellen de door het Verdrag en de Statuten van het ESCB opgedragen taken onafhankelijk uit te voeren, en dat een nationale centrale bank niet in een positie gebracht mag worden waar de overheid invloed kan uitoefenen op haar personeelsbeleid.<sup>42</sup> De ECB heeft aangegeven dat zij herziening van de voorgestelde wijzigingen zou toejuichen, waardoor de bevoegdheden van de Directie van de Deutsche Bundesbank uitgebreid zouden worden met de mogelijkheid personeelsregelingen in te voeren. Wat de voorgestelde wijzigingen van de statuten van de Banca Națională a României betreft was de ECB van mening dat de onafhankelijkheid van de centrale bank hierdoor fors beperkt zou worden, met name door de bepaling dat het jaarverslag van de Banca Națională a României door het parlement goedgekeurd zou moeten worden en de mogelijkheid dat de medewerkers van de centrale bank persoonlijk aansprakelijk gehouden zouden worden voor verliezen.<sup>43</sup> In haar advies betreffende de financiële onafhankelijkheid van Sveriges Riksbank met betrekking tot haar kapitaalstructuur en winstverdeling, benadrukte de ECB dat Zweden verplicht werd de nodige aanpassingen in te voeren om te voldoen aan de bepalingen van het Verdrag en de Statuten van het ESCB met betrekking tot de onafhankelijkheid van centrale banken toen het ESCB op 1 juni 1998 werd opgericht.<sup>44</sup> Verder heeft de ECB onderstreept dat elke wetswijziging gericht moeten zijn op geleidelijke harmonisering met de normen van het Eurosysteem. Daarnaast heeft de ECB op eigen initiatief advies uitgebracht over de hervorming van het Griekse sociale-zekerheidsstelsel, omdat zij van mening was dat de voorgestelde bepalingen de status van de Bank of Greece als onafhankelijke autoriteit zouden kunnen aantasten.<sup>45</sup> Doordat het pensioenfonds van de Bank of Greece in een staatspensioenfonds is opgegaan is de Bank verplicht 15 jaar lang een jaarlijks bedrag van €23 miljoen af te dragen. Gezien de desbetreffende wetsbepalingen zou het gerechtvaardigd zijn de mogelijke consequenties voor de onafhankelijkheid van

de centrale bank, waaronder de financiële onafhankelijkheid, en het verbod op monetaire financiering tegen het licht te houden.

De ECB is tweemaal door Luxemburg geraadpleegd over een wetsvoorstel ter verbetering van het wetgevingskader voor Luxemburg als financieel centrum en ter wijziging van de wet betreffende de monetaire status en de Banque centrale du Luxembourg.<sup>46</sup> In de adviezen werd met instemming kennisgenomen van de versterking van de rol van de Banque centrale du Luxembourg met betrekking tot de financiële stabiliteit en de invoering van een wettelijke basis voor de in noodgevallen mogelijke verlening van liquiditeitssteun door de Bank.

Op het gebied van betalings- en afwikkelingssystemen is de ECB door Polen geraadpleegd over een wetsvoorstel tot wijziging van de wet op de handel in financiële instrumenten en andere wetgeving.<sup>47</sup> Conform eerdere adviezen dienaangaande heeft de ECB speciale bepalingen aanbevolen betreffende de bevoegdheid van de nationale centrale bank op het gebied van het toezicht op betalings- en afwikkelingssystemen.

Met betrekking tot het financiële toezicht heeft Finland de ECB geraadpleegd over een conceptwetsvoorstel aangaande de integratie van het toezicht op financiële instellingen en op verzekeraars.<sup>48</sup> De ECB steunde versterking van de toezichtstructuur, maar benadrukte de noodzaak van waarborgen voor begrotingsafspraken, het vergoedingsmechanisme, accountantscontroles en rapportages. Conform eerdere adviezen op dit gebied stelde de ECB dat samenwerking en informatie-uitwisseling tussen toezichthouders en centrale banken van het grootste belang zijn voor het uitoefenen van macro-prudentieel

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 en CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

toezicht en het toezicht op betalingssystemen. Op het gebied van financiële stabiliteit is de ECB door Polen geraadpleegd over een wetsvoorstel tot wijziging van de wet op het bankgarantiefonds.<sup>49</sup> De ECB heeft de criteria geherformuleerd waaronder de nationale centrale banken krediet mogen verlenen aan nationale depositogarantieregelingen en het belang benadrukt van het effectief coördineren van dergelijke regelingen.

In verband met de wereldwijde financiële crisis heeft de ECB een groot aantal adviezen<sup>50</sup> uitgebracht over nationale reddingsoperaties in de vorm van staatsgaranties, de herkapitalisatie van noodlijdende banken, de aankoop van bancaire activa en depositogarantieregelingen. In dit kader heeft de ECB het belang onderstreept van een gecoördineerde benadering die strookt met het op 12 oktober 2008 door de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied aangenomen gezamenlijke actieplan alsmede met communautaire wetgeving (met name de bepalingen betreffende staatshulp), en benadrukt dat de rol van de staat als aandeelhouder in de tijd beperkt moet zijn.<sup>51</sup>

Wat de invoering van de euro in Slowakije betreft is ECB door Slowakije geraadpleegd over nationale conceptwetgeving betreffende in beide valuta's getoonde prijzen en afrondingsregels.<sup>52</sup> De ECB wees op het belang van de beginselen van prijsneutraliteit en de continuïteit van wetsinstrumenten en heeft een benadering aanbevolen die strookte met vergelijkbare gevallen met betrekking tot methodologieën en afrondingspraktijken.

Vanaf 2008 wordt in het Jaarverslag informatie opgenomen omtrent duidelijke en belangrijke gevallen waarin niet is voldaan aan de verplichting de ECB te raadplegen over voorgenomen nationale en communautaire conceptwetgeving. Afgezien van de hervorming van het Griekse sociale-zekerheidsstelsel, waarbij zoals eerder beschreven de ECB op eigen initiatief advies heeft uitgebracht, hebben zich in 2008 zes

gevallen voorgedaan waarbij de ECB niet werd geraadpleegd over nationale wetsvoorstellen.

In twee afzonderlijke gevallen hebben de Bulgaarse en Cypriotische autoriteiten nagelaten de ECB te raadplegen over wetsbepalingen die redenen bevatten voor ontslag van de centrale-bankpresident, naast die van de Statuten van het ESCB. De Bulgaarse wet van 16 oktober 2008 betreffende het voorkomen en het melden van tegenstrijdige belangen voorziet erin dat het niet naleven van de bepalingen ervan en het bestaan van tegenstrijdige belangen gronden zijn voor het ontslag van staatsambtenaren waaronder de President, de Vice-President en de leden van de Raad van Bestuur van Българска народна банка (Bulgaarse centrale bank). De Cypriotische wet schrijft beperkingen voor met betrekking tot bepaalde economische activiteiten en voordelen; niet-naleving daarvan is een grond voor ontslag van de President van de Central Bank of Cyprus. Als de ECB was geraadpleegd zou zij belangrijke kritische aantekeningen hebben gemaakt bij de verenigbaarheid van deze bepalingen met artikel 14.2 van de Statuten van het ESCB.

De ECB is niet door de Franse autoriteiten geraadpleegd over twee wijzigingen van de concept-wet betreffende de modernisering van de economie waardoor de statuten van de Banque de France verder vereenvoudigd worden doordat onder meer het monetaire comité van haar Algemene Raad opgeheven wordt en de President verantwoordelijk wordt voor omzetting van de richtlijnen van de ECB. Hoewel de ECB geen bezwaar zou hebben gehad tegen deze institutionele wijzigingen, had zij moeten worden

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 en CON/2008/92.

51 Nadere informatie is te vinden in Hoofdstuk 5.

52 CON/2008/23, CON/2008/25 en CON/2008/27.

geraadpleegd omdat de bepalingen betrekking hebben op de Banque de France.

De Nederlandse autoriteiten hebben verzuimd de ECB te raadplegen over de wet ter wijziging van de Wet op het financieel toezicht. De wet stelt dat De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten onder uitzonderlijke omstandigheden tijdelijke regels mogen invoeren om de stabiliteit van de financiële sector te bevorderen. In een brief aan de Nederlandse Minister van Financiën heeft de ECB opgemerkt dat de concept-wetgeving betrekking had op een nationale centrale bank en op regels die van toepassing zijn op financiële instellingen die de stabiliteit van financiële instellingen en markten aanzienlijk beïnvloeden, en dat de ECB daarom had moeten worden geraadpleegd.

De ECB is niet geraadpleegd door de Portugese autoriteiten over drie wetsbepalingen die in het kader van de financiële turbulentie zijn aangenomen. In één daarvan worden aan de Banco de Portugal taken gedelegeerd zoals de beoordeling van de verzoeken van kredietinstellingen om hun eigen vermogen te mogen uitbreiden en het toezicht op naleving van herkapitalisatieplannen. Conform de overige twee wetten staat de Portugese Staat garant voor de financiering van in Portugal gevestigde kredietinstellingen, waarbij de Banco de Portugal één van de autoriteiten is die verantwoordelijk is voor de beoordeling van financieringsverzoeken en het toezien op de uitvoering van dergelijke staatsgaranties. Aangezien de aangenomen wetgeving betrekking heeft op een nationale centrale bank en regels behelst die van toepassing zijn op financiële instellingen die de stabiliteit van financiële instellingen en markten aanzienlijk beïnvloeden, had de ECB moeten worden geraadpleegd.

De ECB is niet geraadpleegd door de Roemeense autoriteiten met betrekking tot concept-wetsbepalingen waarmee Richtlijn 2006/43/EG betreffende de controle van jaarrekeningen en geconsolideerde rekeningen in de Roemeense wet wordt omgezet. Hoewel het hier ging om de omzetting van een communautaire Richtlijn, had

de ECB geraadpleegd moeten worden aangezien de bepalingen betrekking hebben op de Banca Națională a României.

### **6.3 HET BEHEER VAN DE KREDIETTRANSACTIES VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAP**

Krachtens artikel 123, lid 2, van het Verdrag en artikel 8 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 2008 heeft de ECB een hoofdsom ontvangen van schuldeisers van de Gemeenschap en het bedrag van de lening aan het debiteurenland (Hongarije) uitbetaald. Het totale bedrag van de uitstaande leningen van de Gemeenschap aan Hongarije per ultimo december 2008 bedroeg €2 miljard (ter vergelijking: per ultimo 2007 waren er geen uitstaande saldi).

### **6.4 DIENSTEN VAN HET EUROSISTEEM INZAKE RESERVEBEHEER**

In 2008 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 2008 een zakelijke relatie met het Eurosysteem onderhield, bleef in 2008 stabiel. Met betrekking tot de dienstverlening zelf deed zich een forse toename van de totale



saldi op de geld- en effectenrekeningen van cliënten voor, vooral in de tweede helft van het jaar. Nadat een klanttevredenheidsonderzoek in 2007 had uitgewezen dat de cliënten over het geheel genomen tevreden waren begon het Eurosysteem in 2008 met werkzaamheden om het door het kader geboden scala van diensten en de geboden kwaliteit verder te verbeteren.





Training van kassiers bij Suomen Pankki – Finlands Bank in Helsinki, september 2001

## HOOFDSTUK 3

# TOETREDING VAN SLOWAKIJE TOT HET EUROGEBIED

## I ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN SLOWAKIJE

Op 8 juli 2008 nam de ECOFIN-Raad een besluit inzake de toetreding, op 1 januari 2009, van Slowakije tot het eurogebied, waardoor het aantal eurolanden van 15 naar 16 werd gebracht. Het besluit van de Raad was gebaseerd op de door de ECB en de Europese Commissie in mei 2008 voorbereide convergentieverslagen, en volgde op discussies door de EU-Raad in de samenstelling van staatshoofden of regeringsleiders, een advies van het Europees Parlement en een voorstel van de Europese Commissie. Op dezelfde dag stelde de ECOFIN-Raad een verordening vast waarbij de conversiekoers tussen de Slowaakse kroon en de euro onherroepelijk werd vastgesteld op SKK 30,1260, de spilkoers van het ERM II op het ogenblik van de beslissing. Op de dag dat de conversiekoers werd bepaald, werd de Slowaakse kroon dicht bij die koers verhandeld. Tijdens de deelname van de Slowaakse kroon aan het ERM II, vanaf 28 november 2005, werd de spilkoers ervan tweemaal gerevalueerd ten opzichte van de euro, met 8,5% in maart 2007 en met 17,6472% in mei 2008.

De Slowaakse economie heeft de afgelopen jaren zeer fors aangetrokken, na een periode van slabakkende economische groei, met minder dan 2%, aan het einde van de jaren negentig. De verbetering van de groeieresultaten over de laatste tien jaar werd geschraagd door diepgaande structurele hervormingen en de daaruit voortvloeiende aanzienlijke invoer van buitenlands kapitaal. De reële bbp-groei bereikte in 2007 een hoogtepunt van ruim 10%, waarna een meer gematigde groei volgde met 6,4% in 2008 (zie Tabel 13). De economische resultaten van Slowakije tijdens de afgelopen paar jaar waren grotendeels het gevolg van het sterk verbeterde productievermogen, inzonderheid in de industriële sector. De meeste nieuwe bedrijven, die geconcentreerd zijn in de auto-industrie en in de elektronica-branche, zijn uitvoergericht. Wat de externe omgeving betreft, heeft Slowakije gedurende het grootste gedeelte van het afgelopen decennium grote tekorten laten optekenen op de gecombineerde lopende en kapitaalrekening. Die tekorten werden evenwel grotendeels gefinancierd door de instroom van buitenlandse directe

investeringen, waarbij de schuldenscheppende stromen slechts een secundaire rol speelden. In de eerste helft van het decennium veroorzaakten grootschalige investeringsprojecten aanvankelijk een verslechtering van de saldi op de lopende en kapitaalrekening, als gevolg van met name de invoer van nieuwe technologieën. Dat effect bleek evenwel tijdelijk te zijn, vermits aanzienlijke verbeteringen in het uitvoervermogen van de industrie bijdroegen tot een verkleining van die tekorten. Het tekort op de lopende en kapitaalrekening is over de afgelopen vijf jaar op gemiddeld 5,5% bbp uitgekomen.

Het inflatieverloop van de Slowaakse economie bleek tijdens het afgelopen decennium vrij volatiel. Dat was in hoge mate toe te schrijven aan wijzigingen in de door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen. Na een periode van hoge inflatie, liep de jaarlijkse HICP-inflatie vanaf 2004 geleidelijk terug, tot een dieptepunt van 1,9% in 2007, ondanks een tijdelijke stijging in 2006. Die daling volgde op de goedkeuring, door de Národná banka Slovenska, van een kader voor "inflation targeting". De matiging van de inflatie werd in de hand gewerkt door de geleidelijke appreciatie van de Slowaakse kroon ten opzichte van de euro. Vervolgens ging de Slowaakse HICP-inflatie opnieuw stijgen, tot een piek van 4,5% in september 2008, in hoge mate als gevolg van het verloop van de mondiale energie- en voedselprijzen. Tegen de achtergrond van de significante daling van de internationale grondstoffenprijzen, begonnen de inflatiecijfers tijdens de laatste paar maanden van 2008 en begin 2009 opnieuw terug te lopen. Over heel 2008 kwam de HICP-inflatie op 3,9% uit.

Ondanks flinke verbeteringen, blijven op de arbeidsmarkt aanzienlijke structurele rigiditeiten bestaan. Aan het begin van dit decennium verbeterde de situatie op de arbeidsmarkt niet, ondanks de vrij robuuste economische groei. Daar kwam in 2004 verandering in, toen in het vlak van de belastingen, de sociale uitkeringen en de arbeidsmarkt ingrijpende hervormingen ten uitvoer werden gelegd

**Tabel 13 Belangrijkste economische indicatoren voor Slowakije**

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reële bbp-groei	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei (procentpunten)</i>										
Binnenlandse vraag, met uitzondering van voorraden	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Netto uitvoer	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
HICP-inflatie <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Loonsom per werknemer	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominale arbeidskosten per eenheid product (gehele economie)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Invoerdeflator (goederen en diensten)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Saldo van lopende en kapitaalrekening (% bbp)	..	..	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Totale werkgelegenheid	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Overheidssurplus (+)/deficit (-)	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Bruto overheidsschuld	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
Driemaands rente (% per jaar) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Rendementen op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) <sup>1)</sup>	..	..	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Wisselkoers t.o.v. de euro <sup>1)2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Bronnen: ECB en Eurostat.

1) Periodegemiddelde.

2) Slowaakse kroon per euro.

die, samen met de daaruit voortvloeiende omvangrijke toevoer van buitenlands kapitaal, bijdroegen tot een aanzienlijke banencreatie. Het werkloosheidscijfer ging ook naar beneden vanwege de emigratie van arbeiders na de toetreding van Slowakije tot de EU in mei 2004. Ondanks die verbeteringen, bleef het werkloosheidscijfer dicht bij 10% als gevolg van de bestaande rigiditeiten op de arbeidsmarkt. Die rigiditeiten dragen met name bij tot de hoge langdurige werkloosheid, een ongunstige “skill mix” onder de werklozen en grote verschillen tussen de regionale arbeidsmarkten.

Tijdens de afgelopen jaren is het begrotingsbeleid in Slowakije meer bevorderlijk gebleken voor het bereiken van prijsstabiliteit. Ten opzichte van initieel zeer hoge niveaus daalde het overheidstekort van 12,3% bbp in 2000 tot 2,3% bbp in 2008. De procedure inzake buitensporige tekorten, die was ingesteld vlak na de toetreding van Slowakije tot de EU in 2004, werd in juni 2008

opgeheven. De overheidsschuldgraad is ook tijdens de afgelopen jaren teruggelopen, van 50,3% bbp in 2000 tot 28,8% bbp in 2008. De Slowaakse begrotingstekorten zijn evenwel groot, gelet op de zeer krachtige economische groei van de laatste jaren. Vooruitblikkend, moet Slowakije ervoor zorgen dat zijn begrotingstekort op duurzame wijze onder 3% bbp blijft door geloofwaardige en houdbare consolidatiemaatregelen te implementeren, die het land eveneens in staat zouden stellen zijn middellange-termijn begrotingsdoelstelling te bereiken.

Het monetaire beleid heeft een belangrijke rol gespeeld in het stabiliseren van de Slowaakse economie. In het najaar van 1998 werd besloten tot een geleid zwevende wisselkoers van de Slowaakse kroon ten opzichte van de euro als de referentievaluuta vanaf januari 1999, en de Národná banka Slovenska voerde een monetaire-beleidsstrategie waarbij impliciet een inflatiedoelstelling

werd nagestreefd. Op 1 januari 2005 werd de monetaire-beleidsstrategie van de Národná banka Slovenska gewijzigd in een “inflation targeting onder de voorwaarden van het ERM II”. De Slowaakse kroon trad op 28 november 2005 toe tot het ERM II en haar spilkoers ten opzichte van de euro werd aanvankelijk vastgesteld op SKK 38,4550. Er gold een standaard schommelingsmarge van  $\pm 15\%$ . Als gevolg van de verbeterende macro-economische fundamentals, steeg de Slowaakse kroon aanzienlijk in waarde en haar spilkoers ten opzichte van de euro werd tijdens haar deelname aan ERM II tweemaal gerevalueerd.

In de context van de “inflation targeting”, die van kracht was tussen 2005 en 2008, werd het monetaire beleid van de Národná banka Slovenska afgestemd op het behoud van prijsstabiliteit. Als gevolg daarvan luidde de toenemende inflatoire druk die zich naar het einde van 2005 toe begon af te tekenen, een periode van monetaire verkrapping in. De Národná banka Slovenska trok haar beleidsrente in verschillende stappen op met in totaal 175 basispunten, zodat ze in september 2006 4,75% bedroeg. Dankzij de daaropvolgende stabilisering van de inflatie en de duidelijke verbintenis van de pas verkozen regering om het oorspronkelijke tijdschema voor de invoering van de euro te respecteren, kon deze korte periode van economische instabiliteit worden overkomen. Bovendien werd de wisselkoers van de Slowaakse kroon, die ten opzichte van de euro geleidelijk in waarde begon te stijgen, ondersteund door het hernieuwde vertrouwen in de plannen betreffende de invoering van de euro en de solide macro-economische ontwikkelingen. In 2007 begon de Národná banka Slovenska haar monetaire-beleidskoers te versoepelen. Zij verlaagde haar beleidsrente in twee stappen met in totaal 50 basispunten tot 4,25%. In het licht van de verwachte invoering van de euro, volgde de Národná banka Slovenska vanaf oktober 2008 de rentebeslissingen van de ECB: ze verlaagde haar reporente in drie

stappen met in totaal 175 basispunten tot 2,5%. De geldmarktrente in Slowakije volgde in grote lijnen de beleidsrente van de centrale bank. Door de overtollige liquiditeit in de Slowaakse banksector, bevond de geldmarktrente zich tijdens de laatste maanden van 2008 onder die in het eurogebied. De rendementen op de langlopende overheidsobligaties zijn de voorbije jaren gedaald als gevolg van het stevige vertrouwen van de markten in de economische ontwikkelingen in Slowakije.

Nu Slowakije de euro heeft ingevoerd, heeft het land er niet langer baat bij dat zijn valuta ten opzichte van de euro in waarde stijgt, wat voorheen de inflatie in de hand hielp houden. Na de invoering van de euro zou de overheid op alle fronten een ambitieus economisch beleid moeten voeren. Er moet voorrang worden verleend aan de voortzetting van een houdbare economische convergentie. Het in stand houden van een klimaat van lage inflatie is in dat opzicht van cruciaal belang. Vooral de strikte en geloofwaardige tenuitvoerlegging van het begrotingsbeleid in overeenstemming met de verbintenissen in het kader van het stabiliteits- en groeipact is essentieel om de inflatoire druk in de economie onder controle te houden. Ondanks de recente economische vertraging, moet de overheid zich blijven inzetten om buitensporige begrotingstekorten te vermijden en werk blijven maken van begrotingsconsolidatie teneinde zo snel als mogelijk haar middellange-termijn begrotingsdoelstelling te bereiken. Slowakije behoeft supplementaire inspanningen om het externe concurrentievermogen te ondersteunen en de economische veerkracht te verstevigen. De werking van de Slowaakse arbeidsmarkt dient verder te worden verbeterd en er zijn inspanningen nodig om de hoge structurele werkloosheid aan te pakken. Er is tevens nood aan een verbetering van het bedrijfsklimaat teneinde de productiviteitsgroei op te voeren en de aantrekkingskracht van het land voor buitenlands kapitaal te vrijwaren.

**STATISTISCHE IMPLICATIES VAN DE UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED MET SLOWAKIJE**

De toetreding van Slowakije tot het eurogebied op 1 januari 2009 is de vierde gelegenheid naar aanleiding waarvan de statistische reeksen voor het eurogebied dienden te worden aangepast teneinde er de nieuwe lidstaten in op te nemen. De voorbereiding van statistieken voor het uitgebreide eurogebied is, waar nodig, gebeurd in samenwerking met de Europese Commissie.

De toetreding van Slowakije tot het eurogebied betekent dat de ingezetenen van Slowakije ingezetenen van het eurogebied zijn geworden. Dit heeft een impact op de statistieken waarvoor de aggregaten van het eurogebied niet louter de optelsom 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 Slowakije en de overige ingezetenen van het eurogebied voortaan moeten worden geconsolideerd.

Vanaf januari 2009 is Slowakije zodoende verplicht aan alle statistische vereisten van de ECB te voldoen, met name om volledig geharmoniseerde en vergelijkbare nationale gegevens te verschaffen<sup>1</sup>. Aangezien het voorbereidende werk voor het opstellen van nieuwe statistieken een lange aanlooptijd vergt, hebben de Národná banka Slovenska en de ECB de statistische voorbereidingen aangevat ruim vóór Slowakije tot de EU toetrad. Nadat zij lid was geworden van het ESCB, intensiverde de Národná banka Slovenska haar voorbereidingen teneinde te voldoen aan de vereisten van de ECB in het vlak van monetaire en bancaire statistieken, statistieken met betrekking tot de betalingsbalans, de overheidsfinanciën, de financiële rekeningen en andere financiële statistieken. Bovendien moest zij de nodige voorbereidingen treffen om de Slowaakse 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 overige landen van het eurogebied betekent de uitbreiding van het eurogebied dat zij vanaf januari 2009 transacties met (of stromen van en naar) en posities bij Slowaakse ingezetenen als onderdeel van de gegevens voor het eurogebied moeten rapporteren, in plaats van als transacties met en posities bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

Daarnaast moesten Slowakije en de overige landen van het eurogebied allemaal tijdreeksen rapporteren die geografisch en sectoraal voldoende gedetailleerd zijn en teruggaan tot ten minste 2004, het jaar waarin Slowakije tot de EU is toetreden.

Wat de publicatie van de statistieken voor het eurogebied betreft, heeft de ECB gebruikers on line toegang verschaft tot twee tijdreeksen, de ene met gegevens voor het huidige eurogebied (d.w.z. met inbegrip van Slowakije) die zover als mogelijk teruggaan in de tijd, en de andere die de verschillende samenstellingen van het eurogebied, te beginnen met de elf landen in 1999, met elkaar verbindt.

<sup>1</sup> De statistische vereisten van de ECB zijn samengevat in het document "ECB statistics: an overview", april 2008.



## 2 JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA IN HET EUROSISTEEM

De ECB heeft overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag de statuten van de Národná banka Slovenska alsook de overige relevante Slowaakse wetgeving beoordeeld op naleving van artikel 109 van het Verdrag. De ECB heeft de compatibiliteit van de Slowaakse wetgeving met het Verdrag en de Statuten van het ESCB als gunstig beoordeeld, zoals vermeld in het in mei 2008 gepubliceerde Convergentieverslag.

De ECB en de Národná banka Slovenska hebben een aantal juridische instrumenten ingevoerd om de integratie van de Národná banka Slovenska in het Eurosysteem op 1 januari 2009 te waarborgen. Het juridische kader van het Eurosysteem werd aangepast als gevolg van het op 8 juli 2008 door de Ecofin-Raad genomen besluit tot opheffing van de derogatiestatus van Slowakije<sup>1</sup>. De invoering van de euro in Slowakije en de integratie van de Národná banka Slovenska in het Eurosysteem maakte eveneens wijzigingen van enkele Slowaakse juridische instrumenten nodig.

Tegen eind 2007 waren de statuten van de Národná banka Slovenska aangepast in overeenstemming met de in de ECB-Convergentieverslagen van 2004 en 2006 gedane aanbevelingen. Op 20 juli 2007 raadpleegde Slowakije de ECB over de conceptwijzigingen van de statuten van de Národná banka Slovenska en in een advies stelde de ECB een aantal aanpassingen voor, die werden aangebracht in de definitieve versie van de statuten<sup>2</sup>.

Het op 8 juli 2008 genomen besluit van de Ecofin-Raad resulteerde in wijzigingen van Verordening (EG) Nr. 974/98 om de invoering van de euro in Slowakije<sup>3</sup> mogelijk te maken, en de vaststelling van Verordening (EG) Nr. 694/2008<sup>4</sup> tot wijziging van Verordening (EG) Nr. 2866/98, die onherroepelijk de omrekeningskoers vastlegde van de euro ten opzichte van de Slowaakse koruna. De Raad raadpleegde de ECB over zijn voorstellen met betrekking tot deze beide verordeningen, waarop de ECB een advies aannam<sup>5</sup>. De ECB werd ook geraadpleegd over de nationale wetgeving inzake de overgang op de euro, betalings- en verrekeningssystemen, afrondingsregels en geldomloop in Slowakije<sup>6</sup>.

Voor de wetsvoorbereidingen ten behoeve van de integratie van de Národná banka Slovenska in het Eurosysteem stelde de ECB de nodige juridische instrumenten vast om te voorzien in de volstorting van het overige kapitaal en de overdracht van deviezenreserves aan de ECB<sup>7</sup>. De ECB herzag ook haar juridische kader en voerde waar nodig wijzigingen in die voortvloeiden uit het lidmaatschap van de Národná banka Slovenska van het Eurosysteem. Deze wijzigingen omvatten onder meer een herziening van de Slowaakse wetgeving tot invoering van het juridische kader van het Eurosysteem voor het monetaire beleid en TARGET2, waardoor Slowaakse tegenpartijen vanaf 2 januari 2009 konden deelnemen aan de open-markttransacties van het Eurosysteem. De ECB keurde eveneens een besluit goed inzake overgangsvoorzieningen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de introductie van de euro in Slowakije<sup>8</sup>. Ten slotte werd de ERM II-overeenkomst<sup>9</sup> beëindigd voor de Národná banka Slovenska.

1 Beschikking van de Raad van 8 juli 2008 overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag betreffende de aanneming van de eenheidsmunt door Slowakije op 1 januari 2009, PB L 195, 24.7.2008, blz. 24.

2 CON/2007/43.

3 Verordening (EG) nr. 693/2008 van 8 juli 2008 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 974/98 in verband met de invoering van de euro in Slowakije, PB L 195, 24.7.2008, blz. 1.

4 Verordening (EG) nr. 694/2008 van de Raad van 8 juli 2008 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2866/98 met betrekking tot de omrekeningskoers naar de euro voor Slowakije, PB L 195, 24.7.2008, blz. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 en CON/2008/86.

7 Besluit van de ECB/2008/33 van 31 december 2008 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door de Národná banka Slovenska, PB L 21, 24.01.2009, blz. 83.

8 Besluit van de ECB/2008/14 van 28 oktober 2008 met betrekking tot overgangsbepalingen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de invoering van de euro in Slowakije, PB L 319, 29.11.2008, blz. 73.

9 Overeenkomst van 8 december 2008 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 16, 22.1.2009, blz. 10.

### 3 OPERATIONELE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA IN HET EUROSISTEEM

Na het besluit van de Ecofin-Raad, genomen op 8 juli 2008, betreffende de invoering van de euro in Slowakije op 1 januari 2009, heeft de ECB technische voorbereidingen getroffen met het oog op de volledige integratie van de Národná banka Slovenska in het Eurosysteem. Conform de bepalingen van het Verdrag is de Národná banka Slovenska tot het Eurosysteem toegetroten 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 Národná banka Slovenska in het Eurosysteem bestreken een breed scala aan werkterreinen, onder meer 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, procedures en technische systemen voor de uitvoering van het monetaire beleid en valutatransacties.

#### 3.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De overgang van Slowakije op de euro op 1 januari 2009 betekende dat 26 Slowaakse kredietinstellingen, waarvan de lijst is terug te vinden op de website van de ECB, vanaf die datum gehouden waren aan de reserveverplichtingen van het Eurosysteem. De toetreding van Slowakije tot het eurogebied veranderde de liquiditeitsverhoudingen in het Eurosysteem slechts licht. De totale reserveverplichtingen van de kredietinstellingen in het eurogebied zijn toegenomen met minder dan 0,5% (€740 miljoen). Per saldo oefenden de autonome liquiditeitsfactoren in Slowakije voor de periode van 1 tot 20 januari 2009 een liquiditeitsverruimend effect uit, waardoor de liquiditeitsbehoeften van de bancaire sector van het eurogebied in zijn geheel met gemiddeld €7,21 miljard terugliepen. Dit liquiditeitsverruimende effect deed zich voor ondanks het feit dat de liquiditeitsverkrappende

monetaire-beleidstransacties die door de Národná banka Slovenska waren uitgevoerd vóór de toetreding tot het eurogebied, en die waren vervallen tussen 6 en 13 januari 2009, eveneens als autonome factoren waren behandeld, net als de schuldbewijzen die waren uitgegeven door de centrale bank en die vervielen op 20 januari. Rekening houdend met al deze factoren, verminderde de toetreding van Slowakije tot het eurogebied de totale liquiditeitsbehoeften van de bancaire sector van het eurogebied met €11 miljard, wat overeenstemt met zowat 1% van de totale liquiditeitsbehoeften.

Gelet op het liquiditeitsoverschot, schreven de Slowaakse tegenpartijen voor relatief kleine bedragen in op de begin 2009 uitgevoerde open-markttransacties: €1 miljoen in de basisherfinancieringstransactie die werd verrekend op 14 januari en €15 miljoen in elk van de twee langerlopende herfinancieringstransacties (op respectievelijk drie en zes maanden) die werden verrekend op 8 januari.

Door toe te treden tot het eurogebied ging de Národná banka Slovenska ook over op het onderpandskader van het Eurosysteem, waarbij ze €17,6 miljard in Slowakije gelocaliseerde activa meldde die vanaf 1 januari 2009 beleenbaar waren voor krediettransacties van het Eurosysteem.

#### 3.2 BIJDRAGE AAN KAPITAAL, RESERVES EN EXTERNE RESERVES VAN DE ECB

Bij haar toetreding tot het ESCB op 1 mei 2004 heeft de Národná banka Slovenska 7% van haar aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB volgestort als bijdrage in de bedrijfskosten van de ECB. Conform artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB en de door de Raad van Bestuur op 31 december 2008 vastgestelde rechtsinstrumenten, heeft de Národná banka Slovenska het resterende deel van haar bijdrage betaald op 1 januari 2009. Het totale geplaatste kapitaal van de Národná banka Slovenska belooft €39,9 miljoen, zijnde

0,6934% van het geplaatste kapitaal van de ECB, dat op 1 januari 2009 €5,761 miljard bedroeg.

Conform de artikelen 30 en 49.1 van de Statuten van het ESCB, heeft de Národná banka Slovenska aan het begin van 2009, op basis van haar aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB, externe reserves voor een totaal van €443,1 miljoen aan de ECB overgemaakt (waarvan 85% in de vorm van in Amerikaanse dollars luidende activa en 15% in goud). De Národná banka Slovenska heeft ervoor geopteerd de operationele activiteiten met betrekking tot het beheer van haar aandeel in de in Amerikaanse dollar luidende externe reserves van de ECB op individuele basis uit te voeren via een afzonderlijke portefeuille voor het beheer van in Amerikaanse dollar luidende reserves. Als gevolg van de overdracht van externe reserves aan de ECB werd de Národná banka Slovenska gecrediteerd met een vordering in euro op de ECB, conform artikel 30.3 van de Statuten van het ESCB.

## 4 DE OVERGANG OP DE CHARTALE EURO IN SLOWAKIJE

### DE LOGISTIEK VAN DE OVERGANG OP DE CHARTALE EURO

Op 1 januari 2009 heeft Slowakije de euro als valuta aangenomen. Na een dubbele circulatie gedurende twee weken was de Slowaakse kroon volledig vervangen door de euro.

Om de eurobankbiljetten en -muntstukken vlot in te voeren, werden alle relevante marktdeelnemers, met name het bankwezen, betrokken bij de voorbereidingen voor de overgang. Het nationale overgangsscenario verschafte alle bedrijven en het grote publiek reeds lang vóór €-Day een tijdschema. Op grond van de opgedane ervaring met de overgang op de chartale euro in 2007 in Slovenië en in 2008 in Malta en Cyprus, keurde de Raad van Bestuur een nieuw Richtsnoer van de ECB goed over een aantal voorbereidingen voor de overgang op de chartale euro en de “frontloading” (bevoorrading vooraf) en “sub-frontloading” (verdere bevoorrading vooraf) met eurobankbiljetten en -muntstukken buiten het eurogebied<sup>10</sup>. Het Richtsnoer voorziet bijvoorbeeld in de mogelijkheid om vooraf eurobiljetten en -muntstukken aan kleine ondernemingen te verstrekken volgens zeer eenvoudige procedures naast de normale procedure die bij voorgaande overschakelingen werd toegepast. Elke NCB die tot het Eurosysteem toetreedt, kan besluiten al dan niet gebruik te maken van de bepalingen in het Richtsnoer.

Ingevolge de beslissing van de ECOFIN-Raad van 8 juli 2008 betreffende de invoering van de euro in Slowakije op 1 januari 2009, werd de Národná banka Slovenska ertoe gemachtigd van het Eurosysteem bankbiljetten te lenen ter voorbereiding van de overgang op de chartale euro en voor de behoefte aan bankbiljetten in 2009. Om geografische en logistieke redenen werden de benodigde 196,2 miljoen bankbiljetten, met een nominale waarde van €8,3 miljard, namens het Eurosysteem geleverd door de Oostenrijkse Nationalbank.

De eerste 499 miljoen euromuntstukken, met een nominale waarde van €165,22 miljoen, werden door de Slowaakse Munt in Kremnica geslagen.

De “frontloading” aan financiële instellingen van euromuntstukken en -bankbiljetten begon respectievelijk in september en oktober 2008. Met de “sub-frontloading” aan de bedrijven werd in november 2008 gestart. De Národná banka Slovenska, de banken en de postkantoren verspreidden vanaf 1 december 2008 ook starterkits met euromuntstukken (die elk muntstukken voor een nominale waarde van €16,60 bevatten) onder het grote publiek. Die kits maakten het mogelijk bij kleine transacties met het juiste bedrag te betalen, wat de behoefte aan wisselgeld onmiddellijk na de overgangsdatum verminderde.

Door de “frontloading” en de “sub-frontloading” kon de distributie van de eurobankbiljetten en -muntstukken over een langere periode worden gespreid, waardoor knelpunten in het aanbod werden voorkomen. De “gefrontloade” bedragen werden grotendeels aangewend voor de tijdige aanpassing van de betaalautomaten aan de euro. Vrijwel alle automaten verstrekten vanaf 1 januari 2009 eurobankbiljetten.

In samenhang met de invoering van de euro in Slowakije wisselden de NCB's van het eurogebied vanaf de eerste werkdag van 2009 tot 28 februari 2009 gratis bankbiljetten in Slowaakse kroon a pari om tegen euro's<sup>11</sup>. Het omgewisselde bedrag was beperkt tot €1.000 per aanbieder en per transactie op één dag. De bankbiljetten in Slowaakse kroon blijven onbeperkt omwisselbaar bij de Národná banka Slovenska en de muntstukken in die valuta tot eind 2013.

10 Richtsnoer ECB/2008/4 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2006/9 inzake bepaalde voorbereidingen voor de omschakeling naar de chartale euro en inzake bevoorrading vooraf en verdere bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten en -muntstukken buiten het eurogebied.

11 Artikel 52 van de Statuten van het ESCB vereist dat de Raad van Bestuur van de ECB de nodige maatregelen treft om te verzekeren dat de bankbiljetten luidende in valuta's met onherroepelijk vastgestelde wisselkoersen, door de NCB's 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.

### **DE INFORMATIECAMPAGNE MET BETREKKING TOT DE INVOERING VAN DE EURO**

De ECB werkte nauw met de Národná banka Slovenska samen om een uitgebreide informatiecampagne uit te werken ter voorbereiding van de invoering van de euro in Slowakije op 1 januari 2009.

Het logo “€ Our money”, dat berust op het logo dat het Eurosysteem met succes gebruikt sinds de informatiecampagne voor de euro in 2002, werd door de Národná banka Slovenska aangewend in haar communicatieactiviteiten in verband met de invoering van de euro in Slowakije.

De door de ECB en de Národná banka Slovenska opgezette euro-informatiecampagne had tot doel geldverwerkers en het grote publiek bekend te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en -muntstukken alsook met de regelingen inzake de overgang.

De bij de campagne gebruikte combinatie van communicatiemiddelen hield rekening met de ervaring van vroegere overschakelingen en omvatte 17 verschillende publicaties, waaronder instructiemateriaal voor professionele geldverwerkers. De Národná banka Slovenska verspreidde in het vierde kwartaal van 2008 meer dan 7 miljoen exemplaren van de verschillende publicaties (met inbegrip van een overheidsinformatiefolder, euro-omzettingskaarten en andere publicaties in vier talen). In december 2008 ontving ieder Slowaaks gezin een exemplaar van de overheidsinformatiefolder en twee euro-omzettingskaarten. Deze kaarten toonden een verschillend beeld naargelang de invalshoek van waaruit ze werden bekeken. Op de voorzijde werd een reeks van 28 prijzen weergegeven in zowel euro als Slowaakse kroon, terwijl op de keerzijde de voornaamste echtheidskenmerken van het bankbiljet van €20 werden afgebeeld.

Daarnaast vonden verschillende pers- en public-relationsevenementen plaats, met inbegrip van een ECB-seminarie voor de media

op 4 september 2008, een tentoonstelling over de eurobankbiljetten en -muntstukken, die op 21 september 2008 in de Národná banka Slovenska van start ging, een euroconferentie in Bratislava op 22 september 2008 en nationale vieringen op 8 januari 2009.

De ECB financierde ten dele het grootste spandoek dat ooit in Slowakije werd vervaardigd, en dat werd opgehangen aan de gevel van het gebouw van de Národná banka Slovenska in Bratislava, terwijl kleinere exemplaren van het spandoek te zien waren op de gebouwen van alle vestigingen van de centrale bank in het hele land. Meer dan 100 partners, hoofdzakelijk banken en overheidsinstanties, kregen toegang tot de hoogwaardige drukbestanden van de desbetreffende ECB-publicaties, die ze konden aanpassen en gebruiken in hun eigen communicatie-activiteiten.

Na contacten met de blindenverenigingen ontworp de ECB een “sprekende kaart” voor de visueel gehandicapten, waarin een ingebouwd MP3-bestand een opname afspeelt met basisinformatie over de eurobankbiljetten en -muntstukken.





Willem F. Duisenberg neemt namens de euro de Karel de Groteprijs in ontvangst (Aken, 9 mei 2002).

## 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.

## 1.1 TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

In samenwerking met het Comité voor Banktoezicht (BSC) van het ESCB ijvert de ECB voor de stabiliteit van het financiële stelsel.<sup>1</sup> 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. Het toenemende belang van financiële markten en andere financiële instellingen en hun banden met de banken betekent dat zwakke plekken in deze onderdelen van het financiële stelsel ook door het ESCB worden bewaakt.

## CONJUNCTURELE ONTWIKKELINGEN

In 2008 zijn de spanningen in het financiële stelsel van het eurogebied, die in 2007 waren ontstaan door verliezen opgelopen door financiële instellingen in de hele wereld op effecten met Amerikaanse subprime hypothecaire leningen als onderpand, verder toegenomen. Naarmate het jaar vorderde, kregen banken in het eurogebied te maken met verdere afwaarderingen van activa, hogere kosten voor waardeverminderingen van leningen en financiering en met sterk gedaalde handelsopbrengsten. De belangrijkste ontwikkelingen 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 andere ECB-publicaties behandeld, met name in de *Financial Stability Review*.

Naarmate de onzekerheid over de vooruitzichten voor de mondiale economische bedrijvigheid groeide en de balans van risico's steeds verder naar beneden doorsloeg, steeg de risicoaversie van partijen op de financiële markt, waardoor de koersen van de meeste financiële activa daalden. De liquiditeit van de kredietmarkt en de financieringsvoorwaarden zijn in de loop van het jaar fors verslechterd en de securitisatiemarkten zijn min of meer stilgevallen. De aanhoudende liquiditeitsspanningen maakte uiteindelijk plaats voor ernstigere bezorgdheid over de kredietwaardigheid en toereikendheid van kapitaalbuffers. In dit klimaat begonnen beleggers en schuldeisers het vertrouwen te verliezen in het vermogen van sommige financiële ondernemingen om aan hun verplichtingen te voldoen. Daardoor werden veel vooraanstaande financiële bedrijven geconfronteerd met toenemende problemen bij het vinden van kortlopende financiering en de toegang tot kapitaalmarkten. De kredietwaardigheid van sommige van 's werelds grootste financiële instellingen werd naar beneden bijgesteld en de koersen van hun aandelen daalden scherp. Door deze ontwikkeling werden uiteindelijk meerdere financiële instellingen in en buiten het eurogebied gedwongen te consolideren of aandeelhouders dan wel de overheid om aanvullende steun te verzoeken. Voor een aantal internationale financiële instellingen kon een faillissement echter niet worden voorkomen.

De solvabiliteitsratio van de banken in het eurogebied was aan het begin van de onrustige periode in de financiële markten, na enkele zeer winstgevende jaren, in het algemeen ruim boven de voorgeschreven minimumvereisten. Hoewel

<sup>1</sup> 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 2008 publiceerde zij tevens de zevende editie van haar rapport over "EU banking structures" en ad-hocrapporten over "Commercial property markets", "The incentive structure of the 'originate and distribute' model", "Covered bonds in the EU financial system" en "EU banks' liquidity stress testing and contingency funding plans". Deze publicaties bevatten de belangrijkste bevindingen van de analyses door het Comité voor Banktoezicht van de structuur en stabiliteit van het bancaire stelsel en zijn beschikbaar op de website van de ECB.

sommige grote banken in het eurogebied zwaar werden getroffen door afwaarderingen van gestructureerde kredietproducten en de daarmee verband houdende marktspanningen, die meer dan een jaar hadden aangehouden, leken ze globaal bestand tegen negatieve storingen, totdat de situatie in september 2008 aanmerkelijk verslechterde.

Het rendement op eigen vermogen van de banken in het eurogebied daalde in de eerste helft van 2008 in het algemeen onder de last van marktwaardeverliezen. Daarnaast stegen de kosten voor waardevermindering van leningen en effecten aanzienlijk en tegelijkertijd daalden de inkomsten uit honoraria en commissies en de handelsopbrengsten, gezien de moeilijke situatie in de kapitaalmarkten. Ondanks de daling van de winstgevendheid zijn de kapitaalratio's in de eerste helft van 2008 gestegen. Deze verbetering vormde de weerslag van het discretionair afstoten van activa met een hoge risicograad door afzonderlijke banken, een brede kapitaalverhoging ondanks de moeilijke marktomstandigheden en, in zekere mate, de impact van de omzetting van het Bazel II-kapitaalakkoord als prudentiële filters.

De kans dat de winstgevendheid op korte termijn terug zal keren naar het niveau van voor de financiële-marktturbulentie lijkt niet erg groot. Aanzienlijke verdere dalingen in de waarde van andere gestructureerde financiële producten – waaronder Amerikaanse effecten op onderpand van consumptieve kredieten en effecten op onderpand van woninghypotheken in het eurogebied – kunnen niet worden uitgesloten. Lagere groeicijfers voor leningen aan huishoudens en bedrijven, het nagenoeg stilvallen van securitisatieactiviteiten en teruggelopen inkomsten uit honoraria, provisies en handel zullen de financiële prestaties van banken in 2009 waarschijnlijk negatief beïnvloeden. Als reactie daarop hebben banken hun acceptatiecriteria voor leningen aangescherpt en het mes gezet in de kosten. Tegen de achtergrond daarvan hebben het Eurosysteem en de overheden in het eurogebied significante beleidsmaatregelen genomen om

de marktliquiditeit, het vertrouwen en de kapitaalbuffers op te vijzelen.

De financiële prestaties van grote verzekeraars in het eurogebied verslechterden in de eerste helft van 2008, doordat de premieopbrengsten bij de meeste verzekeraars terugliepen vergeleken bij dezelfde periode in 2007. Een belangrijke oorzaak daarvoor was een dalende vraag naar levensverzekeringsproducten na de onrust in de aandelen- en kredietmarkt. De onrust in de financiële markten en de domino-effecten op de reële economie zullen voor veel verzekeringsondernemingen nog nadere uitdagingen kunnen vormen. Daarnaast worden verzekeraars die bankdiensten aanbieden of deel uitmaken van een financieel conglomeraat nog steeds geraakt door de uitdagingen waarmee het bankwezen wordt geconfronteerd.

De rendementen van hedgefondsen waren ultimo september 2008 in de gehele wereld sterk negatief, ongeacht de beleggingsstrategie. Uiterst volatiele activaprijzen, het gedwongen afstoten van risicovolle activa en margestortingen, het plotseling verbieden van short gaan door overheidsinstanties en verkoop van effecten door beleggers droegen bij tot deze zwakke prestatie. Hoewel bekend is dat de relatieve schuldbalans in de hedgefondsensector sinds het begin van de onrust in de markten aanmerkelijk zijn teruggedrongen, waardoor deze minder gevoelig is geworden voor aanvullende margestortingen of onverwachte besnoeiingen van bankkredieten, zijn hedgefondsen in de loop van 2008 schijnbaar gevoeliger geworden voor het risico van effectenverkoop door beleggers, aangezien beleggers in de regel snel reageren op de prestaties van hedgefondsen. Als hedgefondsen er in de toekomst steeds minder in zullen slagen hun beleggers vast te houden, kan de mogelijkheid van verdere grootschalige verkopen van activa een niet te veronachtzamen risico voor de stabiliteit van de financiële markten vormen.

#### **STRUCTURELE ONTWIKKELINGEN**

De voornaamste structurele trends in het bankwezen van de EU zijn in overeenstemming

met de in de voorafgaande jaren waargenomen trends.<sup>2</sup> De consolidatie zette door, hoewel het tempo matigde. De trends in de vijftien oudere EU-lidstaten liepen uiteen, maar het aantal kredietinstellingen in de landen die sinds 2004 tot de EU zijn toegetreden, bleef in grote lijnen onveranderd. Een opmerkelijke uitzondering was Cyprus, waar de consolidatie in het coöperatieve bankwezen aanhield. Over het geheel genomen, daalde het aantal kredietinstellingen in de EU in 2007 met 166 (van 8.514 tot 8.348). In het voorafgaande jaar was dat cijfer 175.

Tegelijkertijd werd het bankenlandschap in de EU nog steeds gedomineerd door nationale kredietinstellingen (met een marktaandeel van 71,3%). Het resterende deel was gelijkmatig verdeeld tussen bijkantoren en dochtermaatschappijen van buitenlandse instellingen. Wel moet worden onderstreept dat er aanmerkelijke verschillen zijn tussen de landen: de nieuwe lidstaten worden gekenmerkt door prominent aanwezige buitenlandse lichamen, vooral die met een moedermaatschappij in een van de oudere EU-landen. Vermelding verdient dat het marktaandeel van de totale activa van bijkantoren van buitenlandse instellingen in de EU toenam, in tegenstelling tot in 2006. Dat was met name het geval in de landen die sinds 2004 tot de EU zijn toegetreden. Daar steeg het marktaandeel van buitenlandse bijkantoren met circa 1%, terwijl dat van buitenlandse dochtermaatschappijen met circa 4% afnam.

Het totaal aantal transacties in fusies en overnames nam in 2007 af. Het aantal overnames van banken gevestigd in landen buiten de EU door EU-kredietinstellingen vertoonde echter een aanzienlijke toename, die het aantal binnenlandse transacties in de afgelopen drie jaar overschreed. De waarde van fusies en overnames is sinds 2003 groeiende. 2007 was het tweede opeenvolgende jaar waarin de totale waarde van alle transacties de in 2000 opgetekende piek overschreed. De concentratie nam toe, wat de weerslag vormde van enerzijds de aanhoudende marktconsolidatie en anderzijds de dynamische groei van bepaalde bankgroepen, deels als gevolg van hun fusie-

en-overnameactiviteit. In kleinere landen is het bankwezen in de regel echter geconcentreerder. Duidelijke uitzonderingen zijn Oostenrijk en Luxemburg; in Oostenrijk bestaat een sterke sector spaarbanken en coöperatieve banken en in Luxemburg is een groot aantal buitenlandse kredietinstellingen vertegenwoordigd.

Tot slot werd de intermediatie door banken versterkt, wat bleek uit het feit dat de totale activa van kredietinstellingen sneller groeiden dan het bbp. De groei van de totale activa in 2007 op EU-niveau (10,7%) nam echter af in vergelijking met voorafgaande jaren (2005: 13,7%; 2006: 11,9%).<sup>3</sup> Dit geaggregeerde cijfer verhult echter sterke schommelingen: in de nieuwere lidstaten werd een bovengemiddelde groei van bijna 25% in nominale termen opgetekend, terwijl de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk, die ongeveer een kwart van de activa in het bankwezen in de EU voor zijn rekening neemt, slechts een stijging van 2,3% van de totale activa liet zien. Door de structurele veranderingen in het financiële stelsel en de afname van beleggingsfondsen en hedgefondsen zullen zuiver commerciële banken opschuiven naar het centrum van de intermediatie in kredietverstrekking.

## 1.2 REGELINGEN VOOR FINANCIËLE STABILITEIT

Zowel internationaal als in de EU werden initiatieven genomen om de zwakke punten in het globale financiële-stabiliteitskader, die door de onrust op de financiële markten aan het licht zijn gekomen, te verhelpen.

2 De gegevens in deze paragraaf zijn ontleend aan het ECB-verslag *EU banking structures*, dat gegevens tot en met 2007 bevat.

3 Deze analyse is gebaseerd op gegevens van op de balans opgenomen activa. Trends met betrekking tot totale activa zouden beter kunnen worden geanalyseerd als meer stroomgegevens over gesecuritiseerde activa (zowel via de beurs als onderhands geplaatst) beschikbaar zouden zijn. De impact van het gebrek aan gegevens over gesecuritiseerde activa is minder groot voor de landen die sinds 2004 tot de EU zijn toegetreden, waar de securitisatie van activa niet zo ver is voortgeschreden. Daarnaast zijn de cijfers voor de landen buiten het eurogebied niet aangepast voor wisselkoerswijzigingen, zodat de ontwikkelingen deels kunnen zijn beïnvloed door wijzigingen in de wisselkoers tussen de plaatselijke valuta en de euro.

In april 2008 legde het Forum voor Financiële Stabiliteit (FFS) aanbevelingen voor om de veerkracht van de markt en de instituties te vergroten. In deze context wordt van autoriteiten verwacht dat zij nationale en grensoverschrijdende regelingen hoe om te gaan met zwakke banken verduidelijken en versterken, en depositogarantiestelsels herzien en, indien nodig, versterken. Het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) heeft een evaluatie van de nationale praktijken op het gebied van bankafwikkelingsregelingen en grensoverschrijdend crisisbeheer gehouden. Ondertussen is het FFS een samenstel van leidende beginselen op hoog niveau voor het beheer van financiële crises aan het ontwikkelen.

In mei 2008 heeft de Ecofin-Raad de in oktober 2007 vastgestelde EU-routekaart voor de versterking van regelingen voor financiële stabiliteit bijgewerkt. Overeenkomstig deze routekaart is het Memorandum of Understanding (MoU) over grensoverschrijdende financiële stabiliteit tussen toezichhoudende autoriteiten in de EU, ministeries van Financiën en centrale banken op 1 juni 2008 in werking getreden.<sup>4</sup> Het Comité voor Banktoezicht heeft de relevante autoriteiten door middel van een speciale taakgroep bijgestaan bij het omzetten van dit MoU, waarbij de aandacht vooral uitging naar de omzetting van het gemeenschappelijke analytische kader voor de beoordeling van systeemimplicaties van een financiële crisis. Daarnaast heeft het Comité voor Banktoezicht de belangrijkste crisisbeheerfuncties van de lidstaten geëvalueerd en een bijdrage geleverd tot de initiatieven om de hulpmiddelen die de autoriteiten ter beschikking staan, te evalueren.

In oktober 2008 hebben de EU-lidstaten een aantal initiatieven genomen om te waarborgen dat nationale stabiliseringsmaatregelen niet leiden tot negatieve uitstralingseffecten naar andere landen en dat de concurrentievoorwaarden gelijk blijven.

Ten eerste heeft de Ecofin-Raad op 7 oktober besloten op EU-niveau het minimumgarantiebedrag voor deposito's

van particulieren voor ten minste een jaar te verhogen tot €50.000. Naar aanleiding daarvan heeft de Commissie op 15 oktober 2008 een voorstel tot wijziging van de Richtlijn Depositogarantiestelsels vastgesteld. Naar verwachting zal de Richtlijn, met de door het Europees Parlement en de EU-Raad goedgekeurde wijzigingen, rond maart 2009 in het Publicatieblad worden gepubliceerd. De Richtlijn bepaalt met name dat het verplichte garantiëniveau voor deposito's van particulieren uiterlijk in juni 2009 wordt verhoogd tot €50.000 en uiterlijk eind 2010 tot €100.000, tenzij de Commissie meldt dat dit niet passend zou zijn.

Ten tweede is een reeks gemeenschappelijke EU-beginselen geformuleerd, die werden aangevuld door preciezere richtlijnen die op 12 oktober tijdens de top van de landen van het eurogebied in Parijs zijn overeengekomen en nadien tijdens de bijeenkomst van de Europese Raad op 15 en 16 oktober door alle 27 lidstaten zijn onderschreven. Daarin werden onder andere de gemeenschappelijke kenmerken van interventies door de lidstaten neergelegd, waaronder de garanties voor de financiering en herkapitalisatie van banken.

In het geval van maatregelen die bedoeld waren ter ondersteuning van solvabele banken met liquiditeitsproblemen werd overeengekomen dat overheids garanties kunnen worden gesteld voor nieuwe preferente bankschuldbewijzen met middellange looptijd (tot en met vijf jaar). De criteria voor de vaststelling welke financiële instellingen in aanmerking komen voor het garantiëstelsel mogen niet discriminerend zijn en moeten dochtermaatschappijen van buitenlandse instellingen met een wezenlijk transactievolume in een EU-lidstaat omvatten. Het stelsel zou beperkt van omvang moeten zijn en op 31 december 2009 moeten aflopen. Van belang is dat in de verklaring van Parijs wordt gesteld dat overheden "moeten samenwerken met de Europese Centrale Bank om te garanderen dat

<sup>4</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>.

hun optreden in overeenstemming is met het liquiditeitenbeheer door het Eurosysteem en verenigbaar met het operationele kader ervan”.

Wat herkapitalisatiemaatregelen betreft, besloten de lidstaten aan relevante financiële instellingen kernkapitaal ter beschikking te stellen, bijvoorbeeld door preferente aandelen te kopen. Hoewel de regeringen toezegden indien noodzakelijk de passende hoeveelheid kapitaal te zullen verstrekken, zullen zij er in het algemeen de voorkeur aan geven dat bedrijven kapitaal aantrekken uit de particuliere sector.

Tijdens zijn bijeenkomst van 15 en 16 oktober heeft de Europese Raad het belang van samenwerkingsmechanismen benadrukt en aangekondigd dat er een financiële-crisisgroep zal worden opgezet. Deze groep, waarin de President van de ECB deelneemt, beoogt crisisbeheer in de EU-lidstaten te verbeteren door maatregelen als informele waarschuwingen, uitwisseling van informatie en een evaluatiemechanisme. De Europese Raad heeft ook gewezen op het belang van regelmatige bijeenkomsten van nationale toezichthouders.

Tot slot heeft de Ecofin-Raad tijdens zijn bijeenkomst van 2 december 2008 met name benadrukt dat onverwijld moet worden gezorgd voor nationale steunregelingen voor de banksector, voor garantieregelingen en in het bijzonder voor herkapitalisatieplannen. De Commissie werd verzocht om voor al deze aangelegenheden nauw samen te werken met de Europese Centrale Bank.

Met het oog op een stabielere financieel stelsel en gelijke concurrentievoorwaarden heeft het Eurosysteem aanbevelingen gegeven inzake overheidsgaranties voor bankschulden en inzake de kosten van de herkapitalisatie van banken. In december 2008 heeft de Europese Commissie een mededeling aangenomen over de herkapitalisatie van financiële instellingen, waarin tevens de aanbevelingen van de ECB terzake waren verwerkt.<sup>5</sup>

In februari 2009 waren de leden van de Ecofin-Raad het erover eens dat maatregelen voor de behandeling van probleemactiva teneinde de stabiliteit van de banksector te garanderen in specifieke gevallen een nuttige aanvulling op de overheidsgaranties voor bankschulden en herkapitalisatie kunnen vormen. Deze maatregelen moeten stroken met de in oktober 2008 vastgelegde beginselen, in het bijzonder: i) het vrijwaren van de financiële stabiliteit en het herstel van de verlening van krediet en leningen aan de economie; ii) het garanderen van gelijke concurrentievoorwaarden in de interne markt; en iii) het in de hand houden van de gevolgen voor de openbare financiën. Op dit gebied heeft de Commissie, in samenwerking met de ECB, leidraad verstrekt op EU-niveau.

<sup>5</sup> De mededeling is in januari 2009 gepubliceerd (PB C 10 van 15.1.2009, blz. 2-10).

## 2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

### 2.1 ALGEMEEN

Na de afsluiting van de evaluatie van het Lamfalussy-kader<sup>6</sup> voor financiële regelgeving en toezicht, dat door de Europese Commissie werd doorgevoerd en waartoe het Eurosysteem heeft bijgedragen, lag de nadruk in 2008 op de omzetting van de aanbevelingen die de Ecofin-Raad in december 2007 had vastgesteld.

Om te beginnen hebben de Niveau 3-commissies<sup>7</sup> hun handvest aangepast en de mogelijkheid geïntroduceerd met gekwalificeerde meerderheid van stemmen te besluiten. Hoewel de beslissingen van de commissies niet bindend zijn voor hun leden, moeten zij die zich niet aan de beslissingen houden, zich daarvoor ten minste in het openbaar verantwoorden.

Ten tweede hebben de Niveau 3-commissies hun verantwoordingsplicht vergroot door hun jaarlijkse werkprogramma's aan de Europese Commissie, de EU-Raad en het Europees Parlement toe te zenden, zodat deze hun oordeel kunnen geven over de belangrijkste prioriteiten en beleidsadvies kunnen geven over convergentie en samenwerking op het gebied van toezicht.

In de derde plaats werden de lidstaten uitgenodigd een Europese dimensie toe te voegen aan de mandaten van hun nationale toezichthouders. De ECB heeft deelgenomen aan de discussies in de verschillende Europese commissies hoe de aanbevelingen van de Ecofin-Raad het best kunnen worden omgezet. Op 14 mei 2008 heeft de Ecofin-Raad de Commissie gevraagd de besluiten tot oprichting van de Niveau 3-commissies te herzien en daarin specifieke taken op te nemen die convergentie en samenwerking op het gebied van toezicht moeten bevorderen. Op 7 november 2008 heeft het Eurosysteem een advies vastgesteld inzake de herziening van het besluit tot oprichting van het Committee of European Banking Supervisors (CEBS). Het ECB heeft onder meer opmerkingen gemaakt over de passende arbeidsverdeling tussen het CEBS en het BSC met betrekking tot de risicobeoordeling van

het bankwezen in de EU. Hoewel het BSC zich overeenkomstig zijn mandaat hoofdzakelijk richt op de identificatie van de belangrijkste bedrijfseconomische risico's voor het financiële stelsel en het bankwezen, concentreert het CEBS zich op de proactieve identificatie van specifieke risico's, toezichtskwesties en mogelijke beleidsmaatregelen.

De autoriteiten hebben niet alleen het Lamfalussy-kader versterkt, maar ook een aantal concrete initiatieven ontplooid, zowel op internationaal als op Europees niveau, om systeemkwesties te verhelpen en de mogelijke langetermijneffecten van beleidsvoorstellen in verband met de herziening van het huidige kader voor regelgeving en toezicht te identificeren. Op internationaal niveau is het FFS begonnen met de analyse van de uitdagingen waarmee toezichthouders en regelgevende instanties worden geconfronteerd met betrekking tot de potentiële procyclische effecten van het kapitaaltoereikendheidsstelsel, voorzieningen voor debiteurenverliezen, compensatieregelingen en de door financiële instellingen toegepaste waarderingmethoden.

Op EU-niveau heeft de voorzitter van de Europese Commissie in oktober 2008 een onafhankelijke groep op hoog niveau voor financieel toezicht in de EU opgericht, die in februari 2009 aanbevelingen deed om regelingen voor het toezicht op alle financiële sectoren in Europa te versterken.<sup>8</sup> Tijdens de informele bijeenkomst van de Ecofin-Raad op 12 en 13 september 2008 is een werkgroep opgezet,

6 De Lamfalussy-benadering is een uit vier niveaus bestaand proces voor de goedkeuring van wetgeving inzake effecten, bancaire aangelegenheden en verzekeringsaangelegenheden. Zie voor meer details het *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets* van 15 februari 2001. Dit rapport is beschikbaar op de website van de Europese Commissie. Zie tevens het Jaarverslag 2003 van de ECB, blz. 118.

7 Niveau 3 van het Lamfalussy-kader is erop gericht de convergentie en samenwerking op het gebied van toezicht te versterken. Deze werkzaamheden worden door drie comités uitgevoerd: het Committee of European Banking Supervisors (CEBS), het Committee of European Securities Regulators (CESR) en het Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf).

waarin de ECB vertegenwoordigd was, met als mandaat het beoordelen van de beleidsmatige reacties die ertoe zouden kunnen bijdragen de aan de activiteiten van het financiële stelsel inherente cyclische schommelingen terug te dringen. Daarnaast is de ECB verzocht regelmatig een verslag te publiceren over de potentiële procyclische effecten van de kapitaalvereisten in de Richtlijn Kapitaalvereisten. Daartoe werkt de ECB nauw samen met het BSC en het CEBS. Eind 2008 is een voorlopig verslag opgesteld, dat, in afwachting van reeksen toezichtcijfers, gebaseerd was op kwalitatieve gegevens van bevoegde autoriteiten.

## 2.2 BANKWEZEN

### RICHTLIJN KAPITAALVEREISTEN

De Richtlijn Kapitaalvereisten strekt ertoe de financiële soliditeit van banken en beleggingsmaatschappijen te waarborgen door voorgeschreven kapitaalvereisten in lijn te brengen met de onderliggende risico's waarmee deze instellingen worden geconfronteerd. In oktober 2008 heeft de Europese Commissie een voorstel tot wijziging van bepaalde voorschriften van de Richtlijn Kapitaalvereisten vastgesteld, waarin onder meer de lessen van de financiële crisis in aanmerking worden genomen. Krachtens het regime voor grote risicoposities zal de risicopositie van banken ten opzichte van individuele partijen worden beperkt, wat ook zal leiden tot beperkingen op de interbancaire markt. Daarnaast zullen duidelijke criteria op EU-niveau worden geïntroduceerd voor de beoordeling van de beleenbaarheid van hybride kapitaal, die ertoe strekken de kwaliteit van het eigen vermogen van banken te verhogen. Op het terrein van risicobeheer worden het beheer van liquiditeitsrisico's en de behandeling van gesecuritiseerde producten herzien. Wat het eerste punt betreft, zijn een aantal bepalingen geïntroduceerd, in lijn met de lopende werkzaamheden van het BCBS en het CEBS. Wat het tweede punt betreft, strekken de bepalingen ertoe de transparantie te vergroten, de risicobeheerprocessen van zowel emittenten als beleggers te versterken en de prikkels in de

securitisatieketen beter op elkaar af te stemmen. Tot slot stelt de Commissie voor "colleges van toezichthouders" voor alle grensoverschrijdende banken op te richten en de rol van de bevoegde autoriteiten te verduidelijken met het oog op de versterking van het toezicht op bankgroepen die in meerdere lidstaten actief zijn. De ECB werd geraadpleegd over het voorstel voor een richtlijn van de Commissie. Bij haar inbreng heeft de ECB geprofiteerd van het werk dat door het BSC is verricht in de context van twee verslagen die het in het vierde kwartaal van 2008 heeft gepubliceerd.

In november heeft het BSC een verslag gepubliceerd over liquiditeitsrisico-toetsen en noodfinancieringsplannen van banken in de EU. Het verslag bevat een gedetailleerde beschrijving van technieken voor het toetsen van liquiditeitsrisico's en noodfinancieringsplannen, die bij banken in de EU sterk uiteenlopen. Ook wordt geanalyseerd in hoeverre technieken voor het toetsen van liquiditeitsrisico's adequaat zijn en noodfinancieringsplannen liquiditeitsschokken adequaat absorberen, met name tijdens de onrust in de markten. Geconcludeerd werd dat er op beide terreinen ruimte voor verbetering is.

In december heeft het BSC een verslag opgesteld over het zogenoemde *originate-and-distribute*-model, waarin de ontwikkeling van het model tijdens de periode van zijn groeiende populariteit en in de context van de onrust op de financiële markten wordt onderzocht. In het verslag worden de beloningsstructuur en de belangenverstremming tussen de partijen in het model geschetst. Er wordt een aantal marktoplossingen en beleidsmaatregelen voorgesteld die een belangrijke rol zouden kunnen spelen in het terugdringen van de gevolgen van de belangenverstremming.

### VERSLAGLEGGING

De onrust op de financiële markten bevestigde het belang van verslagleggingsstandaarden voor financiële stabiliteit. Met name problemen die verband houden met de aangescherpte voorschriften voor de bekendmaking van

blootstelling aan gestructureerde producten, de verwerking van niet in de balans opgenomen entiteiten en verslaglegging op basis van reële waarden wanneer de markten stilvallen of niet-liquide worden, zijn door zowel de routekaart van de Ecofin-Raad als het FFS genoemd als punten die aandacht vereisen.

Naar aanleiding van een verzoek van het FFS heeft de International Accounting Standards Board (IASB) een panel van adviserende deskundigen opgezet, waarin de ECB deelneemt, die eind oktober 2008 inzicht heeft gegeven over de toepassing van verslaglegging op basis van reële waarden wanneer de markten stilvallen.

Een ander punt heeft betrekking op het belang van het waarborgen van gelijke concurrentievoorwaarden op mondiaal niveau met betrekking tot verslagleggingsstandaarden, vooral aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In deze context heeft de IASB besluiten vastgesteld om te bereiken dat rekeningposten in de International Financial Reporting Standards (IFRS) en in de US Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) op overeenkomende wijze worden geclassificeerd. Daarnaast heeft de IASB een adviesgroep op hoog niveau opgezet om ertoe bij te dragen dat verslagleggingskwesties die rijzen als gevolg van de mondiale economische crisis internationaal op een gecoördineerde wijze worden aangepakt. Bovendien heeft de Europese Commissie geïdentificeerd in welke sleutelgebieden de IFRS en US-GAAP uiteenlopen en er bij de opstellers van verslagleggingsstandaarden op aangedrongen dat het wegwerken daarvan prioriteit krijgt. Na positieve adviezen van de Ecofin-Raad, het Europees Parlement en het Europees Comité voor het effectenbedrijf heeft de Europese Commissie op 12 december 2008 besloten dat de algemeen aanvaarde grondslagen voor waardering en resultaatbepaling van de Verenigde Staten, Japan, China, Canada, Zuid-Korea en India per januari 2009 als gelijkwaardig aan IFRS zullen worden beschouwd. De Commissie maakte ook bekend dat zij de situatie in het oog zou houden en

uiterlijk in 2011 verslag zou uitbrengen over de laatste vier landen. De ECB volgt deze ontwikkelingen nauwlettend.

### 2.3 EFFECTENWEZEN

Sinds het uitbreken van de onrust in de financiële markten zijn kredietbeoordelingsbureaus wijd en zijd bekritiseerd voor de ratings die zij aanvankelijk hadden gegeven aan gestructureerde financiële effecten, omdat hun beoordelingen de inherente risico's van deze effecten niet volledig zouden hebben weerspiegeld. In het verslag van het FFS over het vergroten van de veerkracht van de markt en de instellingen van 7 april 2008<sup>9</sup> werd de aandacht gevestigd op enkele zwakke punten in beoordelingsmodellen en -methodes en werd een aantal aanbevelingen gegeven voor verdere maatregelen om de kwaliteit van het beoordelingsproces te verhogen. Om dergelijke kwesties te verhelpen heeft de Europese Commissie op 31 juli 2008 een ontwerp voor een verordening betreffende kredietbeoordelingsbureaus ter raadpleging voorgelegd. Dit ontwerp voor een verordening behandelt de voorwaarden voor de toelating en het functioneren van en het toezicht op kredietbeoordelingsbureaus en strekt ertoe te waarborgen dat dergelijke bureaus aan hoge normen van onafhankelijkheid, integriteit en taakvervulling voldoen. Het Eurosysteem heeft het ontwerpvoorstel in zijn reactie van 25 september 2008<sup>10</sup> in grote lijnen positief ontvangen. Het benadrukte dat een EU-verordening betreffende kredietbeoordelingsbureaus de transparantie van de afgifte van ratings en het permanente toezicht daarop zou moeten verhogen, moet waarborgen dat het regelgevingskader niet met de inhoudelijke kant van de ratings interfereert en de integriteit en onafhankelijkheid van de bureaus moet behoeden door een regeling om belangenverstrengeling tegen te gaan. Het Eurosysteem stelde een EU-structuur voor regelgeving en toezicht voor waarin kredietbeoordelingsbureaus nog steeds formeel worden toegelaten door nationale

<sup>9</sup> [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf).

<sup>10</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>.



toezichthouders en onder hun toezicht staan, maar waarin deze toelating en dit toezicht volgen op een gezamenlijk beoordelingsproces en vergezeld gaan van een gezamenlijk toezichthoudingsproces. Het Committee of European Securities Regulators (CESR) zou bij de toelating en de handhaving door de bevoegde nationale autoriteiten een coördinerende rol kunnen spelen.

Tot slot benadrukte het Eurosysteem dat coördinatierelaties voor de regulering en het toezicht op kredietbeoordelingsbureaus moeten voorzien in afdoende betrokkenheid van het Eurosysteem, aangezien dat al een kredietbeoordelingskader op het niveau van het Eurosysteem heeft opgezet dat toezicht houdt op de prestaties en activiteiten van deze bureaus in het kader van de uitvoering van monetaire-beleidstransacties.

Na een openbare raadpleging heeft de Commissie in november 2008 een voorstel voor een verordening betreffende kredietbeoordelingsbureaus gepubliceerd.

### 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 soepele werking van betalings- en effectenafwikkelingssystemen. 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 2008 haar werkzaamheden op alle vier gebieden voortgezet.

#### VERHOGEN VAN DE BEWUSTWORDING OVER EN TOEZICHT OP DE FINANCIËLE INTEGRATIE

In april 2008 heeft de ECB haar tweede jaarverslag *Financial integration in Europe* uitgebracht.<sup>11</sup> Het voornaamste doel van dit verslag is een bijdrage te leveren tot de financiële integratie in Europa en het publiek bewust te maken van de ondersteunende rol van het Eurosysteem in het proces van financiële integratie. In het verslag wordt eerst de beoordeling van de ECB over de staat van financiële integratie in het eurogebied uiteengezet, die gebaseerd is op een reeks kwantitatieve indicatoren die ook elk half jaar op de website van de ECB worden gepubliceerd. In 2008 is de reeks indicatoren uitgebreid, zodat ook de Europese marktinfrastructuur gedekt is. Het verslag bevat tevens grondige analyses van

enkele kwesties, die zijn geselecteerd op basis van hun belang voor de financiële integratie van de EU en hun relevantie voor de taken van de ECB. In 2008 werden in deze speciale analyses vier thema's behandeld: concepten en maatstaven voor financiële ontwikkeling, het STEP-initiatief (Short-Term European Paper), de integratie en ontwikkeling van de markten voor hypothecaire leningen in Europa, en de integratie van systemen voor de betaling van grote bedragen en effectentransacties. Tot slot wordt een overzicht geboden van de bijdrage die het Eurosysteem in het voorafgaande kalenderjaar heeft geleverd tot de verdere integratie en ontwikkeling van de financiële markten in Europa.

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 de werking van financiële stelsels ondersteunen. De werkzaamheden op dit gebied werden in 2008 voortgezet,<sup>12</sup> met als doel het opstellen van een conceptueel kader voor het toezicht op en de beoordeling van potentiële wrijving in het financiële stelsel op regelmatige basis.

In 2008 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. In 2008 voltooide het netwerk zijn tweede fase, die culmineerde in zijn tweede symposium over kapitaalmarkten en financiële integratie in Europa, dat op 13 en 14 februari in Frankfurt werd gehouden. De derde fase werd

<sup>11</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>.

<sup>12</sup> Zie voor nadere details de paragraaf "Financial development: concepts and measures" in hoofdstuk 2 van *Financial integration in Europe*, april 2008.

ingeluid door de 11<sup>e</sup> conferentie van het netwerk, die op 20 en 21 oktober 2008 werd gehouden bij Česká národní banka in Praag en de aandacht vestigde op de markt voor financiële diensten aan particulieren en de ontwikkeling, integratie en economische effecten daarvan. Evenals in voorafgaande jaren heeft de ECB in het kader van het netwerk in 2008 vijf Lamfalussy Fellowship-onderzoeksplaatsen toegekend aan jonge onderzoekers. De prioriteiten van het netwerk zijn momenteel: i) financiële stelsels als risicobeheerders, risicoverspreiders en risicoscheppers, ii) de integratie en ontwikkeling van financiële diensten aan particulieren en de bevordering van innovatieve ondernemingen, en iii) financiële modernisering en beheer en de integratie van het Europese financiële stelsel in de mondiale kapitaalmarkten.

#### **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.

Het Eurosysteem bleef een groot voorstander van een Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied (SEPA), waarin particulieren, ondernemingen en overheidsinstellingen de mogelijkheid hebben binnen het gehele eurogebied en de andere SEPA-landen girale betalingen in euro te verrichten vanaf een enkele betaalrekening waar dan ook in het eurogebied, daarbij gebruik makend van een enkele reeks betaalinstrumenten. Dit alles op net zo gemakkelijke, efficiënte en veilige wijze als thans mogelijk is op nationaal niveau. Met SEPA komt een geïntegreerde betalingsmarkt in Europa tot stand, die aanzienlijke economische voordelen voor de maatschappij zal opleveren. SEPA is het logische vervolg op de invoering van de euro in (momenteel) 16 landen in Europa.

De succesvolle lancering van het SEPA-betalingsinstrument voor overschrijvingen in januari 2008 was de eerste belangrijke mijlpaal

van het initiatief. Sindsdien zijn de eerste voordelen van SEPA werkelijkheid geworden voor de banken en, nog belangrijker, voor de eindgebruikers van betaaldiensten. Het Eurosysteem heeft de beheerders van infrastructuur uitgenodigd regelmatig te bezien in hoeverre deze in overeenstemming is met SEPA. De meeste geautomatiseerde clearinginstellingen die overschrijvingen in euro verwerken, voldoen nu aan de eisen van het overboekings-*scheme*. Sommige van hen hebben de stap gezet van aanbieder van zuiver binnenlandse transacties naar het verstrekken van diensten op pan-Europese basis. Zoals in het zesde voortgangsverslag over SEPA (gepubliceerd door het Eurosysteem in november 2008) werd uiteengezet, verloopt het migratieproces echter nog steeds te traag en moeten maatregelen worden genomen om het te versnellen.

In januari 2008 werd tevens het SEPA-kader voor kaartbetalingen in gebruik genomen, maar op dit terrein zijn nog steeds meer inspanningen nodig. Het SEPA-kader voor kaarten zou tot meer keuze en grotere efficiëntie moeten leiden door middel van de geleidelijke eliminatie van juridische, technische en door het *scheme* opgelegde obstakels en door scherpere concurrentie op het gebied van uitgifte, ontvangst, acceptatie en verwerking. De migratie naar chipkaarten met een persoonlijk identificatienummer (PIN), een belangrijke bouwsteen voor SEPA, heeft in 2008 vooruitgang geboekt. Verschillende kaart-*schemes* hebben hun regels aan de SEPA-vereisten aangepast. Er blijven echter twijfels over de vraag of alle kaart-*schemes* hun verwerkingsactiviteiten daadwerkelijk hebben gescheiden van hun *scheme*-beheerfuncties. Het Eurosysteem verwacht dat in de komende jaren ten minste één additioneel Europees kaartbetalings-*scheme* zal opkomen dat aan de eisen van het Eurosysteem, kaarthouders, banken, handelaren en mededingingsautoriteiten voldoet. Het Eurosysteem bespreekt dit onderwerp sinds april 2008 met de belangrijkste Europese banken en andere belanghebbenden en constateert een toenemende ondersteuning. De markt heeft verschillende initiatieven genomen om een dergelijk Europees kaart-*scheme* te

creëren, hetgeen het Eurosysteem beschouwt als een duidelijk signaal dat de noodzaak van een dergelijk *scheme* wordt onderkend.

De lancering van het SEPA-*scheme* voor automatische incasso's op 1 november 2009 is in voorbereiding. Daarbij zijn twee reglementen ingevoerd, namelijk voor de kerndienst en voor de *business to business*-dienst. De lancering van het *scheme* is echter nog steeds omgeven door onzekerheden. Deze moeten met spoed worden opgelost, met name de kwestie van de toepassing van een multilateraal verrekeningstarief. Om de tijdige lancering van het *scheme* te ondersteunen heeft de ECB in september 2008, in nauw overleg met de Europese Commissie, voorgesteld een overgangsregeling op te zetten waarbij bestaande multilaterale verrekeningstarieven op SEPA-automatische incasso's zullen worden toegepast. Tijdens een overgangsperiode – die slechts enkele jaren zou duren – zouden banken hun bedrijfsmodellen moeten wijzigen en hun cliënten adequaat moeten informeren. Het Eurosysteem is zich blijven inzetten voor de tijdelijke lancering van deze nieuwe betalingsdiensten op Europees niveau. In deze context worden in het zesde SEPA-voortgangsverslag prioriteiten genoemd en verdere werkzaamheden aan dit project aangemoedigd.

De markt voor kortlopende schuldtitels in Europa is grotendeels nationaal van aard. Het STEP-initiatief, opgezet door marktpartijen onder de hoede van de Europese federatie van banken (EBF) en ACI (vereniging van financiële markten) en aangestuurd door het STEP-marktcomité, heeft dit gat in de financiële integratie proberen weg te werken door de ontwikkeling van een kernset van algemeen aanvaarde marktstandaarden en –praktijken, die marktpartijen vrijwillig naleven.

Het Eurosysteem heeft het STEP-initiatief vanaf het begin in 2001 aan ondersteund door interactie tussen marktpartijen te bevorderen, bij te dragen tot de ontwikkeling van de STEP-marktafspraken en bekendheid te geven aan het initiatief. Na de succesvolle lancering

van de STEP-markt in juni 2006 heeft het Eurosysteem zijn bijdrage aan het initiatief op twee manieren voortgezet. Ten eerste verstrekt de ECB statistische gegevens over de STEP-markt. Ten tweede staat het Eurosysteem het STEP-secretariaat terzijde bij het etiketteren van STEP-papier. Deze tweede bijdrage is een tijdelijke regeling die in juni 2010 afloopt.

Het STEP-marktcomité heeft een evaluatie van de STEP-marktafspraken gelanceerd, met het doel de toepassing ervan vanuit technisch oogpunt voor een groter aantal markten te vereenvoudigen en tegelijkertijd de standaarden van de marktafspraken te handhaven of zelfs op te schroeven. De ECB is ingenomen met deze evaluatie. Ten eerste omdat marktafspraken moeten worden aangepast aan de evoluerende markten. Ten tweede omdat de evaluatie een goede gelegenheid vormt om de sinds het begin van de STEP-markt in juni 2006 toegepaste processen en procedures te inventariseren en de nodige verbeteringen aan te brengen in de marktafspraken.

De ECB produceert dagelijks statistieken over het rendement van nieuwe, in euro luidende STEP-effecten en over de maandelijkse volumes van STEP-schuldbewijzen. Ondanks de gespannen situatie in de markten is de totale hoeveelheid uitstaande STEP-schuldbewijzen in het vierde kwartaal van 2008 jaar-op-jaar met 24% gestegen.

#### **ADVIES OVER HET WET- EN REGELGEVINGSKADER VOOR HET FINANCIËLE STELSEL EN DIRECTE REGELGEVING**

Het Eurosysteem draagt regelmatig bij tot de ontwikkeling van het wet- en regelgevingskader van de EU door advies te geven over de belangrijkste actuele initiatieven.

Activiteiten met betrekking tot financieel toezicht in de EU richtten zich in 2008 op de follow-up van de evaluatie van het Lamfalussy-kader, waaraan het Eurosysteem heeft bijgedragen (zie Paragraaf 2 van dit hoofdstuk). Daarnaast geeft de ECB in het kader van haar adviserende rol uit hoofde van Artikel 105,

lid 4, van het Verdrag, regelmatig advies over voorstellen voor wetgeving van de Europese Commissie (zie ook Paragraaf 2).

De ECB heeft advies uitgebracht over onderwerpen die betrekking hebben op de integratie van effectenafwikkelingssystemen en van betalingssystemen. Met name was de ECB nauw betrokken bij de werkzaamheden aan de “Code of Conduct for Clearing and Settlement”. De code strekt ertoe mededinging op basis van prijstransparantie, toegankelijkheid en interoperabiliteit, loskoppeling van diensten en financieel-administratieve scheiding te bevorderen. 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. De procedure doet een beroep op externe accountants en een ad-hoccontrolegroep samengesteld uit vertegenwoordigers van de Europese Commissie, het Committee of European Securities Regulators (CESR) en de ECB. De controlegroep is in de loop van 2008 vier maal bijeengekomen. De ECB en de European Central Securities Depositories Association hebben de prijstransparantie geanalyseerd en suggesties gedaan hoe de vergelijkbaarheid van prijzen kan worden verbeterd.

Het uiteindelijke doel van de gedragscode is keuzevrijheid te bewerkstelligen. 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. De ECB heeft haar deelname aan de Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group (CESAME), die aan de eliminatie van de eerste reeks barrières werkt, voortgezet. De ECB was ook nog steeds betrokken bij de Legal Certainty Group, die in augustus 2008 vijftien aanbevelingen voor het slechten van juridische barrières in de fase van de transactieverwerking gaf.

Aangezien harmonisatie van het Europese wetgevingskader de basis vormt van SEPA, is het Eurosysteem actief betrokken bij communautaire wetgeving op dit terrein. In november 2007 werd de Richtlijn Betalingsdiensten<sup>13</sup> vastgesteld. Volgens de Europese Commissie zijn de lidstaten goed op weg met de omzetting van de Richtlijn in hun nationale recht, waarvoor 1 november 2009 de uiterste termijn is. De ECB neemt deel aan de omzettingswerkgroep van de Commissie. De herziening van Verordening (EG) nr. 2560/2001 betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro<sup>14</sup> heeft ook grote gevolgen voor SEPA en met name voor SEPA-automatische incasso's. Breed wordt erkend dat deze Verordening de aanzet vormde voor de beslissing van het bankwezen in 2002 om SEPA op te zetten. Het voorstel van de Commissie<sup>15</sup> strekt ertoe de Verordening aan de huidige betalingsomstandigheden aan te passen, bijvoorbeeld door de werkingssfeer uit te breiden tot automatische incasso's. Dat betekent dat de prijzen voor grensoverschrijdende automatische incasso's via SEPA niet hoger mogen zijn dan die voor overeenkomstige nationale automatische incasso's. De ECB is betrokken geweest bij de werkzaamheden van de Commissie aan de conceptversie van de verordening en heeft in het kader daarvan een advies gepubliceerd.<sup>16</sup>

De ECB is ook betrokken geweest bij de voorbereidingen van de Commissie voor een herziening van de Richtlijn Elektronisch Geld, waarin het juridisch kader voor instellingen voor elektronisch geld zijn neergelegd.<sup>17</sup> De Commissie stelt dat de groei van de verstrekking en het gebruik van elektronisch geld niet aan de

13 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.

14 Verordening (EG) nr. 2560/2001 van het Europees Parlement en de Raad van 19 december 2001 betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro.

15 Zie [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm).

16 Advies inzake een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende grensoverschrijdende betalingen in de Gemeenschap (CON/2009/1).

17 Zie [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm).

verwachtingen beantwoordt en stelt daarom voor de Richtlijn aan te passen. Vanuit het standpunt van de ECB is de herziening welkom; sommige delen van het voorstel van de Commissie baren echter zorg, vooral met betrekking tot het kader voor bedrijfseconomisch toezicht en de institutionele status van instellingen voor elektronisch geld.<sup>18</sup>

### **VERLENEN VAN CENTRALE-BANKDIENSTEN DIE BEVORDERLIJK ZIJN VOOR DE FINANCIËLE INTEGRATIE**

TARGET2, de tweede generatie van het betalingssysteem voor grote bedragen van het Eurosysteem, werd op 19 november 2007 met succes gelanceerd en heeft zijn voorganger TARGET op 19 mei 2008 volledig vervangen. Het nieuwe systeem is bedoeld als een doeltreffend en veilig uitvoeringsmechanisme voor de real-time verrekening van eurobetalingen in centrale-bankgeld voor de geldmarkten en financiële markten in euro. TARGET2 vormt een beslissende bijdrage van het Eurosysteem aan de Europese financiële integratie. Het is de eerste marktinfrastructuur die volledig geïntegreerd en geharmoniseerd is op Europees niveau, waardoor het gefragmenteerde beheer van centrale-bankliquiditeit en de uitvoering van grote betalingen tot het verleden behoort. De kenmerken van het nieuwe systeem hebben wijzigingen in de organisatie van transacties tussen in verschillende Europese landen actieve kredietinstellingen mogelijk gemaakt en gestimuleerd, doordat deze lichamen hun backoffice rationeler hebben kunnen inrichten en het beheer van in euro luidende liquiditeiten hebben kunnen consolideren (zie Paragraaf 2.1 van Hoofdstuk 2).

Bovendien hebben het Eurosysteem en marktdeelnemers hun werkzaamheden aan het project TARGET2-Securities (T2S) voortgezet. T2S wordt een multivalutaplatform dat Europese centrale effectenbewaarinstellingen kunnen gebruiken voor de afwikkeling van effectentransacties in centrale-bankgeld. De Raad van Bestuur heeft op 17 juli 2008 besloten T2S tot stand te brengen en de ontwikkeling en het bedrijf ervan aan de Deutsche Bundesbank,

Banco de España, Banque de France en Banca d'Italia toe te wijzen. Dankzij het aanbod van geharmoniseerde, grenzeloze en neutrale verrekeningsdiensten in euro en andere valuta zal T2S een grote stap vooruit betekenen in de verwezenlijking van een geïntegreerde effectenmarkt, en een belangrijke bijdrage tot de financiële integratie in Europa (zie Paragraaf 2.2 van Hoofdstuk 2).

Tot slot heeft de Raad van Bestuur ter zake van onderpandsbeheer in juli 2008 besloten met het oog op de consolidatie en toenemende efficiëntie van de interne systemen van het Eurosysteem en de verbetering van het liquiditeits- en onderpandsbeheer van tegenpartijen een gemeenschappelijk platform (CCBM2) voor de nationale centrale banken van het eurogebied op te zetten. De Raad van Bestuur heeft de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en De Nederlandsche Bank de taak toegewezen het platform namens het Eurosysteem te ontwikkelen en te beheren. Het wordt ontwikkeld in nauwe samenwerking met marktpartijen (zie Paragraaf 2.3 van Hoofdstuk 2).

<sup>18</sup> Advies betreffende een voorstel voor een richtlijn voor de toegang tot, de uitoefening van en het bedrijfseconomisch toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld (CON/2008/84).

## 4 TOEZICHT OP BETALINGSSYSTEMEN EN MARKTINFRASTRUCTUREN

Betalingssystemen en effectenclearing- en -afwikkelingssystemen zijn basisinfrastructuren die noodzakelijk zijn voor de goede werking van markteconomieën. Zij zijn onmisbaar voor de efficiënte stromen van betalingen voor goederen, diensten en financiële activa, en de soepele werking ervan is van cruciaal belang voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid van de centrale bank en voor handhaving van de stabiliteit van en het vertrouwen in de munteenheid, het financiële stelsel en de economie in het algemeen.

Door uitoefening van zijn toezichtsfunctie streeft het Eurosysteem ernaar de veiligheid en doelmatigheid van betalings- en effectenafwikkelingssystemen en van centrale tegenpartijen die transacties in euro verwerken, te waarborgen door toepassing van onder meer minimumnormen en -vereisten. Met name tracht de toezichtsfunctie de systeemstabiliteit van het betalingsstelsel te handhaven door de blootstelling aan systeemrisico te beperken. In dit kader richten toezichthouders zich over het algemeen op zowel individuele betalings- en effectenafwikkelingssystemen als, gezien de onderlinge afhankelijkheden tussen deze systemen, op de marktinfrastructuur als geheel. Betaalinstrumenten vallen eveneens onder het toezicht van het Eurosysteem, dat zich met name richt op de veiligheid en efficiëntie van deze instrumenten.

Het Verdrag kent aan het Eurosysteem een aantal toezichtsverantwoordelijkheden toe. Met het oog op effectief en efficiënt toezicht, vervullen de ECB en de nationale centrale banken van het Eurosysteem deze verantwoordelijkheden op een wijze die het Eurosysteem in staat stelt van zijn gedecentraliseerde structuur te profiteren, maar daarbij de coördinatie van zijn toezichtsactiviteiten en gelijke toepassing van zijn beleid te waarborgen. Het toezichtsbeleid en de toezichtsvereisten van het Eurosysteem weerspiegelen internationaal erkende normen, waarvan de details worden aangepast aan de specifieke omstandigheden en behoeften van het Eurosysteem.

### 4.1 HOOGWAARDIGE BETALINGSSYSTEMEN EN AANBIEDERS VAN INFRASTRUCTUREN

Het Eurosysteem houdt toezicht op alle hoogwaardige betalingssystemen die transacties in euro afwickelen, met inbegrip van de door het Eurosysteem zelf beheerde systemen. 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”. Zij worden aangevuld door de bedrijfscontinuïteitstoelichtingen van het Eurosysteem voor betalingssystemen van systeemkritisch belang, die in 2006 door de Raad van Bestuur zijn goedgekeurd en die niet later dan juni 2009 door alle betalingssystemen van systeemkritisch belang in het eurogebied dienen te zijn ingevoerd.

Essentiële betalingsinfrastructuren die in euro luidende transacties afwickelen (TARGET2, EURO1 en het CLS), aanbieders van infrastructuur (zoals SWIFT) en effectenclearing- en -afwikkelingsinfrastructuur in euro zijn succesvol omgegaan met de uitdagingen die voortvloeiden uit de markturbulentie die in 2008 aanhield. Vanuit een toezichtsperspectief kon uit deze gebeurtenissen een aantal lessen worden geleerd, niet in het minst ten aanzien van het belang van adequaat capaciteitsbeheer door systeembeheerders en van goed-opgezette kaders voor crisiscommunicatie tussen toezichthouders, andere betrokken autoriteiten en aanbieders van marktinfrastructuur.

#### TARGET2

De geleidelijke overgang van TARGET naar TARGET2, die in november 2007 van start was gegaan, is soepel en op schema afgerond op 19 mei 2008, toen de derde en laatste groep van nationale banksectoren succesvol aan TARGET2 werd gekoppeld. Alle TARGET2-toezichtsactiviteiten worden geleid en

gecoördineerd door de ECB, die dit doet in nauwe samenwerking met de deelnemende nationale centrale banken. Deze laatste houden toezicht op de lokale kenmerken van TARGET2 en dragen op vrijwillige basis bij aan het toezicht op de centrale kenmerken van TARGET2.

Begin 2007, toen TARGET2 nog in ontwikkeling was, zijn de TARGET2-toezichthouders begonnen met een uitvoerige beoordeling van het TARGET2-ontwerp aan de hand van de Core Principles for Systemically Important Payment Systems en de door het Eurosysteem naar voren gebrachte bedrijfscontinuïteitstoezichtsverwachtingen voor betalingssystemen van systeemkritisch belang. De eerste resultaten van deze beoordeling waren bemoedigend en eind 2007 kwamen de TARGET2-toezichthouders tot de slotsom dat TARGET2 waarschijnlijk volledig zou voldoen aan alle relevante Core Principles, op voorwaarde dat door de systeembeheerder in de loop van 2008 op basis van een overeengekomen actieplan aan een aantal toezichtsbevindingen zou worden tegemoetgekomen. In november 2008 heeft de systeembeheerder een rapport aangeboden aan de toezichthouders, met daarin een gedetailleerd overzicht van hoe de in het actieplan opgenomen punten waren verholpen. De TARGET2-toezichthouders hebben het rapport en de door de TARGET2-beheerder ondernomen acties bestudeerd en in maart 2009 een definitief rapport ten aanzien van de toezichtsbeoordeling van het TARGET2-ontwerp aan de besluitvormende organen van de ECB ter beschikking gesteld. Een openbare versie van het beoordelingsrapport zal beschikbaar worden gemaakt.

De TARGET2-toezichthouders zijn van mening dat het beheer van het systeem overeenkomstig de verwachtingen is geweest. Slechts één belangrijk incident, dat plaatsvond op 30 juni 2008, vereiste speciale aandacht en actie van de kant van de TARGET2-toezichthouders. Met de systeembeheerder zijn naar aanleiding van dit incident enkele toezichtsaanbevelingen besproken en er zijn maatregelen ter verbetering doorgevoerd.

## **EURO1**

EURO1 is een hoogwaardig betalingssysteem voor grensoverschrijdende en binnenlandse transacties in euro tussen banken die werkzaam zijn in de EU. 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 TARGET2-systeem, waarbij de ECB optreedt als afwikkelingsagent. De toezichtsactiviteiten in 2008 richtten zich onder meer op de migratie van de afwikkeling van EURO1-einddagsposities naar TARGET2 in mei 2008, toen het eerdere TARGET-systeem ophield te bestaan. De migratie van de afwikkeling naar TARGET2 is zonder enige problemen afgerond.

Op 7 juli 2008 heeft EBA CLEARING twee additionele liquiditeitsdistributiemomenten in EURO1 ingevoerd in het kader van de zogeheten Flexible Settlement Capability (die ook wel bekend staat als de “liquiditeitsoverbrugging”), een om 13.00 uur en een om 15.30 uur. De liquiditeitsoverbruggingsfaciliteit vergemakkelijkt de verwerking van betalingen die anders tijdelijk zouden worden vastgehouden omdat banken hun debet- of creditlimiet in EURO1 hadden bereikt. De twee additionele liquiditeitsdistributiemomenten beogen het op de EURO1-preafwikkelingsrekening aangehouden saldo te verminderen en de recirculatie van vooraf gefinancierde liquiditeit te maximaliseren. De invoering van deze twee nieuwe liquiditeitsdistributiemomenten werd door de toezichthouders als positief beoordeeld, zowel vanuit een EURO1- als TARGET2-perspectief.

## **CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)-SYSTEEM**

Het Continuous Linked Settlement (CLS)-systeem verstrekt dienstverlening in meerdere valuta's voor de gelijktijdige afwikkeling (d.w.z. op basis van betaling-tegen-betaling) van valutatransacties, met finaliteit van betalingsopdrachten. Middels zijn betaling-tegen-betaling-mechanisme elimineert het CLS



vrijwel geheel het valuta-afwikkelingsrisico, d.w.z. het risico dat een partij bij een valutatransactie de valuta die zij heeft verkocht wel betaalt maar de valuta die zij heeft gekocht niet ontvangt.

Het CLS is in 2002 van start gegaan en wikkelde oorspronkelijk valutatransacties af in zeven belangrijke valuta's, waaronder de euro. Nu in 2008 de Mexicaanse peso en de Israëliische shekel van de CLS-toezichthouders toestemming hebben gekregen afgewikkeld te mogen worden in het CLS, wikkelde het CLS nu af in 17 valuta's. Daarnaast verzorgt het CLS de afwikkeling van betalingstransacties in één enkele valuta die verband houden met een beperkte reeks financiële instrumenten, te weten "over-the-counter (OTC)"-transacties in kredietderivaten en termijncontracten zonder mogelijkheid tot levering<sup>19</sup>.

Het CLS wordt beheerd door CLS Bank International (CLS Bank) in New York. De CLS Bank is in handen van particuliere banken en andere financiële instellingen. Het Federal Reserve System heeft de primaire toezichtsverantwoordelijkheid voor het CLS op zich genomen in het kader van een coöperatieve toezichtsregeling waarbij ook de centrale banken van de G-10 en de centrale banken van de valuta's die in het CLS worden afgewikkeld betrokken zijn. Binnen deze coöperatieve toezichtsregeling draagt de ECB (in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van het eurogebied) de primaire toezichtsverantwoordelijkheid voor de afwikkeling van de euro door het CLS.

In termen van waarde is het CLS het grootste betalingssysteem dat transacties in euro buiten het eurogebied afwikkelde. De veiligheid en efficiëntie van het CLS en de naleving door het CLS van de beleidsbeginselen van het Eurosysteem<sup>20</sup> zijn daarom van zeer groot belang voor het Eurosysteem. In december 2008 wikkelde het CLS een gemiddelde van 473.000 valutatransacties per dag af met een gemiddelde afwikkelingswaarde per dag van €3,3 biljoen<sup>21</sup>. In termen van volume is dit een substantiële stijging ten opzichte van december 2007, toen het

CLS een gemiddeld volume per dag van 381.436 transacties afwikkelde, met een gemiddelde afwikkelingswaarde per dag van €2,9 biljoen. Met een aandeel van rond 21% in alle in het CLS afgewikkelde transacties, is de euro, na de Amerikaanse dollar (met rond 44%), de op een na belangrijkste afwikkelingsvaluta gebleven. In 2008 was de gemiddelde waarde per dag van in euro afgewikkelde CLS-transacties €560 miljard.

In 2008 heeft de BIB een rapport gepubliceerd met de titel "Progress in reducing foreign exchange settlement risk"<sup>22</sup>. Dit rapport, waaraan door het Eurosysteem is bijgedragen, geeft aan dat de door de centrale banken van de G-10 in 1996 bekrachtigde veelomvattende langetermijnstrategie heeft geleid tot een aanzienlijke vermindering van het systeemrisico dat voortvloeit uit de manier waarop valutatransacties worden afgewikkeld. Het rapport wijst er echter ook op dat er door individuele instellingen, groepen uit de bedrijfstak en centrale banken meer kan en moet worden gedaan om de resterende blootstelling aan risico's het hoofd te bieden en niet het risico te lopen dat de reeds geboekte vooruitgang ongedaan wordt gemaakt.

#### SWIFT

De ECB neemt met de andere centrale banken van de G-10 deel aan het coöperatieve toezicht op SWIFT, waarbij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique de hoofdverantwoordelijkheid voor het toezicht draagt. Het coöperatieve toezicht van de G-10 op SWIFT richt zich primair op de doelstellingen veiligheid, operationele betrouwbaarheid,

19 Gedefinieerd als "netto contant afgewikkelde" termijnvalutatransacties, waarbij twee partijen overeenkomen twee denkbeeldige valutatransacties aan te gaan en het verschil tussen de twee denkbeeldige transacties contant af te wikkelen in een overeengekomen valuta. De in de twee denkbeeldige valutatransacties gespecificeerde valuta's worden niet in fysieke zin uitgewisseld door de bij het termijncontract zonder mogelijkheid tot levering betrokken partijen.

20 "The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions", ECB, juli 2007.

21 De contantafwikkeling van elke valutatransactie bestaat uit twee betalingstransacties, een in elke betrokken valuta. Zo wikkelde het CLS in december 2008 236.396 transacties af met een gemiddelde waarde per dag van rond €1,65 biljoen.

22 Zie: <http://www.bis.org/publ/cps83.htm>.

bedrijfscontinuïteit en schokbestendigheid van de SWIFT-infrastructuur. Gedurende 2008 heeft de toezichtsgroep onderzocht of SWIFT deze doelstellingen nastreeft door ervoor te zorgen dat er governance-regelingen, structuren, processen, risicobeheerprocedures en controles zijn die SWIFT in staat stellen de potentiële risico's voor de goede werking van de marktinfrastructuur die van SWIFT gebruik maken en voor de financiële stabiliteit in het algemeen, op doeltreffende wijze te beheersen.

In 2008 hebben de SWIFT-toezichthouders in het bijzonder aandacht besteed aan het door SWIFT uitgevoerde project om te komen tot een berichtenarchitectuur voor meerdere zones. De verwerking door SWIFT zal worden opgedeeld in twee zones, namelijk de transatlantische zone en de Europese zone. Deze opdeling heeft tot doel de verwerkingscapaciteit van de SWIFT-infrastructuur te vergroten, de schokbestendigheid ervan te versterken en tevens te voldoen aan de Europese vereisten voor gegevensbescherming. Als onderdeel van dit project, dat in respectievelijk 2010 en 2013 in twee fasen zal worden ingevoerd, zal in Europa een nieuw mondiaal beheercentrum worden opgezet dat zowel de transatlantische als de Europese zone zal bedienen. In Europa gevestigde cliënten van SWIFT zullen automatisch bij de Europese zone worden ingedeeld, waarbij al hun binnen Europa plaatsvindende transactieverkeer in Europa wordt verwerkt en opgeslagen. De toezichthouders bestuderen momenteel de processen van SWIFT voor het ontwerp en de ingebruikneming van deze architectuur, en controleren daarbij of voldoende aandacht wordt besteed aan de continuïteit van de schokbestendigheid en beschikbaarheid van de SWIFT-diensten die van cruciaal belang zijn voor handhaving van de mondiale financiële stabiliteit.

#### **4.2 RETAILBETALINGSSYSTEMEN EN -BETAALINSTRUMENTEN**

Onder het door het Eurosysteem uitgeoefende toezicht vallen ook retailbetalingssystemen en -betaalinstrumenten. In 2008 is de ECB de

goede werking van STEP2 blijven volgen, een betalingssysteem voor grensoverschrijdende (en in toenemende mate ook binnenlandse) retailbetalingen in euro, dat wordt beheerd door EBA CLEARING. In 2008 moest een aantal wijzigingen in het systeem worden beoordeeld aan de hand van de toepasselijke toezichtsnormen.

Op 28 januari 2008 lanceerde EBA CLEARING de dienstverlening voor SEPA-overboekingen in STEP2 voor de verwerking van overboekingen overeenkomstig het door de European Payments Council (EPC) opgestelde Rulebook voor SEPA-overboekingen. In mei 2008 is voor de SEPA-overboekingsdiensten een additionele cyclus binnen-de-dag ingevoerd om zo tegemoet te kunnen komen aan de vraag die voortvloeide uit de migratie van het binnenlandse transactieverkeer van de landen van het eurogebied naar deze nieuwe dienstverlening. Een belangrijke verandering in het systeem vond plaats op 8 december 2008, toen de afwikkeling van SEPA-overboekingen verhuisde naar TARGET2. Vóór die datum wikkeldde de overboekingsdienstverlening af in EURO1, zoals de overige STEP2-diensten dat nog steeds doen. Deze veranderingen hebben de mate waarin STEP2 voldoet aan de toepasselijke toezichtsnormen niet beïnvloed.

In januari 2008 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan het toezichtskader voor *schemes* voor kaartbetalingen in het eurogebied, en hield daarbij rekening met het in de openbare consultatie van 2007 ontvangen commentaar. In mei 2008 heeft het Eurosysteem een begin gemaakt met zijn toezichtsbeoordeling van kaartbetalings-*schemes* in het eurogebied aan de hand van de nieuw opgestelde toezichtsnormen. De beoordeling heeft betrekking op 26 *schemes*, waarvan vier internationale *schemes* zijn. Internationale kaart-*schemes* worden thans beoordeeld door coöperatieve beoordelingsgroepen die bestaan uit een centrale bank die optreedt als hoofdtoezichthouder en een aantal andere

vrijwillig meewerkende centrale banken<sup>23</sup>. De beoordelingen van alle individuele nationale en internationale kaart-*schemes* zullen worden bekeken door middel van “peer reviews” om zo gelijke toepassing van de toezichtsnormen te garanderen. Voorzien wordt dat een algeheel beoordelingsrapport, met daarin een beschrijving van de belangrijkste uitkomsten op geaggregeerd niveau, zal worden gepubliceerd.

In 2008 heeft het Eurosysteem een begin gemaakt met de ontwikkeling van toezichtskaders voor de nieuwe, door de EPC ontwikkelde SEPA-betaalinstrumenten, namelijk het overboekingsysteem dat op 28 januari 2008 van start ging en het systeem voor automatische incasso's (ook wel domiciliëringen genoemd) dat voor 2009 op het programma staat. Wanneer de toezichtskaders eenmaal zijn opgezet, wordt voorzien dat zij voor een openbare consultatie zullen worden gepubliceerd.

#### 4.3 EFFECTEN- EN DERIVATENCLEARING EN -AFWIKKELING

Het Eurosysteem heeft groot belang bij de soepele werking van effectenclearing- en -afwikkelingsystemen 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 effectenafwikkelingsystemen (“securities settlement systems” ofwel SSS's) toetst het Eurosysteem of SSS's en de koppelingen tussen de verschillende systemen in het eurogebied voldoen aan de gebruikersnormen van het Eurosysteem<sup>24</sup>. SSS's en koppelingen komen in aanmerking voor de krediettransacties van het Eurosysteem wanneer zij voldoen aan deze gebruikersnormen, die tevens de basis verschaffen aan de hand waarvan het Eurosysteem nieuwe SSS's en koppelingen

of significante aanpassingen van reeds goedgekeurde systemen beoordeelt.

In 2008 zijn een nieuw systeem (VP Lux) en een nieuwe doorgeschakelde koppeling beoordeeld. De uitkomst was dat zij aan de gebruikersnormen van het Eurosysteem voldeden. De Raad van Bestuur heeft tevens het Slowaakse SSS aan een beoordeling onderworpen in het kader van de voorbereiding voor de toetreding van Slowakije tot het eurogebied op 1 januari 2009. De bevinding van de Raad was dat het desbetreffende SSS voldeed aan de gebruikersnormen en derhalve in aanmerking kwam voor gebruik bij de monetaire-beleidstransacties en intraday-krediettransacties van het Eurosysteem. Daarnaast voerde het Eurosysteem tevens zijn eerste uitgebreide beoordeling van alle reeds in gebruik zijnde SSS's, koppelingen en doorgeschakelde koppelingen uit. De resultaten van deze algehele beoordeling zullen naar verwachting in het voorjaar van 2009 beschikbaar komen.

In 2008 heeft het Eurosysteem ook een beoordeling uitgevoerd van een nieuwe regeling voor het aanhouden van geregistreerde internationale wereldwijde schuldbewijzen die gezamenlijk zijn uitgegeven door de twee internationale centrale effectenbewaarinstellingen Euroclear Bank (Belgium) en Clearstream Banking Luxembourg. Deze nieuwe regeling – die medio 2010 zal worden ingevoerd – zal dezelfde hoofdbeginselen bevatten als de regeling betreffende de New Global Note die in 2006 is ingevoerd voor internationale wereldwijde schuldbewijzen aan toonder. Gezien de afnemende uitgifte van internationale schuldbewijzen in de vorm van een “individual note”, was herziening van hun aanhoudingsstructuur niet op zijn plaats. Er is daarom besloten deze schuldbewijzen

23 De ECB is de hoofdtoezichthouder van het Eurosysteem voor VISA, American Express en Diners/Discover. De ECB neemt als een lid van een beoordelingsgroep deel aan het coöperatieve toezicht op MasterCard, waarbij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique de centrale bank is die optreedt als hoofdtoezichthouder.

24 “Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, januari 1998.

van de lijst van beleenbare activa voor de krediettransacties van het Eurosysteem af te voeren. Een overgangperiode die loopt tot en met 30 september 2010 is vastgelegd, tijdens welke periode de effecten van dit type die vóór of op die datum zijn uitgegeven in aanmerking zullen blijven komen voor gebruik als onderpand tot de datum waarop zij verlopen.

### **ESCB/CESR-AANBEVELINGEN VOOR EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING IN DE EUROPESE UNIE**

In 2001 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan een kader voor samenwerking tussen het ESCB en het Committee of European Securities Regulators (CESR) op het terrein van effectenclearingen -afwikkelingssystemen. In hetzelfde jaar is een gezamenlijke werkgroep opgezet om de door het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) en de International Organization of Securities Commission (IOSCO) opgestelde aanbevelingen voor SSS's (de zogeheten "CPSS/IOSCO-Aanbevelingen") aan de EU-omgeving aan te passen, en vanaf 2004 ook de aanbevelingen voor centrale tegenpartijen. Het werk is in 2005 stilgelegd vanwege drie nog onopgeloste punten met betrekking tot de reikwijdte, de inhoud en de juridische grondslag van de ESCB/CESR-aanbevelingen.

Op 3 juni 2008 verzocht de Ecofin-Raad het ESCB en de CESR formeel hun conceptversie van de "Standards for securities clearing and settlement in the EU" uiterlijk herfst 2008 aan te passen en af te ronden, maar daarbij een aantal beginselen in acht te nemen, namelijk: i) de goedgekeurde tekst zou de vorm dienen te hebben van niet-bindende aanbevelingen die uitsluitend zijn gericht tot overheden en niet tot marktdeelnemers, ii) de definitieve versie zou gericht dienen te zijn op internationale centrale effectenbewaarinstanties maar niet op bewaarnemingsbanken, en iii) ten aanzien van krediet- en liquiditeitsrisicocontroles diende de door de G-10 geaccepteerde benchmark – namelijk CPSS/IOSCO-Aanbeveling 9 voor SSS's – te worden aangehouden.

Naar aanleiding van het verzoek van de Ecofin-Raad, heeft de ESCB/CESR-werkgroep zijn werk hervat en een samenstel van conceptaanbevelingen opgesteld, waarvoor van 23 oktober 2008 tot en met 23 januari 2009 een openbare consultatie is gehouden. Gedurende de consultatieperiode is tevens voor belanghebbenden een openbare hoorzitting gehouden.

Het Europees Parlement, de Europese Commissie, het Committee of European Banking Supervisors (CEBS), marktdeelnemers en marktorganisaties zijn in verschillende stadia nauw bij dit werk betrokken geweest. De definitieve goedkeuring van de herziene aanbevelingen door de CESR, de Raad van Bestuur en de nationale centrale banken buiten het eurogebied wordt verwacht aan het eind van het eerste kwartaal van 2009. Parallel daaraan voert de CEBS momenteel een analyse uit om in kaart te brengen op welke terreinen verdere maatregelen nodig kunnen zijn om de kloof tussen de ESCB/CESR-aanbevelingen en de op banken met geïnternaliseerde clearing- en afwikkelingsactiviteiten van toepassing zijnde bancaire regelgeving te slechten.

Wanneer de aanbevelingen eenmaal definitief vastgesteld zijn, zullen zij door centrale-banktoezichthouders en effectenregelgevingsinstanties worden gebruikt om niet alleen de soliditeit en efficiëntie van de effectenclearing en -afwikkeling in de EU te waarborgen, maar ook om te zorgen voor een "level playing-field" voor de verschillende infrastructuren. De ESCB/CESR-aanbevelingen vormen een aanvulling op het werk van andere EU-fora en worden beschouwd als een van de pijlers van het EU-beleid ten aanzien van de post-transactiesector, samen met TARGET2-Securities, de Code of Conduct for Clearing and Settlement en het wegnemen van de Giovannini-barrières.

### **VERMINDERING VAN TEGENPARTIJRISICO IN CREDIT DEFAULT SWAPS**

Volgens cijfers van de BIB was het uitstaande fictieve bedrag aan credit default swaps in juni 2008 USD 57 miljard, ongeveer 8% van alle OTC-derivaten. De behoefte aan een schokbestendiger

operationeel kader ter ondersteuning van de ordelijke verwerking van transacties in OTC-derivaten, die uit het in maart 2007 door het CPSS gepubliceerde rapport “New developments in clearing and settlement arrangements for OTC-derivatives” naar voren kwam, is groter geworden ten gevolge van de turbulentie op de financiële markten in 2008. De ECB organiseerde op 3 november 2008 een vergadering met Europese belanghebbenden over het opzetten van centrale tegenpartijen (*central counterparties* ofwel CCP's) voor credit default swaps. Onder de deelnemers aan deze vergadering waren de mogelijke aanbieders van dergelijke CCP's, handelaren, gebruikers en vertegenwoordigers van regelgevingsinstanties. De vergadering bouwde voort op initiatieven op dit vlak van de Federal Reserve Bank van New York en de Europese Commissie. De ECB heeft tevens deelgenomen aan een werkgroep die door de Europese Commissie is opgezet om in te gaan op zowel korte-termijn- als lange-termijntoezichts-, -regelgevings- en -concurrentie-aangelegenheden in de derivatenmarkt, met als doel de bevordering van financiële stabiliteit. Belanghebbenden hebben gewezen op de voordelen van het beschikbaar zijn van meerdere oplossingen, en van ten minste één Europese oplossing. Op 18 december 2008 herinnerde de Raad van Bestuur aan het belang van versterking van de infrastructuur voor OTC-derivaten, en aan de behoefte aan ten minste één Europese CCP voor kredietderivaten. Gezien het potentiële systeemkritische belang van een dergelijke Europese CCP, zou deze binnen het eurogebied gevestigd moeten zijn.

Het Eurosysteem deelt de mening van het Financial Stability Forum en de Europese Commissie dat het belangrijk is het tegenpartijrisico te verminderen en de transparantie van de markten voor OTC-derivaten te verbeteren, met name op de terreinen die van systeembelang zijn (bijvoorbeeld kredietderivaten). De invoering van CCP's voor OTC-derivaten wordt een passende oplossing geacht aangezien CCP's, dankzij het feit dat zij uitstaande posities op één plaats concentreren, i) het tegenpartijrisico waaraan marktdeelnemers blootstaan verminderen en risicobeheer

efficiënter maken, ii) de marktintegriteit, de transparantie en de beschikbaarheid van informatie verbeteren, iii) de criteria voor de evaluatie van risicoblootstelling standaardiseren en iv) onderpand vrijmaken. Het Eurosysteem heeft uitdrukking gegeven aan zijn voornemen met andere autoriteiten samen te werken om effectieve collectieve actie door de particuliere sector op dit vlak te vergemakkelijken. In december 2008 heeft de Ecofin-Raad het ESCB en de CESR uitgenodigd hun conceptaanbevelingen ten aanzien van CCP's zo aan te passen dat zij expliciet ingaan op het risico van OTC-derivaten.

#### 4.4 OVERIGE ACTIVITEITEN

Om overheden, aanbieders van marktinfrastructuren en hun deelnemers, maar ook het algemene publiek op de hoogte te houden omtrent ontwikkelingen ten aanzien van haar toezichtskader en haar toezichtsactiviteiten met betrekking tot specifieke betalingssystemen, heeft de ECB op 11 juli 2008 haar “Payment systems and market infrastructure oversight report 2007” gepubliceerd. Dit rapport is de eerste publicatie die geheel gewijd is aan de toezichtsactiviteiten van de ECB. Het blikveld van het rapport zal worden verbreed, en volgende uitgaven ervan zullen worden gepubliceerd in de vorm van een toezichtsrapport van het Eurosysteem.

Gezien het feit dat betalings- en effecteninfrastructuren van cruciaal belang zijn voor de goede werking van markteconomieën, is het belangrijk dat deze infrastructuren, met inbegrip van hun deelnemers en derdenaandieners van diensten, effectieve en efficiënte risicobeheer- en bedrijfscontinuïteitsprocedures invoeren en voldoen aan de relevante nationale en internationale normen. Gezien de vele onderlinge afhankelijkheden tussen de verschillende marktinfrastructuren en de noodzaak te zorgen voor een grote mate van informatie-uitwisseling en onderling begrip, zijn de ECB en de nationale centrale banken van de EU overeengekomen informatie-uitwisseling met betrekking tot internationale en nationale normen die van belang

zijn voor operationele schokbestendigheid, en met name die welke van belang zijn voor de bedrijfscontinuïteit, te bevorderen. In februari 2008 is de ECB op haar website met een geheel aan de bedrijfscontinuïteit van marktinfrastructuren gewijde webpagina van start gegaan<sup>25</sup>. Deze webpagina geeft belanghebbenden informatie over de laatste bedrijfscontinuïteitsnormen die van toepassing zijn op in Europa opererende infrastructuren, biedt een lijst van termen met betrekking tot bedrijfscontinuïteit en up-to-date informatie betreffende de laatste Europese ontwikkelingen op dit vlak. De webpagina biedt tevens links naar centrale banken en andere regelgevingsinstanties die relevante normen en marktpraktijken die in hun respectieve landen (met inbegrip van niet-Europese landen als de Verenigde Staten, Hong Kong en Japan) van toepassing zijn, openbaar hebben gemaakt.

Om in alle publicaties van het ESCB over betalingen, clearing en afwikkeling consistent gebruik van terminologie te waarborgen, heeft de ECB op 30 september 2008 ter openbare consultatie een lijst van termen gepubliceerd met betrekking tot de technische aspecten van betalings-, clearing- en afwikkelingssystemen in de EU. De in de lijst opgenomen termen zijn in gebruikersvriendelijke en niet-juridische stijl gedefinieerd om zo de aanvaarding ervan te bevorderen. De definitieve versie van de lijst van termen zal worden gepubliceerd op de website van de ECB.

De ECB publiceert, ten slotte, statistische gegevens over betalingen en over effectenverkeer, -clearing en -afwikkeling op jaarbasis. De gegevens worden uitgesplitst naar land en worden per 2007 uitsluitend in elektronische vorm beschikbaar gesteld via het Statistical Data Warehouse op de website van de ECB. De gegevens voor 2007 zijn op 26 november 2008 gepubliceerd.

<sup>25</sup> Deze webpagina kan worden gevonden onder <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>.



Bij zijn afscheid op 22 oktober 2003 overhandigt Willem F. Duisenberg de bel die wordt gebruikt tijdens vergaderingen van de Raad van Bestuur aan Jean-Claude Trichet.

## HOOFDSTUK 5

# EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN



## I EUROPESE AANGELEGENHEDEN

In 2008 is de ECB haar reguliere contacten met de Europese instellingen en fora blijven onderhouden, met name met het Europees Parlement (zie Hoofdstuk 6), de Ecofin-Raad, de Eurogroep en de Europese Commissie. De President van de ECB woonde vergaderingen bij van de Ecofin-Raad wanneer daar aangelegenheden werden besproken die verband hielden met de doelstellingen en taken van het ESCB, en vergaderingen van de Eurogroep. De Voorzitter van de Eurogroep en de Commissaris voor Economische en Monetaire Zaken waren aanwezig bij vergaderingen van de Raad van Bestuur wanneer zij dit toepasselijk achtten.

### I.1 BELEIDSAANGELEGENHEDEN

#### HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

In 2008 gaf het aanvankelijk gunstige macro-economische klimaat steun aan de verbetering van de begrotingsaldi in de meeste landen en aldus aan de intrekking van de buitensporige-tekortprocedure voor vijf van de zes lidstaten die eind 2007 met een buitensporig tekort kampten. In juni 2008 beëindigde de Ecofin-Raad de buitensporige-tekortprocedure voor Tsjechië, Italië, Portugal en Slowakije, en in juli 2008 deed de Raad hetzelfde voor Polen. Voor Slowakije betekende dit dat een belangrijke belemmering voor invoering van de euro in 2009 werd weggenomen. De herziening van het Griekse tekort voor 2007, van 2,8% naar 3,5% van het bbp, leidde niet tot procedurele maatregelen in het kader van de buitensporige-tekortprocedure.

De verslechtering van het macro-economische klimaat in de loop van het jaar en de impact van de financiële crisis op belastingopbrengsten hebben echter de overheidsfinanciën onder druk gezet en ertoe geleid dat hoge tekorten zich toch weer voordeden, met name in landen die ten gevolge van onvoldoende consolidatie in de goede tijden kwetsbaar waren. In juli 2008 startte de Ecofin-Raad een buitensporige-tekortprocedure tegen het Verenigd Koninkrijk en deed, krachtens Artikel 104, lid 7, van het

Verdrag, de aanbeveling dat het Verenigd Koninkrijk het tekort diende terug te dringen tot onder 3% bbp in het boekjaar 2009-2010. Voor Hongarije bleef gedurende 2008 de lopende buitensporige-tekortprocedure gehandhaafd, met een uiterste termijn voor correctie van het tekort van 2009. Daarnaast bracht de Commissie in mei 2008 “advies ten aanzien van het economisch en begrotingsbeleid” uit aan Frankrijk, waarbij zij het land opriep de noodzakelijke consolidatie van de overheidsfinanciën ten uitvoer te leggen en structurele hervormingen na te streven. Verwijzend naar de noodzaak van een bindend middellange-termijnbegrotingskader en naar het risico dat het tekort 3% bbp zou kunnen overstijgen, bracht de Commissie in juni 2008 tevens advies uit aan Roemenië.

In mei bekrachtigde de Eurogroep het door het Stabiliteits- en Groeipact vastgestelde beleidskader. De Ministers merkten op dat in enkele landen ambitieuzer beleid nodig zou zijn om te voldoen aan de bepalingen van de preventieve instrumenten van het Pact en om te komen tot verwezenlijking van de begrotingsdoelstellingen zoals die zijn neergelegd in de overeenkomst van 2007 in Berlijn, namelijk dat de lidstaten hun middellange-termijndoelstellingen in 2008 of 2009 zouden waarmaken en dat zij zich allen op uiterlijk 2010 zouden richten.

Naarmate de financiële turbulentie in de loop van het jaar toenam, hetgeen leidde tot een verminderd vertrouwen in de financiële sector, riep de Ecofin-Raad in oktober op tot begrotingsprudentie om zo steun te geven aan het vertrouwen. De Ministers benadrukten dat het Pact het geschikte kader bleef en ten volle diende te worden toegepast. Met name de automatische stabilisatoren zouden de verwachte vertraging moeten helpen verzachten. Ten aanzien van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn, besprak de Raad voorstellen hoe de met de vergrijzing gepaard gaande begrotingslast kan worden meegenomen bij het vaststellen van de middellange-termijndoelstellingen.

## DE STRATEGIE VAN LISSABON

De strategie van Lissabon – het uitgebreide programma van de EU voor economische, sociale en milieuhervorming – is in 2008 aan een nieuwe beleidscyclus van drie jaar begonnen, de tweede sinds de herziening van de strategie in 2005.

In het voorjaar van 2008 bevestigde de Europese Raad de Geïntegreerde Richtlijnen die voor de 2005-2008-cyclus waren goedgekeurd en benadrukte dat gedurende de huidige cyclus de nadruk diende te liggen op de tenuitvoerlegging van de overeengekomen doelstellingen. De Raad vulde deze Richtlijnen tevens aan met landspecifieke aanbevelingen voor elke lidstaat en met een horizontale richtlijn die gericht was tot de landen van het eurogebied. De Europese Commissie werd uitgenodigd om met de lidstaten te blijven samenwerken aan een duidelijke en transparante methodologie voor de controle en evaluatie van de Lissabon-hervormingen. Bovendien verzocht de Europese Raad, teneinde de committering aan structurele hervormingen te doen voortduren, de Commissie, de EU-Raad en de nationale Lissabon-coördinatoren na te gaan denken over de toekomst van de Lissabon-strategie na 2010.

In het najaar van 2008 hebben de lidstaten hun nationale hervormingsprogramma's ingediend. In deze programma's wordt uiteengezet welke vooruitgang de lidstaten hebben geboekt met de tenuitvoerlegging van hun strategieën voor structurele hervormingen. Deze strategieën beogen de duurzaamheid en de kwaliteit van de overheidsfinanciën te waarborgen, het regelgevingsklimaat voor bedrijven te verbeteren, de investeringen in onderzoek en ontwikkeling alsook innovatie te vergroten, en maatregelen in te voeren om de arbeidsparticipatie te stimuleren en arbeidsmarktflexibiliteit te versterken. Eind 2008 publiceerde de Europese Commissie haar eerste beoordeling van de tenuitvoerlegging van het communautaire Lissabon-programma voor de periode 2008-2010, dat eind 2007 was goedgekeurd en dat de nationale hervormingsprogramma's aanvult door middel van een gedetailleerde

opsomming van op EU-niveau te ondernemen actie. De Commissie suggereerde tevens aanvullende maatregelen ter versterking van de Lissabon-strategie als onderdeel van het Europees Economisch Herstelplan.<sup>1</sup>

De ECB heeft er herhaaldelijk op gewezen dat het belangrijk is structurele hervormingen die zijn gericht op versterking van de groei en de werkgelegenheid ten uitvoer te leggen. Met name de landen van het eurogebied dienen veelomvattende hervormingsmaatregelen door te voeren om de soepele werking van de EMU te bevorderen.

## ONTWIKKELINGEN IN DE FINANCIËLE MARKTEN EN FINANCIËLE INTEGRATIE

Het door de EU gedurende 2008 gevoerde beleid op het vlak van de financiële markten is in sterke mate bepaald door de financiële crisis. In de tweede helft van 2007 heeft de EU-Raad drie plannen van aanpak aangenomen in reactie op de turbulentie in de financiële markten, die in augustus dat jaar de kop opstak. In deze drie plannen van aanpak wordt gespecificeerd welke maatregelen moesten worden genomen ten aanzien van i) de reactie op de financiële turbulentie, ii) de versterking van de EU-regelingen voor financiële stabiliteit, en iii) de herziening van het Lamfalussy-proces betreffende financiële regelgeving en financieel toezicht.

In de loop van 2008 is met alle drie plannen van aanpak aanzienlijke vooruitgang geboekt. Wat betreft de reactie op de financiële turbulentie, heeft de Europese Commissie in juli haar suggesties gepubliceerd ten aanzien van de voorwaarden voor de machtiging en de bedrijfsuitoefening van en het toezicht op

<sup>1</sup> Deze maatregelen zijn onder meer de volgende: i) versnelling van de tenuitvoerlegging van maatregelen ter versterking van het ondernemingsklimaat, ii) verbetering van de werking van arbeidsmarkten, iii) vermindering van tekorten aan vaardigheden en iv) het naar voren halen van investeringen in de openbare infrastructuur. Het Europees Economisch Herstelplan benadrukt tevens het belang van verbetering van de internationale markttoegang en intensivering van de internationale samenwerking op het vlak van regelgeving.

kredietbeoordelingsinstellingen. In oktober presenteerde de Commissie een voorstel tot wijziging van de Richtlijn Kapitaalvereisten (zie voor nadere details paragraaf 2 in Hoofdstuk 4). Teneinde de EU-regelingen voor financiële stabiliteit te versterken, hebben de toezichtsautoriteiten, centrale banken en Ministeries van Financiën in de EU hun goedkeuring gehecht aan een “Memorandum of Understanding” betreffende samenwerking op het vlak van grensoverschrijdende financiële stabiliteit, dat in juni in werking trad. Aanzienlijke vooruitgang is ook geboekt ten aanzien van de herziening van het Lamfalussy-proces, hetgeen heeft geleid tot de overeenkomst dat de mandaten van de nationale toezichthouders medio 2009 een EU-dimensie dienen te bevatten en dat “colleges van toezichthouders” dienen te worden opgezet voor de grootste grensoverschrijdende financiële groepen.

Toen de financiële crisis in de herfst van 2008 heviger werd, hebben de EU-instellingen en de lidstaten hun coördinatie van maatregelen om de nieuwe uitdagingen het hoofd te bieden geïntensiveerd. Op 12 oktober keurden de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied een gezamenlijk actieplan goed. Op 15 oktober bekrachtigde de Europese Raad de door de landen van het eurogebied overeengekomen beginselen en riep de Raad de EU-landen op nationale maatregelen te treffen overeenkomstig het actieplan. De President van de ECB nam aan beide vergaderingen deel.

De belangrijkste doelstellingen van het gezamenlijke actieplan zijn passende liquiditeitscondities voor financiële instellingen te waarborgen, de financiering van banken te vergemakkelijken, financiële instellingen te voorzien van extra kapitaalmiddelen, de efficiënte herkapitalisatie van banken die in problemen verkeren mogelijk te maken en te zorgen voor voldoende flexibiliteit in de tenuitvoerlegging van financieel-administratieve regels. Daarnaast is een financiële-crisisgroep opgezet om snel en doelmatig optreden in een crisissituatie te vergemakkelijken. In deze groep zitten vertegenwoordigers van het land dat het

EU-voorzitterschap bekleedt, de Voorzitter van de Europese Commissie, de President van de ECB (samen met de overige centrale banken van de EU), de President van de Eurogroep en vertegenwoordigers van de overheden van de lidstaten.

### ANDER EU-BELEID

De ECB heeft de ontwikkelingen op het terrein van de klimaatverandering en het energiebeleid in de EU nauwlettend gevolgd gezien de mogelijke invloed daarvan op de macro-economische ontwikkelingen, prijsstabiliteit en begrotingsposities. Wat betreft het energiebeleid kan worden verwacht dat verbetering van de werking van de interne energiemarkt in de EU een positief effect heeft op de energieprijzontwikkelingen en dat de betrouwbaarheid van de energielevering wordt versterkt. Op beide beleidsterreinen lag de nadruk in 2008 op het omzetten van de ambitieuze voornemens van de EU in wetgeving.<sup>2</sup> De ECB heeft tevens de ontwikkelingen in het Gemeenschappelijk Landbouwbeleid gevolgd, met name wat betreft de invloed daarvan op de prijzen van voedingsmiddelen. In reactie op de zeer sterke stijging van de voedingsmiddelenprijzen is de EU-Raad verschillende maatregelen overeengekomen om de voedselvoorziening te verbeteren, zoals de verkoop van overheidsvoorraden, het opschorten van de verplichting voor boeren een deel van hun landbouwgrond onbebouwd te laten, een verhoging van de melkquota en de opschorting van invoeraccijnzen op graanproducten. Na lancering van de zogeheten “CAP Health Check” door de Commissie, is de EU-Raad in november 2008 overeengekomen het Gemeenschappelijk Landbouwbeleid te moderniseren en te stroomlijnen en resterende beperkingen voor boeren weg te nemen in reactie op de groeiende vraag naar voedingsmiddelen.

<sup>2</sup> Overeenkomstig het klimaat- en energiewetgevingspakket dient de EU in 2020 de uitstoot van broeikasgassen, vergeleken met 1990, met 20% te hebben verminderd, en het gebruik van vernieuwbare energiebronnen te hebben verhoogd tot 20% van de totale energieconsumptie in de EU. Bovendien dient de EU de energie-efficiëntie met 20% te verhogen.

## TIEN JAAR EMU

Het jaar 2008 markeerde de tiende verjaardag van de ECB en van het Eurosysteem en het ESCB. Deze verjaardag bood een goede gelegenheid om op het eerste decennium van de EMU terug te blikken en lering te trekken uit de gedurende die periode opgedane ervaring.

In mei 2008 heeft de ECB een speciale editie van het Maandbericht gepubliceerd, waarin verslag gedaan werd van de werkzaamheden en prestaties van het Eurosysteem en waarin tevens werd ingegaan op de uitdagingen waarvoor het Eurosysteem en het eurogebied zich gesteld zien nu zij hun tweede decennium ingaan. De eerste tien jaar van de EMU hebben laten zien dat de ECB het vermogen bezit ten volle te voldoen aan het haar door het Verdrag verleende mandaat. Ondanks een moeilijk extern klimaat, dat werd gekenmerkt door een significante stijging van de grondstoffenprijzen, is globaal genomen prijsstabiliteit verwezenlijkt. In het eurogebied stegen tussen 1999 en 2007 de consumptieprijzen op jaarbasis gemiddeld met 2,1%, ruim onder de gemiddelde consumptieprijsinflatie op jaarbasis voor de periode 1990-1998, die 3% bedroeg. Bovendien is de ECB erin geslaagd de langere-termijninflatieverwachtingen te verankeren op een niveau dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit. De EMU heeft tevens het scheppen van werkgelegenheid bevorderd. De werkgelegenheid in het eurogebied is tussen 1999 en 2007 met rond 16 miljoen mensen gestegen, vergeleken met rond 6 miljoen mensen in de periode 1990-1998.

De Europese Commissie heeft in mei een persbericht gepubliceerd, samen met een rapport getiteld "EMU@10. Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union", waarin de Commissie benadrukt dat tien jaar na de invoering van de euro de munteenheid een succes is. De Commissie deed tevens enkele voorstellen om de coördinatie en het toezicht binnen de EMU te verbeteren, de internationale rol van het eurogebied te versterken en effectief bestuur van de EMU te bevorderen.

De Ecofin-Raad heeft de eerste tien jaar van de EMU besproken tijdens zijn vergadering op 7 oktober 2008. De Ministers kwamen tot de slotsom dat de EMU gedurende de laatste tien jaar heeft bijgedragen tot macro-economische stabiliteit en dat, dankzij de hervormingsprocessen binnen de EMU, de EU nu beter is toegerust om economische schokken het hoofd te bieden. Teneinde de verdere voordelen van de EMU te benutten en de economische prestaties van de lidstaten te verbeteren, kwam de Ecofin-Raad verschillende voorstellen overeen, waaronder i) betere controle van ontwikkelingen in concurrentievermogen (met name in de landen die deelnemen aan het eurogebied en ERM II), ii) het voorrang geven aan aanbevelingen voor structurele hervormingen om zo in te kunnen spelen op de economische situatie, en iii) maatregelen om beter inzicht te krijgen in de effecten van economische cycli en aanverwante cycli in de prijzen van activa op de belastingopbrengsten.

Ook het Europees Parlement heeft een Resolutie aangenomen betreffende de eerste tien jaar van de EMU (zie Hoofdstuk 6).

De algemene conclusie die uit de bespiegelingen over de eerste tien jaar van de EMU naar voren kwam is dat de institutionele inrichting van de EMU goed werkt. Om het succes van de EMU te laten voortduren dienen beleidsmakers echter de doelstellingen die op Europees niveau zijn overeengekomen ten volle na te streven en het noodzakelijke beleid daadkrachtig door te voeren.

## 1.2 INSTITUTIONELE AANGELEGENHEDEN

### HET VERDRAG VAN LISSABON

Na de ondertekening van het Verdrag van Lissabon door de staatshoofden en regeringsleiders op 13 december 2007, zijn de lidstaten, overeenkomstig hun respectieve constitutionele vereisten, begonnen met de ratificatieprocedure. Tot dusverre hebben 23 lidstaten het Verdrag van Lissabon geratificeerd. Duitsland en Polen staan op het punt de ratificatieprocedure formeel af te ronden. In Tsjechië is ratificatie door het parlement nog hangende.

In Ierland is het Verdrag van Lissabon in een bindend referendum voorgelegd en heeft het geen meerderheidssteun gekregen. Tegen deze achtergrond heeft de Europese Raad tijdens zijn vergadering op 19-20 juni 2008 herhaald dat het Verdrag van Lissabon, dat als doelstelling heeft “een uitgebreide Unie doelmatiger en democratischer te laten functioneren”, nog steeds dient te worden nagestreefd. Tijdens de vergadering van de Europese Raad op 11-12 december 2008, zijn de staatshoofden en regeringsleiders overeengekomen Ierland “wettelijke garanties” te geven na de verwerping door dat land van het Verdrag van Lissabon. De Ierse regering zegde toe te zullen proberen het Verdrag van Lissabon tegen het eind van de ambtstermijn van de huidige Europese Commissie geratificeerd te krijgen.

### CONVERGENTIEVERSLAGEN

Overeenkomstig Artikel 122 van het Verdrag, hebben de ECB en de Europese Commissie elk een convergentieverslag opgesteld ten aanzien van de door Bulgarije, Tsjechië, Estland, Letland, Litouwen, Hongarije, Polen, Roemenië, Slowakije en Zweden geboekte vooruitgang met het voldoen aan de voorwaarden voor lidmaatschap van het eurogebied. In deze verslagen, die op 7 mei 2008 zijn gepubliceerd, werd Slowakije enigszins gedetailleerder onder de loep genomen dan de overige landen omdat de Slowaakse autoriteiten een verzoek hadden ingediend voor een onderzoek ter zake van het

voornemen van Slowakije op 1 januari 2009 de euro in te voeren. Op basis van een voorstel van de Commissie, besloot de Ecofin-Raad op 8 juli 2008 dat Slowakije voldeed aan de criteria om op 1 januari 2009 de euro in te voeren (zie Hoofdstuk 3).

## 1.3 ONTWIKKELINGEN IN EN BETREKKINGEN MET KANDIDAATLANDEN VAN DE EU

De ECB heeft haar beleidsdialoog met de centrale banken van de kandidaatlanden van de EU voortgezet door middel van bilaterale vergaderingen en binnen het algehele institutionele kader voor het uitbreidingsproces dat is opgezet door de EU.

De onderhandelingen over toetreding met Kroatië zijn in oktober 2005 begonnen. De onderhandelingen over de individuele hoofdstukken van het *acquis communautaire* zijn in juni 2006 van start gegaan en hebben in de loop van 2008 aanzienlijke vooruitgang geboekt. Tegen het eind van het jaar waren over 21 hoofdstukken de onderhandelingen geopend, en ten aanzien van 4 hoofdstukken waren de onderhandelingen voorlopig afgerond. De ECB heeft haar constructieve bilaterale betrekkingen met de Kroatische Nationale Bank voortgezet, bijvoorbeeld in het kader van de beleidsdialoog op hoog niveau.

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. De EU-instellingen blijven de verenigbaarheid van de Turkse wetgeving met het *acquis communautaire* controleren en boeken vooruitgang met het openen van de andere hoofdstukken. De ECB heeft haar

langdurige beleidsdialoog op hoog niveau met de Centrale Bank van de Republiek Turkije voortgezet.

Hoewel de voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië in 2005 kandidaatstatus is verleend, dient het nog steeds aan een aantal institutionele criteria (waaronder enkele die verband houden met cruciale terreinen van politieke hervorming) te voldoen alvorens de onderhandelingen over EU-lidmaatschap kunnen beginnen. De contacten tussen de ECB en de Nationale Bank van de Republiek Macedonië op medewerkersniveau zijn goed gebleven.

## 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 de grote mate van economische en financiële integratie, is het mondiale economische klimaat van zeer groot belang voor de uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied. Dientengevolge volgt en analyseert het Eurosysteem nauwgezet het macro-economisch beleid en de onderliggende ontwikkelingen in de landen buiten het eurogebied. De ECB 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 2008 was de beoordeling van de internationale ontwikkelingen om bij te kunnen dragen aan een stabiel macro-economisch klimaat en gedegen macro-economisch en financieel beleid van bijzonder belang.

Het internationale economische klimaat in 2008 werd grotendeels bepaald door de mondiale turbulentie in de financiële markten, vanwege de onordelijke uitwerking van binnenlandse en externe onevenwichtigheden die zich de voorafgaande jaren hadden gevormd en het werkelijkheid worden van daarmee verband houdende risico's.

De problemen die uit de concretisering van deze risico's voortkwamen verspreiden zich snel over de gehele wereld, gezien de mondiale aard van de regelgevings-, financieel-administratieve en bedrijfsmodellen die bijdroegen aan praktijken die vervolgens ondoorzichtig en onhoudbaar bleken, en gezien de nauwe grensoverschrijdende financiële en handelsbetrekkingen. De oorspronkelijke schok, die was begonnen in de Amerikaanse "subprime" huizenmarkt, werd aanzienlijk versterkt door onder meer de hoge niveaus van schuldfinanciering van financiële instellingen

en door de te lage prijsstelling ten aanzien van risico's op mondiaal niveau. Hoewel de perioden van marktturbulentie tussen augustus 2007 en september 2008 van relatief korte duur waren en beperkt tot een betrekkelijk klein aantal financiële instellingen, veroorzaakten de problemen die zich voordeden in een aantal zeer grote en mondiaal actieve instellingen vanaf september 2008 grote schokgolven. Deze leidden op hun beurt tot grote spanningen in de interbancaire markten en in andere essentiële financieringsmarkten, tot ernstige perioden van stress in de banksectoren in enkele landen, tot aanzienlijke veranderingen in de mondiale wisselkoersen en olieprijsen, tot een scherpe daling van de activaprijzen wereldwijd, en tot een duidelijke vertraging in de reële bedrijvigheid (zie ook Hoofdstuk 1). Hoewel de oorsprong van deze financiële crisis in de Verenigde Staten lag, heeft een toenemend aantal landen (waaronder zowel geavanceerde als, meer recentelijk, opkomende markteconomieën) eronder te lijden. Enkele landen hebben het IMF om steun gevraagd (zie de paragraaf over de internationale financiële architectuur hieronder). Ook is liquiditeitssteun verleend aan centrale banken van andere landen door de grootste centrale banken van de wereld, waaronder de ECB en het Federal Reserve System. Zo hebben deze laatste twee eind oktober 2008 liquiditeitsswapfaciliteiten opgezet met de centrale banken van vier grote economieën die van systeemkritisch belang zijn (Brazilië, Mexico, Zuid-Korea en Singapore), in een poging de geldmarkten van de opkomende naties vlot te trekken.<sup>3</sup>

Grotendeels ten gevolge van deze ontwikkelingen, zijn de saldi op de lopende rekening in 2008 aanzienlijk veranderd. Zo daalde, ten eerste, het tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten met 0,7 procentpunt bbp tot 4,6% bbp, voornamelijk als gevolg van een lagere binnenlandse vraag.<sup>4</sup> Ten tweede zagen enkele van de landen met een overschot op de lopende rekening dit overschot significant dalen: China

3 Voor informatie over de door de ECB geboden kredietovereenkomsten ("swap lines"), zie Paragraaf 1 in Hoofdstuk 2.

4 De cijfers in deze alinea zijn overgenomen uit de "World Economic Outlook" van het IMF van oktober 2008.

tekende een daling op van 1,9 procentpunt bbp en Japan een daling van 0,8 procentpunt. Tegelijkertijd tekenden de olie-exporterende landen als geheel in 2008 een stijging op van hun overschot op de lopende rekening; hoewel de olieprijs tegen het eind van het jaar sterk daalde, bleef deze het grootste deel van het jaar boven het niveau van 2007. De rekening-courantpositie van het eurogebied veranderde van een overschot in 2007 in een tekort van 0,5% bbp in 2008.

Het Eurosysteem heeft bij een aantal gelegenheden in 2008 benadrukt welke risico's en verstoringen het voortduren van mondiale onevenwichtigheden met zich meebracht. Het Eurosysteem bevestigde tevens zijn volledige steun voor een op samenwerking gebaseerde aanpak om te zorgen voor een ordelijke aanpassing van de mondiale onevenwichtigheden. Met name heeft het Eurosysteem herhaaldelijk gevraagd om beleid dat erop gericht zou zijn de particuliere en publieke besparingen in landen met een tekort op de lopende rekening te vergroten, om tenuitvoerlegging van verdere structurele hervormingen in de volgroeide economieën met relatief lage potentiële groei, om maatregelen ter vergroting van de binnenlandse vraag in opkomende markteconomieën met grote overschotten op de lopende rekening, om betere kapitaalallocatie in deze landen, en om betere waardering van risico's in het algemeen. In de context van de verdergaande deliberaties over hoe de internationale financiële architectuur verbeterd kan worden (zie hieronder), waaraan de ECB en andere centrale banken van het Eurosysteem deelnemen, heeft het Eurosysteem onderstreept hoe belangrijk het is ervoor te zorgen dat een dergelijke verbetering tevens de discipline op het vlak van het macro-economisch beleid versterkt, naast het bevorderen van financiële-marktdiscipline. Een versterkt multilateraal economisch toezichtskader zou ertoe moeten bijdragen dat het economisch beleid, met name in landen die van systeemkritisch belang zijn, op stabiliteit gericht en duurzaam is.

Op het eurogebied zelf, ten slotte, wordt eveneens internationaal beleidstoezicht

uitoefend. In 2008 voerden zowel het IMF als 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.<sup>5</sup>

#### **DE INTERNATIONALE FINANCIËLE ARCHITECTUUR**

De financiële turbulentie vormde de aanleiding voor een veelomvattend debat over de inrichting en werking van het internationale monetaire en financiële stelsel. De staatshoofden en regeringsleiders van de EU kwamen tijdens hun informele vergadering in Brussel op 7 november 2008 overeen hun reacties op de financiële crisis te coördineren en gemeenschappelijke beginselen in te voeren op grond waarvan een nieuw internationaal financieel stelsel opgebouwd zou kunnen worden. Op 15 november kwamen de leiders van de G-20-landen bijeen in Washington, D.C. voor hun eerste topontmoeting ooit over de financiële markten en de wereldeconomie. Zij riepen op tot actie op het vlak van financiële regelgeving en macro-economisch beleid en benadrukten hun volledige steun voor vrije handel. De uit deze topontmoeting voortgekomen werkzaamheden worden uitgevoerd door middel van vier werkgroepen, die elk rapporteren aan de adjuncts van de Ministers van Financiën en centrale-bankpresidenten van de G-20-landen, die de in voorjaar 2009 te houden vergadering van de Ministers van Financiën en de centrale-bankpresidenten voorbereiden.

In antwoord op een oproep daartoe van leden van het IMF, zijn concrete veranderingen

<sup>5</sup> "Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report", IMF, augustus 2008 en "Economic survey of the euro area", OESO, januari 2009.



aangebracht in de faciliteiten van het Fonds voor financiële steun. In oktober werd een nieuws financieringsinstrument gecreëerd, de kortlopende liquiditeitsfaciliteit. Het doel van dit instrument is snel beschikbare financiering te verschaffen aan landen met een sterk beleid en een goed “track record” die kampen met tijdelijke liquiditeitsproblemen ten gevolge van ontwikkelingen in externe kapitaalmarkten. Naast de creatie van dit nieuwe instrument ging het Fonds tevens van start met een herziening van de verschillende aspecten van zijn leningsbeleid. Bovendien verschafte het financiering aan enkele van zijn leden, waaronder Hongarije, IJsland, Letland, de Oekraïne, Pakistan en Wit-Rusland, via zijn reguliere “standby”-regelingen.

Vershillende inspanningen de IMF te hervormen werden in 2008 voortgezet. Belangrijke hervormingsterreinen die werden besproken waren het IMF-toezicht, het leenbeleid van het Fonds, het bestuur van het Fonds (met inbegrip van quota en zeggenschap), en zijn inkomsten- en uitgavenkader. Overeenstemming op deze punten is nagestreefd door middel van besprekingen zowel binnen het IMF als in andere fora, zoals de G-7 en G-20, waarbij het ESCB en het Eurosysteem hun bijdrage leverden door de besprekingen te volgen en er, waar passend, aan bij te dragen.

Na de invoering, medio 2007, van een nieuw besluit ten aanzien van bilateraal toezicht op het beleid van de leden, heeft het Fonds zich primair gericht op de tenuitvoerlegging van dit besluit in de reguliere Artikel-IV-consultaties met zijn leden. Dit nieuwe besluit beoogt ervoor te zorgen dat meer aandacht wordt besteed aan grensoverschrijdende doorwerkingseffecten door het concept van externe stabiliteit te hanteren als organisatiebeginsel voor het toezicht. Externe stabiliteit wordt gedefinieerd aan de hand van de wisselkoers, de analyse waarvan dientengevolge een essentiële component van het toezichtsproces wordt. In oktober nam het Fonds zijn eerste “Statement of surveillance priorities” aan, die tot 2011 een leidraad vormt voor het door het IMF uit te oefenen toezicht. Deze verklaring brengt vier belangrijke prioriteiten voor het toezicht

door het Fonds in kaart: de spanningen in de financiële markten te verlichten, het mondiale financiële stelsel te versterken, aanpassingen te zoeken voor scherpe veranderingen in de grondstoffenprijzen en de ordelijke opheffing van mondiale onevenwichtigheden te bevorderen. Ter ondersteuning van deze prioriteiten, is het Fonds voornemens zijn vroege signaleringen van risico's en kwetsbaarheden te verbeteren, onder meer door de analyse van macro-financiële betrekkingen, en zijn kwetsbaarheidsonderzoeken ook uit te voeren voor geavanceerde economieën. Het Fonds is zich tevens blijven richten op aangelegenheden ten aanzien van de financiële sector en op daarmee verband houdende beleidslessen, en is zijn samenwerking met het Financial Stability Forum blijven verbeteren.

Daarnaast heeft de Board of Governors van het IMF overeenstemming bereikt over een veelomvattend quota- en zeggenschap-hervormingspakket, dat voornamelijk voorziet in een nieuwe quota-formule, in een tweede ronde van op de nieuwe formule gebaseerde ad hoc quota-verhogingen, in een verdrievoudiging van de basisstemmen om zo de zeggenschap van lage-inkomenslanden te vergroten, en in de benoeming van een extra Alternate Executive Director voor de twee Afrikaanse zetels in de Executive Board. De twee belangrijkste doelstellingen van de hervormingen waren het in lijn brengen van quota-aandelen met het relatieve gewicht en de rol van de desbetreffende leden in de wereldeconomie en het versterken van de zeggenschap en deelname van lage-inkomenslanden binnen het IMF. Het werk aan het bestuur van het Fonds zal worden voortgezet op basis van onder meer het in 2008 uitgebrachte rapport van het Independent Evaluation Office van het IMF en het rapport van het Committee of Eminent Persons on IMF governance reform, dat in het voorjaar van 2009 zal worden uitgebracht.

De Board of Governors van het IMF heeft eveneens overeenstemming bereikt ten aanzien van maatregelen om het Fonds een steviger financiële fundering te geven. Wat betreft de

inkomsten, zal het Fonds in de toekomst een beroep kunnen doen op bredere en duurzamere inkomstenbronnen, door middel van een verbreding van de investeringsbevoegdheden van het Fonds en het opzetten van een voorziening die wordt gefinancierd uit de winst van een strikt gelimiteerde verkoop van goud in overeenstemming met de Central Bank Gold Agreement. Wat betreft de uitgaven, vormen overweging van het kernmandaat van het Fonds en het zorgvuldig stellen van prioriteiten een leidraad voor een nieuw uitgavenkader, dat aanzienlijke begrotingsverminderingen met zich meebrengt. Bovendien zijn naar aanleiding van de financiële turbulentie besprekingen gaande over de toereikendheid van de IMF-middelen.

Een belangrijke bijdrage ter versterking van de schokbestendigheid van het mondiale financiële stelsel is geleverd door het Financial Stability Forum, dat de coördinatie van verschillende nationale en internationale initiatieven vergemakkelijkt en toezag op de tijdige tenuitvoerlegging ervan. Het Forum publiceerde (en controleerde de tenuitvoerlegging van) aanbevelingen op vijf belangrijke terreinen, te weten prudentieel toezicht, transparantie en waardering, kredietwaardigheidsbeoordelingen, de alertheid van overheden ten aanzien van risico's, en regelingen voor het omgaan met stress in het financiële stelsel.

De bevordering van mechanismen voor crispreventie en ordelijke crisisbeëindiging bleef eveneens op de agenda van de internationale financiële gemeenschap. Op dit vlak werd verdere vooruitgang geboekt met de tenuitvoerlegging van de beginselen voor stabiele kapitaalstromen en eerlijke schuldsanering in opkomende markten, die in 2004 door G-20-Ministers van Financiën en centrale-bankpresidenten waren bekrachtigd. Deze beginselen, die marktgebaseerd en vrijwillig zijn, hebben tot doel richtlijnen te verschaffen voor het gedrag van soevereine emittenten en hun particuliere crediteuren ten aanzien van informatie-uitwisseling, dialoog en nauwe samenwerking. Een groeiend aantal financiële instellingen en emittentenlanden

hebben hun steun betuigd voor de beginselen en met name interesse getoond in het versnellen van de tenuitvoerlegging ervan. Tijdens zijn meest recente vergadering in Washington, D.C. in oktober 2008, heeft de Group of Trustees, die bestaat uit hooggeplaatste leiders uit de mondiale financiële wereld en die is opgezet om de tenuitvoerlegging van deze beginselen te sturen, de vooruitgang die binnen het kader van de internationale financiële architectuur is geboekt beoordeeld en aanwijzingen gegeven voor het werk in de toekomst.

Een ander financiële-marktinitiatief dat in 2008 is genomen is de ontwikkeling van de zogeheten Santiago-beginselen door de International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Gezamenlijk overeengekomen door soevereine kapitaalfondsen uit geavanceerde, opkomende en zich ontwikkelende economieën, vertegenwoordigen de beginselen een op samenwerking stoelend streven tot formulering van een veelomvattend kader ter verbetering van het inzicht in transacties van soevereine kapitaalfondsen. Het doel van deze beginselen, die vrijwillig van aard zijn, is de stabiliserende rol die de soevereine kapitaalfondsen spelen in de financiële markten te versterken en het vrije verkeer van grensoverschrijdende investeringen te helpen handhaven. De OESO verschaft thans advies over het door ontvangende landen gevoerde beleid ten aanzien van investeringen door soevereine kapitaalfondsen.

## **2.2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU**

Het Eurosysteem is zijn internationale activiteiten met de centrale-bankwereld buiten de EU blijven bevorderen door het organiseren van seminars en workshops. Daarnaast is de door het Eurosysteem verleende technische assistentie een belangrijk instrument gebleven voor de verbetering van de administratieve capaciteiten van centrale banken, met name in de omliggende regio's van de EU en voor de versterking van de naleving van Europese en internationale normen. De ECB heeft tevens, naast de Europese Commissie, actief

deelgenomen aan de macro-economische dialoog van de EU met China, India en Rusland.

De ECB is haar betrekkingen met landen in de westelijke Balkan blijven verdiepen. Op 1 september 2008 zijn de ECB and 17 nationale centrale banken van de EU<sup>6</sup> van start gegaan met een negen maanden durend programma voor technische assistentie aan de National Bank of Serbia. Het programma, dat wordt gefinancierd door het European Agency for Reconstruction, zal de National Bank of Serbia voorzien van een “needs analysis”-rapport met betrekking tot de vooruitgang die zou moeten worden geboekt op bepaalde terreinen van centraal bankieren ter voorbereiding op de toetreding tot de EU. Deze terreinen zijn het toezicht op banken, de harmonisering van wetgeving overeenkomstig het *acquis communautaire* onder de bevoegdheid van de National Bank of Serbia, de liberalisering van kapitaalbewegingen, de uitvoering van monetair beleid en het wisselkoersregime, monetaire en financiële statistieken en statistieken betreffende de betalingsbalans, en consumentenbescherming op het vlak van financiële diensten.

De technische samenwerking met de Bank of Russia is intensiever geworden door de start, op 1 april 2008, van een nieuw centrale-banksamenwerkingsprogramma, dat door de Europese Commissie wordt gefinancierd. Bij dit programma is de ECB betrokken, samen met de Deutsche Bundesbank, de Bank of Greece, de Banco de España, de Banque de France, de Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, de Oostenrijkse Nationalbank en Suomen Pankki – Finlands Bank, in samenwerking met Rahoitustarkastus (de autoriteit voor financieel toezicht in Finland). Het programma loopt tot december 2010. Het programma heeft tot doel op het vlak van interne audits de kennis en ervaring van de EU te delen met de Bank of Russia en de Bank of Russia te ondersteunen bij de geleidelijke tenuitvoerlegging van de Bazel II-beginselen in het kader voor banktoezicht.

Het vijfde Eurosysteem-seminar op hoog niveau met de presidenten van de centrale banken van de

zuidelijk- en oostelijk-mediterrane partnerlanden van de EU – gezamenlijk georganiseerd door de ECB en de Central Bank of Egypt – vond plaats op 26 en 27 november 2008 in Alexandrië. De presidenten keken terug op de recente economische en financiële ontwikkelingen in de regio en bespraken monetaire-beleidsstrategieën en wisselkoersregimes alsook aangelegenheden in verband met de bankensector in de landen rond de Middellandse Zee. Vertegenwoordigers van de ECB namen tevens deel aan een aantal vergaderingen waarin werd ingegaan op economische en financiële aangelegenheden binnen het kader van het Barcelona-proces: “Union for the Mediterranean”.

De voortgezette samenwerking met de Central Bank of Egypt heeft geleid tot de start, op 1 januari 2009, van een nieuw drie jaar durend programma, dat wordt gefinancierd door de Europese Commissie. Aan het programma zal worden deelgenomen door deskundigen van Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank), Česká národní banka, de Deutsche Bundesbank, de Bank of Greece, de Banque de France, de Banca d'Italia en Banca Națională a României. Het programma heeft drie hoofddoelstellingen: het opstellen van richtlijnen die de Central Bank of Egypt helpen nieuwe regelgeving op te stellen in overeenstemming met het basis-Bazel II-regime, het afronden van de regelgeving en de organisatie rond de tenuitvoerlegging daarvan, en het opstellen van een nieuwe regeling voor gegevensrapportage door banken aan de Central Bank of Egypt, zodat de nieuwe regelgeving kan worden geïmplementeerd.

Voor de eerste keer is een Eurosysteem-seminar op hoog niveau, gezamenlijk georganiseerd door de ECB en de Deutsche Bundesbank, gehouden met de presidenten van de centrale banken en monetaire autoriteiten van de lidstaten van de Gulf Cooperation Council (GCC)<sup>7</sup>. Dit seminar

6 De nationale centrale banken van België, Bulgarije, Tsjechië, Denemarken, Duitsland, Estland, Griekenland, Frankrijk, Italië, Cyprus, Letland, Hongarije, Nederland, Oostenrijk, Polen, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk.

7 Bahrein, Koeweit, Oman, Qatar, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten.

vond plaats op 11 en 12 maart 2008 in Mainz. De besprekingen concentreerden zich op de economische ontwikkelingen en structuren in de GCC-landen en op de rol van de GCC in de mondiale economie, met name wat betreft geld en financiën, en energie en handel.

De ECB, de People's Bank of China en de Banca d'Italia hebben gezamenlijk de organisatie op zich genomen van het vierde seminar op hoog niveau van centrale banken in de East Asia-Pacific-regio en het eurogebied, dat op 26 en 27 juni plaatsvond in Rome bij de Banca d'Italia. Het doel van het seminar was van gedachten te wisselen over aangelegenheden waarvoor beleidsmakers in beide regio's zich gesteld zien, zoals de financiële turbulentie, mondiale onevenwichtigheden en de vooruitzichten voor groei.

Gedurende 2008 heeft de ECB haar betrekkingen met de People's Bank of China verder versterkt. Een in 2002 door beide instellingen ondertekend "Memorandum of Understanding" is in 2008 verlengd. De samenwerking is de afgelopen paar jaar aanzienlijk geïntensiveerd, door middel van zowel vergaderingen op hoog niveau als toegenomen samenwerking op medewerkersniveau. De President van de ECB en de Gouverneur van de People's Bank of China zijn op 5 september bij de ECB bijeengekomen voor beleidsbesprekingen.



Voormalig president van Italië Carlo Azeglio Ciampi (rechts) en Jean-Claude Trichet op weg naar de viering van het tienjarig bestaan van de ECB op 2 juni 2008 in de Alte Oper Frankfurt

## **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 onmisbaar element vormt van het monetaire-beleidsregime in volgroeiende en opkomende economieën. Het besluit centrale banken onafhankelijkheid te verlenen is stevig gefundeerd 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 een onafhankelijke instelling met een publieke functie verantwoording dient af te leggen aan de burger en zijn gekozen vertegenwoordigers. In het geval van een onafhankelijke centrale bank, kan de verantwoordingsplicht daarom worden opgevat als de verplichting haar beslissingen aan de burger en zijn gekozen vertegenwoordigers uit te leggen en te rechtvaardigen. Het afleggen van verantwoording is derhalve een belangrijke tegenhanger van de onafhankelijkheid van een centrale bank.

Sinds haar oprichting heeft de ECB het fundamentele belang van haar verantwoordingsplicht ten aanzien van haar beleidsbeslissingen altijd onderkend. Zoals vereist in het Verdrag, onderhoudt de ECB een regelmatige dialoog met de burgers van de EU en het Europees Parlement. De volle overtuiging van de ECB in dit opzicht komt tevens tot uiting in de vele publicaties die zij in 2008 heeft uitgebracht en de talloze toespraken die de leden van de Raad van Bestuur gedurende het jaar hebben gegeven.

In het Verdrag zijn voor de ECB precieze rapportageverplichtingen vastgelegd, waaronder de publicatie van een kwartaalbericht, een wekelijks financieel overzicht (de zogeheten “Weekstaat”) en een jaarverslag. De ECB gaat in feite verder dan deze wettelijke verplichtingen door onder meer een Maandbericht te publiceren (in plaats van het vereiste kwartaalbericht) en door maandelijks na de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur een persconferentie te houden.

Het Europees Parlement – als het orgaan dat zijn legitimiteit rechtstreeks van de burgers van de EU verkrijgt – is een sleutelrol blijven spelen bij de verantwoordingsplicht van de

ECB. Overeenkomstig het Verdrag heeft de President van de ECB in 2008 het ECB-Jaarverslag 2007 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 driemaandelijkse hoorzittingen met de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement. De President is tevens verschenen voor een gezamenlijke vergadering van het Europees Parlement en de nationale parlementen om van gedachten te wisselen over het EU-kader voor waarborging van de financiële stabiliteit.

Ook andere leden van de Directie zijn bij een aantal gelegenheden voor het Europees Parlement verschenen. De Vice-President heeft het ECB-Jaarverslag 2007 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. Jürgen Stark heeft het Convergentieverslag 2008 van de ECB aan de Commissie aangeboden en deelgenomen aan een bespreking over de toetreding van Slowakije tot het eurogebied. Lorenzo Bini Smaghi heeft deelgenomen aan een door de Commissie georganiseerde paneldiscussie die als thema had de eerste tien jaar van de EMU en de toekomstige uitdagingen.

Daarnaast hebben besprekingen plaatsgevonden tussen medewerkers van de ECB en leden van het Europees Parlement over aangelegenheden ten aanzien waarvan de ECB over specifieke expertise beschikt (bijv. vervalsing van de euro, kapitaalvereisten en statistieken). Overeenkomstig de inmiddels vaste praktijk heeft een delegatie van de Commissie Economische en Monetaire Zaken de ECB bezocht om met de leden van de Directie over verschillende 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 besprekingen naar voren werden gebracht, worden hieronder nader belicht.

### **RESOLUTIE VAN HET EUROPEES PARLEMENT BETREFFENDE HET ECB-JAARVERSLAG 2007**

Overeenkomstig de inmiddels vaste praktijk, heeft het Europees Parlement op 9 juli 2008 op eigen initiatief een Resolutie betreffende het ECB-Jaarverslag 2007 aangenomen. In deze Resolutie bevestigde het Europees Parlement de volledige onafhankelijkheid van de ECB en onderkende het Parlement dat het publiceren van de notulen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur zou kunnen leiden tot politieke druk op de leden van de Raad van Bestuur. De Resolutie onderkende tevens dat de ECB uitstekend was omgegaan met de financiële turbulentie en benadrukte het feit dat de belangrijkste centrale banken – waaronder de ECB – reeds vóór het begin van de financiële crisis hadden gewaarschuwd voor onderschatting van risico's. Daarnaast werden in de Resolutie de voordelen van de op twee pijlers gebaseerde monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem nog eens onderstreept.

### **FINANCIËLE REGELGEVING**

Het Europees Parlement en de ECB hebben hun nauwe dialoog over aangelegenheden met betrekking tot financiële regelgeving voortgezet. In zijn Resoluties over dit onderwerp vroeg het Europees Parlement om passende contracyclische kapitaalvereisten voor alle op de financiële markten opererende entiteiten. Het Europees Parlement benadrukte tevens de noodzaak van passende openbaarmaking en financieel-administratieve behandeling van niet in de balans opgenomen posten, en eiste meer en betere informatie aangaande complexe producten en het securitisatieproces. Wat betreft kredietbeoordelingsinstellingen pleitte het Parlement voor het opzetten van een EU-controlemechanisme en drong het aan op maatregelen om zowel de

transparantie van rating-methodologieën als kwaliteitsborgingssystemen te verbeteren.

Tijdens zijn hoorzitting met de gezamenlijke vergadering van het Europees Parlement en de nationale parlementen op 23 januari 2008, waarschuwde de President dat de toenemende complexiteit van financiële instrumenten en het ontbreken van duidelijkheid omtrent de risicopositie van financiële instellingen zouden kunnen leiden tot verhoogde onzekerheid ten aanzien van de omvang van deze risico's en de identiteit van de partij die deze risico's uiteindelijk zou dragen, hetgeen een algemenere “besmetting” zou kunnen veroorzaken. De President benadrukte dat het nodig is de transparantie te vergroten en het regelgevingskader meer contracyclisch te maken. Hij riep tevens financiële instellingen op hun risicobeheersingspraktijken te verbeteren. Bij verschillende gelegenheden onderstreepte de President dat het nodig was te komen tot snelle tenuitvoerlegging van het strategische routeplan van de Ecofin-Raad, waarin de noodzakelijke beleidsreacties op de financiële turbulentie zijn uiteengezet.

### **HET EU-KADER VOOR FINANCIËEL TOEZICHT EN FINANCIËLE STABILITEIT**

Het EU-kader voor financieel toezicht en financiële stabiliteit vormde eveneens een belangrijk onderwerp tijdens de besprekingen tussen de ECB en het Europees Parlement. In zijn verschillende resoluties aangaande dit onderwerp, merkte het Europees Parlement op dat het financieel toezicht in Europa geen gelijke tred had gehouden met de integratie van de financiële markten in de EU. Dienovereenkomstig vindt het Europees Parlement het nodig dat er “colleges van toezichthouders” voor de grootste grensoverschrijdende financiële groepen worden opgezet, en de status van en verantwoordingsaflegging door de drie Niveau-3-commissies van het Lamfalussy-kader (zie Paragraaf 2 in Hoofdstuk 4 voor nadere informatie aangaande het Lamfalussy-kader) te versterken en te verduidelijken. Het Europees Parlement drong er tevens bij de ECB en het ESCB op aan een actieve rol te spelen



bij de uitwerking en tenuitvoerlegging van het EU-beleid ten aanzien van macroprudentieel toezicht en financiële stabiliteit, en riep toezichthouders en centrale banken op de ECB – via het Comité voor Banktoezicht – van relevante microprudentiële informatie te voorzien. Het Parlement pleitte daarnaast voor nieuwe wetgeving om crisispreventie- en -beheersingsregelingen te versterken.

Tijdens zijn hoorzittingen met het Parlement benadrukte de President dat het potentieel van het Lamfalussy-kader verder benut dient te worden en de beslissingen die in het routeplan voor de herziening van het Lamfalussy-kader worden voorzien, snel ten uitvoer dienen te worden gelegd. De President drong tevens aan op de snelle tenuitvoerlegging van de in dit routeplan voorziene stappen voor versterking van de EU-regelingen voor financiële stabiliteit. Met name benadrukte hij de noodzaak van soepele interactie en een passende uitwisseling van informatie tussen toezichthouders en centrale banken.

### **TIEN JAAR EMU**

Het Europees Parlement leverde tevens een bijdrage aan de bespreking van de eerste tien jaar van de EMU (zie Kader 12). Op 18 november 2008 nam het Parlement een Resolutie aan waarin het zijn oordeel uiteenzette dat de eerste tien jaren van de EMU een succes waren geweest, en dat de eenheidsmunt de economische stabiliteit en integratie in de landen van het eurogebied had versterkt. Tegelijkertijd was het Parlement van oordeel dat meer gedaan dient te worden om ten volle de vruchten van de EMU te kunnen plukken, met name wat betreft het doorvoeren van structurele hervormingen en het voeren van gezond begrotingsbeleid.

De President van de ECB beaamde dat structurele hervormingen en voorzichtig begrotingsbeleid van cruciaal belang waren om de soepele werking van de EMU te waarborgen. Hij gaf tevens uiting aan zijn bezorgdheid over de vertraging in de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen en begrotingsconsolidatie-inspanningen.





Jean-Claude Trichet snijdt de taart aan tijdens de viering van het tienjarig bestaan van de ECB op 2 juni 2008 in de Alte Oper Frankfurt. Van links naar rechts: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pöttering, Gretta Duisenberg, Janez Jansa

## HOOFDSTUK 7

# EXTERNE COMMUNICATIE

## I COMMUNICATIEBELEID

Bij de ECB is de communicatie erop gericht het inzicht van het publiek in het door de ECB gevoerde beleid en de door haar 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 haar 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 toegelicht. 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 “Weekstaat”) van het Eurosysteem.<sup>1</sup> Het Jaarverslag van de ECB en de kwartaalversies van het ECB-Maandbericht worden eveneens integraal beschikbaar gesteld in de officiële talen van de EU.<sup>2</sup> De Convergentieverslagen worden ofwel volledig ofwel in samenvatting beschikbaar gemaakt in alle officiële talen van de EU.<sup>3</sup> 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, de door medewerkers samengestelde macro-economische projecties,<sup>4</sup> beleidsstandpunten en voor het algemene publiek relevant informatiemateriaal. De samenstelling, publicatie en distributie van de belangrijkste ECB-publicaties in de diverse nationale talen vindt plaats 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 en de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties sinds december 2000.

## 2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN

De ECB richt zich 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 de diversiteit van de doelgroepen en de verschillende behoeften aan informatie.

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 dat daarmee bijdraagt aan de verantwoordingsaflegging door de ECB. 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 2008 is de President van de ECB vijf maal voor het Europees Parlement verschenen. De leden van de Directie hebben in 2008 rond 300 toespraken gehouden voor een grote verscheidenheid aan toehoorders en ongeveer 200 interviews in de media gegeven, alsook artikelen gepubliceerd in (vak) tijdschriften en kranten.

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 2008 heeft de ECB, ofwel zelf ofwel in samenwerking met de nationale centrale banken van de EU en het European Journalism Centre, 12 seminars georganiseerd met de bedoeling de kennis en het begrip bij vertegenwoordigers van de internationale en nationale media te vergroten. Voor de eerste keer is tevens een van deze seminars georganiseerd ter gelegenheid van een externe vergadering van de Raad van Bestuur, en wel op 4 december in Brussel.

De ECB verwelkomde in 2008 rond 14.000 bezoekers in haar hoofdkwartier in Frankfurt. De bezoekers ontvingen informatie uit de eerste hand in de vorm van presentaties door ECB-deskundigen en -management. De meerderheid van deze bezoekers bestond uit middelbare scholieren, universiteitsstudenten en mensen uit de financiële sector.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten en beschrijvingen van haar verschillende activiteiten zijn te vinden op haar website. In 2008 werd de website 18 miljoen maal bezocht (20% meer dan in het voorgaande jaar), waarbij 126 miljoen pagina's werden bekeken en 25 miljoen documenten werden gedownload. In 2008 heeft de ECB rond 60.000 verzoeken om informatie beantwoord ten aanzien van een aantal zaken die verband houden met de werkzaamheden, het beleid en de beslissingen van de ECB.

De communicatie-activiteiten van de ECB in 2008 richtten zich primair op uitleg van de gebeurtenissen rond en de gevolgen van de mondiale financiële turbulentie en de door de ECB en het Eurosysteem genomen maatregelen. Een kwart van alle door de leden van de Directie gehouden openbare toespraken en een derde van alle persberichten van de ECB hadden betrekking op deze zaken, en vonden plaats of werden gepubliceerd in de tweede helft van 2008.

Er was een merkbare toename van het aantal door de ECB uitgebrachte Adviezen betreffende door individuele lidstaten van de EU genomen begrotings- en regelgevingsmaatregelen. Tevens deed zich een aanzienlijke groei voor in het aantal verzoeken (van de pers, het publiek en bezoekers van de ECB) om informatie over de financiële turbulentie en de door het Eurosysteem genomen maatregelen. Het deel van de website van de ECB dat is gewijd aan de open-markttransacties is verbeterd om tegemoet te komen aan de toegenomen vraag om informatie: een *news feed* met informatie over de monetaire-beleidstendertransacties is ingevoerd, en de gegevens betreffende alle markttransacties sinds 1999 zijn gepubliceerd.

Ter gelegenheid van haar tiende verjaardag opende de ECB op 1 juni 2008 haar deuren voor het grote publiek. Voor 1.400 geregistreerde bezoekers werden rondleidingen in het hoofdgebouw, workshops, tentoonstellingen en spelletjes georganiseerd.

De Culturele Dagen van de ECB, die in 2008 in samenwerking met alle centrale banken van het ESCB werden georganiseerd, stonden in het teken van de EU en toonden kunstzinnige bijdragen uit alle 27 lidstaten van de EU. Het programma van de Culturele Dagen was zo gepland dat het samenviel met de festiviteiten rond de verjaardag van de ECB, die werden bijgewoond door staatshoofden en regeringsleiders van de EU en een aantal personen die een belangrijke bijdrage hadden geleverd aan de verwezenlijking van de EMU. Ook werd een speciale verjaardagseditie van het Maandbericht gepubliceerd, waarin een overzicht wordt gegeven van de eerste tien jaar van de EMU en wordt ingegaan op de toekomstige uitdagingen. Op de vijfde ECB Central Banking Conference, met als thema “Tien jaar euro: lessen en uitdagingen”, die op 13 en 14 november 2008 in Frankfurt werd gehouden, kwamen centrale bankiers, academici, marktdeelnemers en de media uit alle delen van de wereld bijeen.

In 2008 organiseerde de ECB, in samenwerking met Národná banka Slovenska, een

informatiecampagne ter voorbereiding op de invoering van de euro in Slowakije op 1 januari 2009. Het door het Eurosysteem ontwikkelde logo “€ Ons geld” werd in alle communicatie-uitingen in verband met de invoering van de euro in Slowakije gebruikt. De Slowaakse campagne volgde het patroon van het communicatieconcept dat voor Slovenië, Cyprus en Malta was ontwikkeld, en had tot doel professionele geldverwerkers en het algemene publiek vertrouwd te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en euromunten, alsook met de procedures voor de overgang op de chartale euro (zie Hoofdstuk 3). In het kader van de voorbereiding op de lancering van de tweede serie bankbiljetten in de komende jaren wordt momenteel door de centrale banken van het Eurosysteem aan de ontwikkeling van een communicatieconcept gewerkt.







Paneldiscussie tijdens de Vijfde ECB Central Banking Conference op 13 en 14 november 2008

## 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 (16 sinds 1 januari 2009). 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” opgenomen.<sup>1</sup>

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

<sup>1</sup> Zie Paragraaf 1.2 van Hoofdstuk 5 voor meer informatie over het Verdrag van Lissabon.

het ESCB. De nationale centrale banken mogen onder 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 werkzaamheden van de besluitvormende organen worden beheerst door de bepalingen van het Verdrag, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.<sup>2</sup> 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 2008 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: de eerste werd gehouden bij de Bank of Greece in Athene en de tweede bij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique in Brussel.

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. Op 18 december 2008 besloot de Raad van Bestuur zijn huidige stemprocedure te handhaven<sup>3</sup> en het roulatiesysteem pas in te voeren wanneer het aantal presidenten van nationale centrale banken van het eurogebied meer dan achttien zou bedragen.<sup>4</sup> De aanleiding van dit besluit vormde het gestegen aantal presidenten in de Raad van Bestuur, dat na de overgang op de euro door Slowakije per 1 januari 2009 zestien bedraagt. Bij dezelfde gelegenheid stelde de Raad van Bestuur de

2 Zie voor de Reglementen van Orde van de ECB Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.3.2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 houdende 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.

3 Als bepaald in Artikel 10.2 van de Statuten van het ESCB, waarin het aantal presidenten met stemrecht tot vijftien is beperkt, maar waarin ook is voorzien in de mogelijkheid voor de Raad van Bestuur de invoering van het roulatiesysteem uit te stellen totdat het aantal presidenten meer dan achttien bedraagt.

4 Zie het persbericht van 18 december 2008 en Besluit ECB/2008/29 van de Europese Centrale Bank van 18 december 2008 betreffende het uitstel van de start van het toerbeurtensysteem in de Raad van bestuur van de Europese Centrale Bank.

belangrijkste aspecten van de tenuitvoerlegging van het roulatiesysteem vast<sup>5</sup>, dat in werking zal treden wanneer het aantal presidenten meer dan achttien bedraagt. Na analyse van een aantal modellen heeft de Raad van Bestuur voor het volgende roulatiemodel gekozen: de presidenten met stemrecht rouleren na één maand. Het aantal per keer roulerende presidenten zal worden bepaald door het verschil tussen het aantal presidenten en het aantal aan elke groep toegewezen stemrechten minus twee, waarbij in geval van een negatief aantal de absolute waarde wordt aangehouden. Dit roulatiemodel zorgt voor een korte periode zonder stemrecht voor de individuele presidenten en waarborgt een betrekkelijk stabiel samengesteld stemmend collectief.<sup>6</sup>

- 5 Op 19 december 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten een roulatiesysteem in te stellen op grond waarvan de frequentie waarmee de presidenten van de nationale centrale banken hun stemrecht kunnen uitoefenen, afhangt van de relatieve grootte van de economie van hun lidstaat binnen het eurogebied. Op basis van deze indicator zullen de presidenten van de nationale centrale banken worden ingedeeld in groepen. Deze indeling bepaalt hoe vaak de presidenten hun stemrecht kunnen uitoefenen. Aanvankelijk zal een systeem met twee groepen worden ingesteld en zodra het eurogebied uit 22 landen bestaat, een systeem met drie groepen. Zie voor een beschrijving van het roulatiesysteem tevens het persbericht van 20 december 2002 op <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/pr021220.nl.html>.
- 6 Het roulatiesysteem zal formeel worden ingevoerd middels een ECB-Besluit houdende wijziging van Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank; nadere details zijn te vinden in een artikel in het ECB-Maandbericht dat binnenkort verschijnt.

## DE RAAD VAN BESTUUR



### **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. Bonello**

President van de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

### **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  
(tot en met 13 juni 2008)

### **José Manuel González-Páramo**

Lid van de Directie van de ECB

### **Tony Grimes**

Fungerend President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (van 19 juli tot en met 19 september 2008)

### **John Hurley**

President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (van 1 januari tot en met 18 juli 2008)

### **Marko Kranjec**

President van Banka Slovenije

### **Klaus Liebscher**

President van de Oesterreichische Nationalbank  
(tot en met 31 augustus 2008)

### **Erkki Liikanen**

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

President van de Banque centrale du Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

President van de Oesterreichische Nationalbank  
(vanaf 1 september 2008)

### **Christian Noyer**

President van de Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

President van de Central Bank of Cyprus

### **George A. Provopoulos**

President van de Bank of Greece (vanaf 20 juni 2008)

### **Guy Quaden**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### **Ivan Šramko**<sup>7</sup>

President van Národná banka Slovenska  
(vanaf 1 januari 2009)

### **Jürgen Stark**

Lid van de Directie van de ECB

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Lid van de Directie van de ECB

### **Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

Fungerend President van de Bank of Greece  
(van 14 tot en met 19 juni 2008)

### **Axel A. Weber**

President van de Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

President van De Nederlandsche Bank

<sup>7</sup> De President van Národná banka Slovenska heeft na het besluit van de Ecofin-Raad van 8 juli 2008 om de derogatie van Slowakije met ingang van 1 januari 2009 in te trekken, in 2008 als speciale genodigde aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur deelgenomen.

### **Voorste rij**

(van links naar rechts):

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

### **Middelste rij**

(van links naar rechts):

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

### **Achterste rij**

(van links naar rechts):

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark

NB: Mario Draghi en Athanasios Orphanides waren ten tijde van de foto niet aanwezig.

### 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 van het eurogebied 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



#### DE DIRECTIE

##### **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**

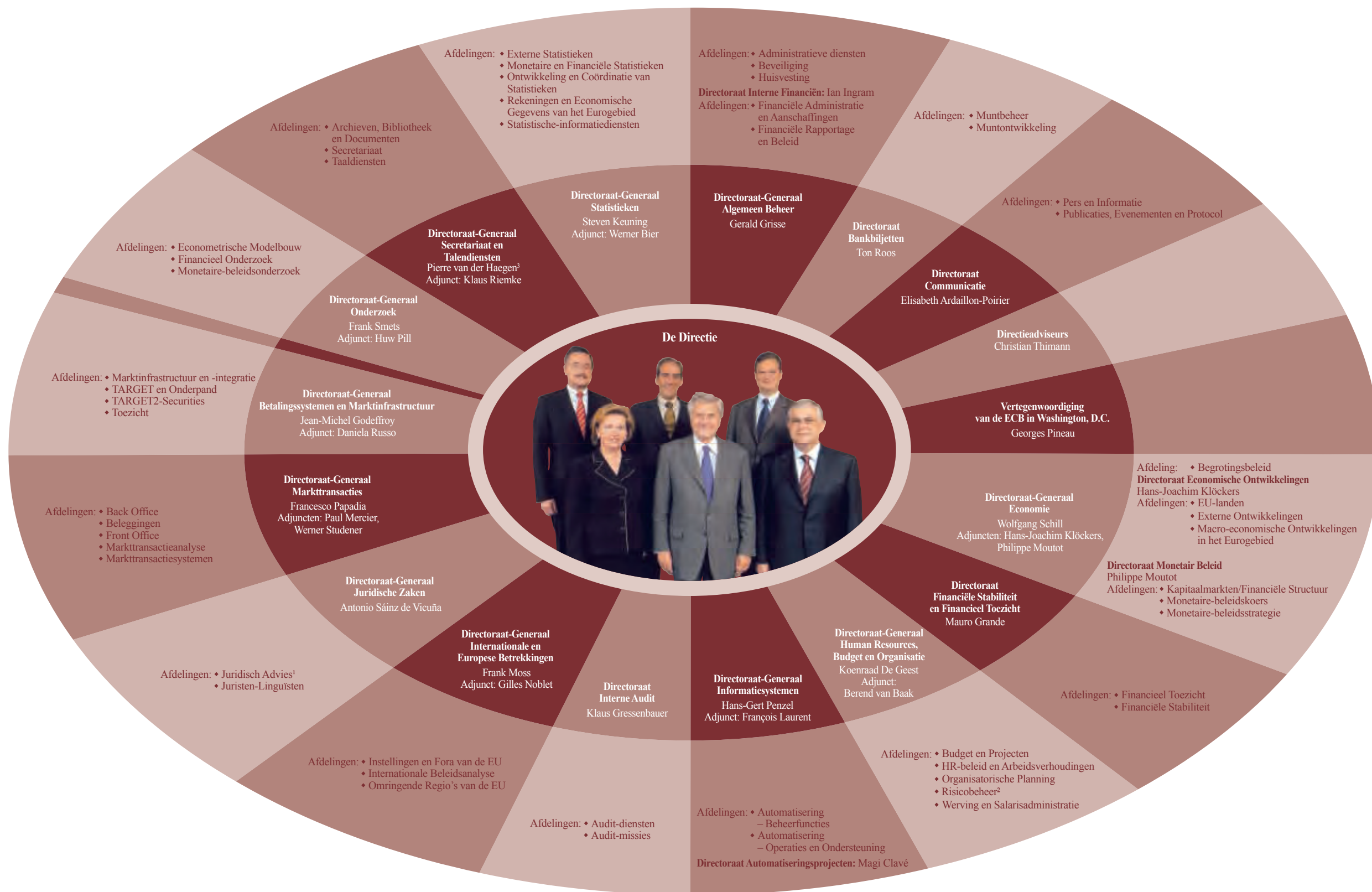
Lid van de Directie van de ECB

##### **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-Gugereit, Jean-Claude Trichet (President), Lucas D. Papademos (Vice-President)

<sup>1</sup> Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.

<sup>2</sup> Rapporteerde rechtstreeks aan de Directie.

<sup>3</sup> Secretaris van de Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad.



#### 1.4 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 27 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 2008 is de Algemene Raad vijf keer bijeengekomen.

**Voorste rij**  
(van links naar rechts):

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

**Middelste rij**  
(van links naar rechts):

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves



**Achterste rij**  
(van links naar rechts):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor

NB: Mario Draghi, Mervyn King,  
Athanasios Orphanides en  
Mugur Constantin Isărescu waren  
ten tijde van de foto niet aanwezig.

#### DE ALGEMENE RAAD

**Jean-Claude Trichet**

President van de ECB

**Lucas D. Papademos**

Vice-President van de ECB

**Nils Bernstein**

President van Danmarks Nationalbank

**Michael C. Bonello**

President van de Bank Ċentrali ta' Malta/Central  
Bank of Malta

**Vitor 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

(tot en met 13 juni 2008)

**Tony Grimes**

Fungerend President van de Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland (van  
19 juli tot en met 19 september 2008)

**John Hurley**

President van de Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland (van 1 januari tot  
en met 18 juli 2008)

**Stefan Ingves**

Governor of Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu**

President van Banca Națională a României

**Ivan Iskrov**

President van Българска народна банка  
(Bulgaarse Nationale Bank)

**Mervyn King**

President van de Bank of England

**Marko Kranjec**

President van Banka Slovenije

**Klaus Liebscher**

President van de Oesterreichische Nationalbank  
(tot en met 31 augustus 2008)

**Erkki Liikanen**

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

**Andres Lipstok**

President van Eesti Pank

**Yves Mersch**

President van de Banque centrale du Luxembourg

**Ewald Nowotny**

President van de Oesterreichische Nationalbank  
(vanaf 1 september 2008)

**Christian Noyer**

President van de Banque de France

**Athanasios Orphanides**

President van de Central Bank of Cyprus

**George A. Provopoulos**

President van de Bank of Greece  
(vanaf 20 juni 2008)

**Guy Quaden**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimšēvičs**

President van Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas

**András Simor**

President van Magyar Nemzeti Bank

**Slawomir Skrzypek**

President van Narodowy Bank Polski

**Ivan Šramko**

President van Národná banka Slovenska

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

Fungerend President van de Bank of Greece  
(van 14 tot en met 19 juni 2008)

**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**



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. Per 31 december 2008 zijn er 13 Comités van het Eurosysteem/ESCB in de zin van Artikel 9.1 van het Reglement van Orde van de ECB.

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 het 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 overeenstemming met de missie en de organisatorische beginselen van het Eurosysteem, waarin het benutten van synergie-effecten binnen het Eurosysteem en het verbeteren van de kostenefficiëntie door middel van schaalvergroting als doelstellingen worden genoemd, heeft de Raad van Bestuur in augustus 2007 het IT-Stuurcomité van het Eurosysteem (EISC) opgericht. Het mandaat van het EISC behelst 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.

Het Comité streeft ernaar de doeltreffendheid en doelmatigheid van de besluitvorming van de Raad van Bestuur op het gebied van IT-projecten binnen het Eurosysteem/ESCB te vergroten. Het EISC bestaat uit één lid voor elke centrale bank van het Eurosysteem en 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 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.<sup>8</sup> In 2008 heeft de Raad van Bestuur, in het kader van zijn statutaire taak aanbevelingen te doen aan de Raad van de Europese Unie voor de benoeming van externe accountants voor de centrale banken van het ESCB als bedoeld in Artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB, "Good practices for the selection and mandate of External Auditors" vastgesteld, die op de website van de ECB zijn gepubliceerd. Deze goede praktijken, die

<sup>8</sup> Voor de financiële jaren 2003 tot en met 2007 was KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft de externe accountant van de ECB. Na een aanbestedingsprocedure is PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, conform de overeengekomen roulatie van accountants, als externe accountant van de ECB voor de financiële jaren 2008 tot en met 2012 benoemd.

de centrale banken van het Eurosysteem een leidraad van hoog niveau geven voor de selectie en het mandaat van externe accountants, stellen de Raad van Bestuur in staat zijn aanbevelingen aan de Raad van de Europese Unie te formuleren op basis van geharmoniseerde, consistente en transparante selectiecriteria.

### DE INTERNE CONTROLELAGEN

De interne controlestructuur van de ECB stoelt op een benadering waarin elke organisatie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) verantwoordelijk is voor haar eigen interne controle, maar ook voor de doeltreffendheid en doelmatigheid van haar werkzaamheden. 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. In 2008 heeft de ECB opnieuw vorderingen geboekt bij haar benadering van de risicobeheerstructuur. Ten eerste heeft een centrale eenheid in het Directoraat-Generaal Human Resources, Begroting en Organisatie een alomvattende “top-down exercise” gecoördineerd, waarin bedrijfsonderdelen operationele risico’s hebben geïdentificeerd die, mochten zij zich verwezenlijken, aanzienlijke negatieve gevolgen zouden kunnen hebben voor de bedrijfsvoering, de reputatie of de financiële situatie van de ECB. Op basis daarvan zijn actieplannen opgesteld voor het omgaan met deze risico’s. In de tweede plaats hebben de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied een kader ontwikkeld voor het beheer van de operationele risico’s van de taken en processen van het Eurosysteem, dat met ingang van 2009 ten uitvoer zal worden gelegd.

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 ECB<sup>9</sup> verstrekken de interne auditors onafhankelijke en objectieve accountants- en adviesdiensten en beoordelen en verbeteren zij systematisch de doeltreffendheid van risicobeheersings-, controle- en governanceprocessen. 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.<sup>10</sup> 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

<sup>9</sup> Dit Handvest is op de website van de ECB gepubliceerd teneinde de transparantie van de bij de ECB geldende interne-controleregelingen te bevorderen.

<sup>10</sup> 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.

gedragscode is de Gedragscode van de ECB, 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.<sup>11</sup> 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 en risico of voor rekening en risico van een derde uitvoeren van financiële transacties enig voordeel te trekken uit voorkennis.<sup>12</sup> De derde gedragscode is een aanvullende gedragscode met ethische criteria voor de leden van de Directie.<sup>13</sup> 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.<sup>14</sup> 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.<sup>15</sup> Dit besluit trad op 1 juli 2004 in werking.

#### **TOEGANG VAN HET PUBLIEK TOT ECB-DOCUMENTEN**

Het in maart 2004 goedgekeurde besluit van de ECB inzake de toegang van het publiek tot ECB-documenten<sup>16</sup> is in overeenstemming met de doelstellingen en standaarden die door andere

EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot de 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.<sup>17</sup>

Het aantal verzoeken om toegang tot documenten bleef in 2008 beperkt.

- 11 Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank overeenkomstig artikel 11, lid 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.
- 12 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.
- 13 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.
- 14 Verordening (EG) nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en van de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), PB L 136 van 31.5.1999, blz. 1.
- 15 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).
- 16 Besluit van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2004 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank (ECB/2004/3), PB L 80 van 18.3.2004, blz. 42.
- 17 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 2008 is de ECB voortgegaan met de tenuitvoerlegging van het kader voor haar humanresourcesbeleid (HR-beleid), dat de waarden van de ECB en de basisbeginselen van haar HR-beleid inhoudt.<sup>18</sup> Het HR-kader verduidelijkt 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

Als orgaan met medewerkers uit de 27 EU-lidstaten heeft de ECB diversiteitsmanagement in haar HR-praktijken geïntegreerd om te waarborgen 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. In 2008 heeft de ECB voor de eerste maal een diversiteitsforum voor managers georganiseerd om de zichtbaarheid van diversiteitsproblemen te vergroten en opvattingen en ervaringen over thema's die verband houden met geslacht, nationaliteit en leeftijd te delen.

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

De steun voor de algemene beginselen voor interne mobiliteit bij de ECB, waardoor medewerkers worden aangemoedigd om de vijf jaar van functie te wisselen, is continu gebleken. 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. Het interne wervingsbeleid, dat de nadruk legt op brede bekwaamheden, streeft er aldus naar de interne mobiliteit van medewerkers verder te vergemakkelijken. In totaal zijn in 2008 165 medewerkers, onder wie 17 leidinggevenden 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 2008 werden in het kader van deze regeling 23 medewerkers gedetacheerd. Daarnaast werd aan 30 medewerkers onbetaald verlof verleend voor periodes tot en met drie jaar. Een groot deel daarvan (19) trad in dienst bij nationale centrale banken, internationale organisaties of het bedrijfsleven. Anderen gebruikten hun onbetaald verlof voor studie. In totaal waren eind december 2008 54 personeelsleden met onbetaald verlof (vergeleken met 56 in 2007) en 26 personeelsleden met ouderschapsverlof (vergeleken met 23 in 2007).

Behalve op het bevorderen van mobiliteit, waaronder het rouleren van leidinggevenden, richtte de HR-strategie zich op de ontwikkeling van het ECB-personeel en met name op het versterken van leidinggevende vaardigheden door training en individuele coaching. Training voor managers was met name gericht op het verbeteren van de teamprestaties, leiderschap- en wervingsvaardigheden en op de verschillende aspecten van prestatie management.

Ook hebben leidinggevenden deelgenomen aan de *multi-source feedback exercise* (gedifferentieerd terugkoppelingsproces) waarin met behulp van direct rapporterend personeel,

<sup>18</sup> De basisbeginselen van het HR-beleid zijn: organisatorische behoefte, gedecentraliseerd personeelsbeheer, verdienste, diversiteit, aantrekkelijke arbeidsvoorwaarden en wederzijds engagement.

nevenschikten en externe contacten wordt bepaald op welke terreinen leidinggevenden zich persoonlijk verder zouden kunnen ontwikkelen. Op basis van de resultaten 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 12 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

Eind 2008 was het werkelijke *full-time equivalent* aantal personeelsleden onder contract bij de ECB 1.536 (vergeleken met 1.478 eind 2007).<sup>19</sup>

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. Deze contracten kunnen, afhankelijk van organisatorische overwegingen en

individuele prestaties, in contracten voor onbepaalde tijd worden omgezet. Contracten met een vaste looptijd kunnen ook worden afgesloten ter vervanging van personeelsleden met een permanent contract die tijdelijk gedurende meer dan twaalf maanden afwezig zijn, bijvoorbeeld in geval van ouderschapsverlof of onbetaald verlof. In 2008 heeft de ECB 108 contracten met een vaste looptijd aangeboden. Daarentegen hebben 45 medewerkers met een contract met vaste looptijd of een permanent contract de ECB in 2008 verlaten. Daarnaast zijn in 2008 113 kortlopende contracten afgesloten (naast enkele in 2007 afgesloten contracten die werden verlengd) om personeelsleden te vervangen die minder dan een jaar afwezig waren. 83 kortlopende contracten zijn in de loop van het jaar afgelopen.

De ECB biedt ook kortlopende contracten aan personeel van de nationale centrale banken en internationale organisaties, zodat de ECB en deze organisaties van elkaars ervaringen kunnen leren. Kortlopende contracten voor medewerkers van nationale centrale banken helpen ook de teamgeest binnen het ESCB op te bouwen. Op 31 december 2008 waren 122 werknemers van nationale centrale banken en internationale organisaties werkzaam bij de ECB (vergeleken met 91 op 31 december 2007).

In september 2008 is de derde 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 eerste lichter deelnemers heeft het *Graduate Programme* in 2008 afgesloten en een groot aantal van hen heeft met succes gesolliciteerd naar omzetbare posten met een vaste looptijd bij de ECB.

<sup>19</sup> Personeelsleden met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat personeelsleden werkzaam op een permanent contract, een contract met een vaste looptijd of een kortlopend contract en de deelnemers aan het *Graduate Programme* van de ECB. Ook personeelsleden met moederschapsverlof of langdurig ziekteverlof zijn inbegrepen.

De ECB heeft stageplaatsen aangeboden aan studenten en afgestudeerden in met name economie, statistiek, bedrijfskunde, rechtswetenschappen en vertaalstudies. Op 31 december 2008 waren 84 stagiairs werkzaam bij de ECB.

De ECB heeft tevens twee 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**

In het licht van de recentste ontwikkelingen op het gebied van levensverwachting en financiering op de lange termijn heeft de ECB haar pensioenregeling geëvalueerd. Naar verwachting zullen de resultaten van de evaluatie begin 2009 in de pensioenregeling worden verwerkt.

In 2008 heeft de ECB een aanvang gemaakt met de herziening van haar tucht- en beroepsprocedures. De doorgevoerde wijzigingen beoogden de doelmatigheid en doeltreffendheid van beide procedures te vergroten zonder de rechten van personeelsleden aan te tasten.

Om het evenwicht tussen beroep en privéleven te verbeteren en de veerkracht van de ECB te vergroten, heeft de Directie in 2008 besloten een proefproject met het oog op de geleidelijke invoering van telewerken op te zetten. Na afronding van het project in 2009 zullen de voor- en nadelen ervan zorgvuldig worden geëvalueerd, waarna een beslissing zal worden genomen over de verlenging van de regeling.

### **2.2 DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE**

De activiteiten van de Human Resources Conferentie (HRC) en haar substructuren in 2008 omvatten verschillende aspecten van de

training en ontwikkeling van medewerkers. Op basis van een analyse van de behoeften zijn nieuwe ESCB-trainingsactiviteiten ontwikkeld, die in 2009 zullen worden geïntroduceerd. Daarnaast heeft de HRC maatregelen genomen om de mobiliteit binnen het ESCB te verhogen om de mogelijkheden voor het personeel van de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB van elkaar te leren te vergroten en om de samenwerking en teamgeest te bevorderen.

Daarnaast hebben de HRC en het Comité voor communicatie van het Eurosysteem/ESCB een conferentie over communicatie in HR gehouden, waarbij alle centrale banken van het ESCB vertegenwoordigd waren. Bij zijn bijeenkomsten heeft de HRC andere thema's behandeld, zoals demografische statistieken, assessmentcenters, de toekomst van HR in Europa en de voornaamste uitdagingen tot en met 2015.

### **2.3 HET NIEUWE KANTOORGEBOUW VAN DE ECB**

In 2008 werden verdere vorderingen geboekt ten aanzien van het nieuwe gebouw voor de ECB in het stadsdeel Ostend in Frankfurt am Main.

In april 2008 is begonnen met de voorbereidingen van de constructiewerkzaamheden op de nieuwe locatie. De twee bijgebouwen van vier etages aan weerszijden van de Grossmarkthalle zijn afgebroken. Het grootste deel van de bakstenen is bewaard om te worden hergebruikt voor de renovatie van de gevel van de Grossmarkthalle, zodat de kleur en structuur van de oorspronkelijke gevel behouden blijven. In het voorjaar zijn de graafwerkzaamheden voor de twee ondergrondse verdiepingen van de kantoorstorens en de ondergrondse parkeergarage op het zuidelijke deel van het terrein begonnen. Vervolgens zijn de heipalen aangebracht. Deze voorbereidende werkzaamheden zijn in september 2008 volgens schema en binnen het budget afgerond.

Op 6 mei 2008 heeft Petra Roth, de burgemeester van Frankfurt, de bouwvergunning voor het



nieuwe gebouw van de ECB aan de President van de ECB aangeboden. De bouwvergunning is de beschikking waarbij toestemming wordt verleend voor de constructie van het nieuwe gebouw op het terrein van de Grossmarkthalle.

Op 25 juni 2008 heeft de ECB besloten de internationale openbare procedure voor de gunning van de constructie van het nieuwe gebouw voor de ECB formeel te sluiten, aangezien zij economisch gezien geen bevredigend resultaat had opgeleverd: de ingediende offerte overschreed ruimschoots het door de ECB geraamde budget. Tijdens de zomer en de herfst van 2008 hebben de architecten en de planners de situatie op het bouwterrein grondig geanalyseerd. Op basis van deze analyse heeft de Raad van Bestuur in november 2008 besloten een andere aanbestedingsstrategie te kiezen, de bouwwerkzaamheden te verdelen in afzonderlijke taken en partijen en een nieuwe aanbesteding voor de bouwwerkzaamheden te houden. In de loop van 2009 zullen voor de structurele werkzaamheden, de gevel en andere delen van het gebouw circa vijftien verschillende uitnodigingen tot inschrijving worden gepubliceerd. Het doel van deze aanbestedingsstrategie is concurrerende offertes aan te trekken, onder meer van middelgrote bedrijven, en voor elke taak gespecialiseerde bedrijven te vinden. De aanbestedingsstrategie zal worden gebaseerd op evenwichtige contractvoorwaarden die in de bouwsector gangbaar zijn.

De ECB is vastbesloten niet af te wijken van de geraamde bouwkosten van circa €500 miljoen (tegen constante prijzen, basisjaar 2005). Deze kosten zijn geïndexeerd aan de hand van de officiële prijsindices die door het Statistisches Bundesamt, het Duitse bureau voor de statistiek, zijn samengesteld. De constructie van een nieuw gebouw dat is toegesneden op de behoeften van de ECB wordt gezien als de beste optie vanuit financieel oogpunt.

Aan het einde van 2009, na de beoordeling van de inschrijvingen, zal de Raad van Bestuur de noodzakelijke vervolgbeslissingen nemen.

#### **2.4 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. In totaal 20 centrale banken van het ESCB nemen op basis van vrijwilligheid deel. In december 2007 is Banque centrale du Luxembourg voor de periode van 1 januari 2008 tot en met 31 december 2012 aangewezen als standplaats voor het EPCO. In 2008 werden alle vier medewerkers voor het EPCO geworven en zijn zeven bijeenkomsten van aanschaffingsdeskundigen van de deelnemende centrale banken gehouden. De werkzaamheden waren gericht op het vaststellen van beste praktijken. In november 2008 heeft de Raad van Bestuur een besluit tot vaststelling van het kader voor de gezamenlijke aanbesteding van het Eurosysteem vastgesteld. Op basis van dit besluit, dat beoogt gelijke kansen te scheppen voor centrale banken die deelnemen in gezamenlijke procedures, heeft de Raad van Bestuur tevens een aanschaffingsplan voor 2009 vastgesteld. Het EPCO wordt aangestuurd door het EPCO-Stuurcomité, dat via de Directie aan de Raad van Bestuur rapporteert.

### 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.<sup>20</sup> 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.

Deze informatie wordt verstrekt in een twee maal per jaar verschijnende nieuwsbrief en tijdens bijeenkomsten die in april en oktober worden gehouden. Tijdens de bijeenkomsten in 2008 zijn met name samenwerking en specialisatie binnen het Eurosysteem, het Verdrag van Lissabon en de impact ervan op het ESCB, en de rol van markttransacties en financieel toezicht in tijden van onrust aan de orde gekomen. Daarnaast werden punten in verband met de productie en omloop van bankbiljetten en met betalingssystemen (TARGET2, TARGET2-Securities en CCBM2) besproken. De werknemersvertegenwoordigers werden tevens geïnformeerd over de werkzaamheden die door de HRC werden verricht.

Er werd een ad-hocwerkgroep over de productie en omloop van bankbiljetten opgezet. Hierbij was een zeer klein aantal deelnemers betrokken. De werkgroep had tot taak voorafgaand aan de plenaire vergadering van de Sociale Dialoog binnen het ESCB technische vraagstukken in verband met bankbiljetten te bespreken.

<sup>20</sup> 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 2008

## I AARD VAN DE WERKZAAMHEDEN

De werkzaamheden van de ECB in 2008 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 kort besproken in hoeverre deze doelstellingen zijn verwezenlijkt.

## 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 op contractbasis bij de ECB<sup>1</sup> steeg van 1.448 in 2007 tot 1.499 in 2008. Aan het eind van dat jaar waren 1.536 personeelsleden in dienst. Zie voor nadere details de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”, onder 29, “Personeelskosten”, en Hoofdstuk 8, Paragraaf 2, waar bovendien de humanresources-strategie van de ECB wordt beschreven.

## BELEGGINGSACTIVITEITEN EN RISICOBEEHER

De externe reserves van de ECB bestaan uit de externe reserves die overeenkomstig de bepalingen van Artikel 30 van de Statuten van het ESCB 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 goudprijsrisico'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

<sup>1</sup> Personeelsleden met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat personeelsleden werkzaam op een permanent contract, een contract met een vaste looptijd of een kortlopend contract en de deelnemers aan het *Graduate Programme* van de ECB. Ook personeelsleden met moederschapsverlof of langdurig ziekteverlof zijn inbegrepen.

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 2007 was een bedrag van €2.668.758.313 onder deze voorziening opgenomen. Overeenkomstig Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB hebben de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta per 1 januari 2008 respectievelijk €4.795.450 en €2.388.127 aan de voorziening bijgedragen. In het licht van de resultaten van zijn beoordeling heeft de Raad van Bestuur besloten per 31 december 2008 een aanvullend bedrag van €1.339.019.690 naar de voorziening over te dragen, waardoor de omvang ervan steeg tot het toegestane maximum van €4.014.961.580. 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.

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 over de tijd consistent toegepaste risicobeoordeling waarbij Values at Risk-cijfers (VaR-cijfers) voor risicodragende activa worden berekend.

##### **FINANCIËLE RESULTAAT VOOR 2008**

Het netto inkomen van de ECB vóór overdracht naar de risicovoorziening bedroeg €2.661 miljoen, vergeleken met €286 miljoen in 2007. De netto winst van €1.322 miljoen die resteerde na de overdracht werd onder de nationale centrale banken verdeeld.

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 2008 leidde de waardedaling van de euro ten opzichte van de Japanse yen en de Amerikaanse dollar tot ongerealiseerde winsten van rond €3,6 miljard. Deze winsten werden, overeenkomstig de gemeenschappelijke grondslagen voor waardering en resultaatbepaling die door de Raad van Bestuur voor het Eurosysteem zijn vastgesteld, in de herwaarderingsrekeningen verantwoord.

De netto rentebaten daalden van €2.421 miljoen in 2007 tot €2.381 miljoen in 2008, voornamelijk ten gevolge van (a) lagere in Amerikaanse dollar luidende netto rentebaten, en (b) een hogere rentevergoeding op de vorderingen van de nationale centrale banken uit hoofde van de door hen overgedragen externe reserves. De resulterende daling van de netto rentebaten werd slechts gedeeltelijk gecompenseerd door de stijging van de rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem, voornamelijk ten gevolge van de algemene stijging van het aantal eurobankbiljetten in omloop.

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties daalden van €779 miljoen in 2007 tot €662 miljoen in 2008, voornamelijk ten gevolge van het kleinere volume goud dat werd verkocht 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 resulterende lagere gerealiseerde winsten uit deze transacties werden slechts gedeeltelijk gecompenseerd door hogere netto gerealiseerde winsten uit effectenverkoop in 2008, na de daling van de rente in de VS dat jaar.

De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van depreciatie, stegen van €385 miljoen in 2007 tot €388 miljoen in 2008.

## WIJZIGINGEN IN HET KAPITAAL VAN DE ECB

Op grond van Beschikking 2007/503/EG en Beschikking 2007/504/EG van de Raad van 10 juli 2007 hebben Cyprus en Malta op 1 januari 2008 de eenheidsmunt aangenomen. Dientengevolge hebben de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta overeenkomstig Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB per die datum het resterende deel van hun aandeel in het kapitaal aan de ECB gestort. Als gevolg van deze betalingen is het gestorte kapitaal van de ECB gestegen van €4.127 miljoen op 31 december 2007 tot €4.137 miljoen op 1 januari 2008.

## 5 DIVERSEN

### MILIEU

Op basis van haar kader voor milieubeleid, dat de ECB aan het einde van 2007 heeft vastgesteld, zijn in 2008 de milieuaspecten van het beheer van de ECB geïnventariseerd en is een eerste raming van haar impact op het milieu opgesteld. Daarnaast heeft de ECB besloten een milieubeheersysteem op te zetten dat aan de internationaal erkende standaarden ISO 14001 en EMAS voldoet. Er is een project gestart om in 2010 certificatie van het milieubeheersysteem van de bank te verkrijgen. In 2008 zijn met succes enkele maatregelen ingevoerd.

### IT-BEHEER

In 2008 was de ECB de eerste centrale bank die certificatie op grond van de internationale standaard ISO/IEC 20000 voor uitstekend IT-beheer (ITSM) verkreeg. ISO/IEC 20000 beschrijft een geïntegreerde reeks beheerprocessen voor doeltreffende verlening van IT-diensten aan een bedrijf en zijn klanten. De toepassing ervan was een belangrijke bijdrage aan de IT-dienstverlening bij de ECB en heeft al geleid tot meetbare voordelen en grotere tevredenheid onder gebruikers.

## BALANS PER 31 DECEMBER 2008

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2008 €	2007 €
<b>Goud en goudvorderingen</b>	<b>1</b>	<b>10.663.514.154</b>	<b>10.280.374.109</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>2</b>		
Vorderingen op het IMF		346.651.334	449.565.998
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		41.264.100.632	28.721.418.912
		<b>41.610.751.966</b>	<b>29.170.984.910</b>
<b>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>2</b>	<b>22.225.882.711</b>	<b>3.868.163.459</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>3</b>		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		<b>629.326.381</b>	<b>0</b>
<b>Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>4</b>	<b>25.006</b>	<b>13.774</b>
<b>Vorderingen binnen het Eurosysteem</b>	<b>5</b>		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		61.021.794.350	54.130.517.580
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		234.095.515.333	17.241.183.222
		<b>295.117.309.683</b>	<b>71.371.700.802</b>
<b>Overige activa</b>	<b>6</b>		
Materiële vaste activa		202.690.344	188.209.963
Overige financiële activa		10.351.859.696	9.678.817.294
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten		23.493.348	34.986.651
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		1.806.184.794	1.365.938.582
Diversen		1.272.185.672	69.064.934
		<b>13.656.413.854</b>	<b>11.337.017.424</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>

<b>PASSIVA</b>	<b>ZIE TOELICHTING ONDER</b>	<b>2008 €</b>	<b>2007 €</b>
<b>Bankbiljetten in omloop</b>	<b>7</b>	<b>61.021.794.350</b>	<b>54.130.517.580</b>
<b>Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>8</b>	<b>1.020.000.000</b>	<b>1.050.000.000</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>9</b>	<b>253.930.530.070</b>	<b>14.571.253.753</b>
<b>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10</b>	<b>272.822.807</b>	<b>0</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10</b>		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		<b>1.444.797.283</b>	<b>667.076.397</b>
<b>Verplichtingen binnen het eurosysteem</b>	<b>11</b>		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		<b>40.149.615.805</b>	<b>40.041.833.998</b>
<b>Overige passiva</b>	<b>12</b>		
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten		1.130.580.103	69.589.536
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		2.284.795.433	1.848.257.491
Diversen		1.797.414.878	659.763.920
		<b>5.212.790.414</b>	<b>2.577.610.947</b>
<b>Voorzieningen</b>	<b>13</b>	<b>4.038.858.227</b>	<b>2.693.816.002</b>
<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>14</b>	<b>11.352.601.325</b>	<b>6.169.009.571</b>
<b>Kapitaal en reserves</b>	<b>15</b>		
Kapitaal		<b>4.137.159.938</b>	<b>4.127.136.230</b>
<b>Winst over het jaar</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>



## WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2008

	ZIE TOELICHTING ONDER	2008 €	2007 €
Rentebaten uit externe reserves		997.075.442	1.354.887.368
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		2.230.477.327	2.004.355.782
Overige rentebaten		8.430.894.437	4.380.066.479
<i>Rentebaten</i>		<i>11.658.447.206</i>	<i>7.739.309.629</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves		(1.400.368.012)	(1.356.536.045)
Overige rentelasten		(7.876.884.520)	(3.962.006.944)
<i>Rentelasten</i>		<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(5.318.542.989)</i>
<b>Netto rentebaten</b>	<b>23</b>	<b>2.381.194.674</b>	<b>2.420.766.640</b>
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	<b>24</b>	662.342.084	778.547.213
Afwaarderingen van financiële activa en posities	<b>25</b>	(2.662.102)	(2.534.252.814)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoers- en prijsrisico's		(1.339.019.690)	(286.416.109)
<b>Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's</b>		<b>(679.339.708)</b>	<b>(2.042.121.710)</b>
<b>Netto lasten uit provisies en commissies</b>	<b>26</b>	<b>(149.007)</b>	<b>(621.691)</b>
<b>Baten uit aandelen en deelnemingen</b>	<b>27</b>	<b>882.152</b>	<b>920.730</b>
<b>Overige baten</b>	<b>28</b>	<b>7.245.593</b>	<b>6.345.668</b>
<b>Totaal netto baten</b>		<b>1.709.833.704</b>	<b>385.289.637</b>
Personeelskosten	<b>29</b>	(174.200.469)	(168.870.244)
Beheerkosten	<b>30</b>	(183.224.063)	(184.589.229)
Afschrijving van materiële vaste activa		(23.284.586)	(26.478.405)
Productiekosten bankbiljetten	<b>31</b>	(6.871.050)	(5.351.759)
<b>Winst over het jaar</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>

Frankfurt am Main, 24 februari 2009

EUROPESE CENTRALE BANK

Jean-Claude Trichet

President

# GRONDSLAGEN VOOR DE OPSTELLING VAN DE JAARREKENING<sup>1</sup>

## VORM EN PRESENTATIE VAN DE JAARREKENING

De jaarrekening van de 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 van de ECB passend worden geacht voor een centrale bank.<sup>2</sup>

## 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 uitzondering van waardepapieren worden transacties in financiële instrumenten luidende in vreemde valuta op de transactiedatum opgenomen in niet in de balans opgenomen rekeningen. 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 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.

## 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 marktcoers. 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 valuta-soort.

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 prijzen en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per fine ounce, die

<sup>1</sup> De gedetailleerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in Besluit ECB/2006/17, PB L 348 van 11.12.2006, blz. 38, zoals gewijzigd.

<sup>2</sup> 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.

voor het jaar 2008 is afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 31 december 2008.

### **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 2008 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 30 december 2008 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 als zij eerdere ongerealiseerde herwaarderingswinsten, 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 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 als inkomende deposito's tegen onderpand 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 wederinkoopverplichting (waaronder effectenleningstransacties) die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, worden alleen op de balans opgenomen indien liquide onderpand is verschaft op een rekening van de ECB. In 2008 heeft de ECB geen liquide onderpand in verband met dergelijke transacties ontvangen.

## NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deviezeninstrumenten, te weten deviezeninstrumenten, termijnderdelen van 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 waarderingmethoden die gebruikmaken van waarneembare marktcoersen en -prijzen en van de disconteringsfactoren vanaf de valutadatum tot de waarderingdatum.

## 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.

Belangrijke gebeurtenissen na de balansdatum die geen invloed hebben op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum zijn opgenomen in de toelichting.

## 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 TARGET2<sup>3</sup> – 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 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.

In euro luidende 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 binnen het ESCB dergelijke saldi aanhouden ten opzichte van de ECB, uit hoofde van hun deelname aan TARGET2,<sup>4</sup> worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

<sup>3</sup> Het technisch gedecentraliseerde eerste-generatiesysteem is geleidelijk vervangen door een tweede-generatiesysteem (TARGET2), dat is gebaseerd op een gemeenschappelijke technische infrastructuur, het *Single Shared Platform* (SSP). De migratie naar TARGET2 nam een aanvang in november 2007 en is in mei 2008 voltooid.

<sup>4</sup> Per 31 december 2008 namen de volgende nationale centrale banken buiten het eurogebied deel aan TARGET2: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski en Eesti Pank.

## 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 zijn afgeschreven 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 de verwachte gemiddelde resterende diensttijd van de deelnemende personeelsleden.

## PENSIOENEN VAN LEDEN VAN DE DIRECTIE EN OVERIGE VERPLICHTINGEN NA PENSIONERING

Voor de pensioenen van leden van de Directie van de ECB 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.<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup>

De ECB heeft een deel 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 wordt geschraagd door de vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn,<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup> 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/of om deze baten te verminderen met door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

## HERCLASSIFICATIES

In 2008 is omwille van de presentatie een aantal posten geherclassificeerd en zijn de vergelijkbare saldi per 31 december 2007 dienovereenkomstig aangepast. Deze herclassificaties worden beschreven in de “Toelichting op de balans”.<sup>9</sup>

## 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.

5 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.

6 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.

7 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.

8 Besluit ECB/2005/11 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.

9 De herclassificaties zijn in overeenstemming met de grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zoals neergelegd in Besluit ECB/2006/17, PB L 348 van 11.12.2006, blz. 38, zoals gewijzigd.

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 PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tot externe accountant van de ECB voor een periode van vijf jaar tot het einde van het financiële jaar 2012.

## TOELICHTING OP DE BALANS

### 1 GOUD EN GOUDVORDERINGEN

Per 31 december 2008 bedraagt de goudvoorraad van de ECB 17.156.546 *ounces fine gold* (2007: 18.091.733 *ounces*). De daling was het gevolg van (a) de verkoop van 963.987 *ounces fine gold* 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 de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta aan de ECB van respectievelijk 19.151 en 9.649 *ounces fine gold*<sup>10</sup> bij de overgang van Cyprus en Malta 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 2008 (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 2008 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (*Special Drawing Rights*, 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. De afschrijvingen van disagio's en agio's op in vreemde valuta luidende waardepapieren werden voorheen opgenomen onder respectievelijk "Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten" en "Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten". Omwille van de presentatie heeft de ECB besloten deze posten te herclassificeren onder de post "Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa". De vergelijkbare tegoeden per 31 december 2007 zijn dienovereenkomstig aangepast.

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2008 €	2007 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	5.808.582.148	761.073.851	5.047.508.297
Geldmarkt-deposito's	573.557.686	688.783.688	(115.226.002)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	379.961.453	543.247.188	(163.285.735)
Beleggingen in waardepapieren	34.501.999.345	26.728.314.185	7.773.685.160
<b>Totaal</b>	<b>41.264.100.632</b>	<b>28.721.418.912</b>	<b>12.542.681.720</b>

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2008 €	2007 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	619.534	574.945	44.589
Geldmarkt-deposito's	22.225.263.177	3.867.588.514	18.357.674.663
<b>Totaal</b>	<b>22.225.882.711</b>	<b>3.868.163.459</b>	<b>18.357.719.252</b>

<sup>10</sup> Deze overdrachten, met een totale waarde van €16,5 miljoen, vonden plaats per 1 januari 2008.



De stijging van de bij niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden rekeningen-courant is voornamelijk het gevolg van (a) de afwikkeling van het deel in Deense kroon van swaptransacties met Danmarks Nationalbank ten belope van €3,9 miljard die op 31 december uitstonden (zie onder 20, “Deviezenswaps en termijntransacties”), en (b) saldi in Zwitserse frank ter waarde van €1,2 miljard die zijn ontstaan in verband met de swapovereenkomst met de Zwitserse nationale bank <sup>11</sup> (zie onder 9, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”). De appreciatie van de Japanse yen en de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro, ongerealiseerde winsten op waardepapieren (zie onder 14, “Herwaarderingsrekeningen”), de belegging van de opbrengsten van goudverkoop (zie onder 1, “Goud en goudvorderingen”) en de inkomsten ontvangen op voornamelijk de portefeuille in Amerikaanse dollar hebben eveneens bijgedragen tot de stijging van de totale waarde van deze posten.

Deposito's in verband met transacties die centrale banken van het Eurosysteem hebben uitgevoerd om kredietinstellingen in het eurogebied in Amerikaanse dollar luidende liquiditeiten te verschaffen, zijn opgenomen onder bij ingezetenen van het eurogebied aangehouden geldmarktdeposito's.

Daarnaast hebben de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta bij de overgang van Cyprus en Malta op de gemeenschappelijke munt met ingang van 1 januari 2008 overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB Amerikaanse dollars met een totale waarde van €93,5 miljoen aan de ECB overgedragen.

De netto door de ECB aangehouden deviezen <sup>12</sup> in Amerikaanse dollar en Japanse yen waren per 31 december 2008 als volgt:

	miljoenen valuta-eenheden
Amerikaanse dollars	40.062
Japanse yen	1.084.548

### 3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

In 2007 werden geldmarktdeposito's en rekeningen-courant die als directe tegenpost van het kapitaal en de reserves van de ECB bij niet-ingezetenen van het eurogebied werden aangehouden, onder deze post opgenomen. De ECB heeft besloten deze aanhoudingen in een eigen portefeuille onder te brengen, die nu wordt opgenomen onder de post “Overige financiële activa”. De vergelijkbare post per 31 december 2007 is dienovereenkomstig aangepast.

Per 31 december 2008 bestond deze post voornamelijk uit een vordering van €460 miljoen op Magyar Nemzeti Bank in verband met een overkomst met de ECB betreffende repo-transacties. Uit hoofde van deze overeenkomst kan Magyar Nemzeti Bank tot €5 miljard lenen ter ondersteuning van haar binnenlandse transacties voor de verschaffing van in euro luidende liquiditeiten.

### 4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIETINSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

In 2007 werden geldmarktdeposito's en rekeningen-courant die als directe tegenpost van het kapitaal en de reserves van de ECB bij ingezetenen van het eurogebied werden

<sup>11</sup> De in Zwitserse frank luidende saldi vormen de weerslag van risicobeheersingsmaatregelen die de ECB bij haar EUR/CHF-deviezenswaptenders toepast en die de vorm hebben van initiële marges van 5% voor transacties met een looptijd van één week en 15% voor transacties met een looptijd van 84 dagen.

<sup>12</sup> 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 ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, “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 deviezertermijntransacties 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.

aangehouden, onder deze post opgenomen. De ECB heeft besloten deze aanhoudingen in een eigen portefeuille onder te brengen, die nu wordt opgenomen onder de post “Overige financiële activa”. De vergelijkbare post per 31 december 2007 is dienovereenkomstig aangepast.

Per 31 december 2008 bestond deze vordering uit een rekening-courant bij een ingezetene 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)

In 2008 bestond deze post voornamelijk uit de 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 was voornamelijk het gevolg van de back-to-backswaptransacties die de nationale centrale banken in verband met in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties hebben uitgevoerd (zie onder 9, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”).

Deze post omvat tevens het bedrag dat verschuldigd is aan de nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit

bankbiljetten (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

	2008 €	2007 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de TARGET2	420.833.781.929	145.320.642.526
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de TARGET2	(185.532.591.178)	(128.079.459.304)
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten	(1.205.675.418)	0
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	234.095.515.333	17.241.183.222

## 6 OVERIGE ACTIVA

### MATERIËLE VASTE ACTIVA

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2008 de volgende posten:

	2008 €	2007 €	Mutatie €
<b>Kosten</b>			
Land en gebouwen	159.972.149	156.964.236	3.007.913
Computerhardware en -software	174.191.055	168.730.634	5.460.421
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	28.862.720	27.105.564	1.757.156
Activa in aanbouw	83.407.619	59.791.855	23.615.764
Overige vaste activa	3.577.485	1.195.290	2.382.195
<b>Totaal kosten</b>	<b>450.011.028</b>	<b>413.787.579</b>	<b>36.223.449</b>
<b>Geaccumuleerde afschrijving</b>			
Land en gebouwen	(59.885.983)	(49.672.589)	(10.213.394)
Computerhardware en -software	(160.665.542)	(150.195.777)	(10.469.765)
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	(26.618.732)	(25.562.068)	(1.056.664)
Overige vaste activa	(150.427)	(147.182)	(3.245)
<b>Totaal geaccumuleerde afschrijving</b>	<b>(247.320.684)</b>	<b>(225.577.616)</b>	<b>(21.743.068)</b>
<b>Netto boekwaarde</b>	<b>202.690.344</b>	<b>188.209.963</b>	<b>14.480.381</b>

De stijging van de categorie “Activa in aanbouw” houdt voornamelijk verband met voorbereidingswerkzaamheden in verband met het nieuwe gebouw van de ECB. Overdrachten uit deze categorie naar de desbetreffende vaste-activaposten worden uitgevoerd wanneer de activa eenmaal in gebruik zijn.

### OVERIGE FINANCIËLE ACTIVA

De afschrijvingen van disagio’s en agio’s op in euro luidende waardepapieren werden voorheen opgenomen onder respectievelijk “Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten” en “Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten”. Omwille van de presentatie heeft de ECB besloten deze posten te herclassificeren onder deze post. Daarnaast worden in euro luidende geldmarktdeposito’s en rekeningen-courant die worden aangehouden als een directe tegenpost van het kapitaal en de reserves van de ECB nu opgenomen onder deze post (zie onder 3, “Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”, en onder 4, “Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro”). De vergelijkbare saldi per 31 december 2007 zijn dienovereenkomstig aangepast.

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2008 €	2007 €	Mutatie €
Rekeningen-courant luidende in euro	4.936.630	5.153.295	(216.665)
Geldmarkt-deposito’s luidende in euro	150.000.000	120.000.000	30.000.000
Waardepapieren luidende in euro	9.675.505.128	8.843.080.586	832.424.542
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro	479.293.075	668.392.837	(189.099.762)
Overige financiële activa	42.124.863	42.190.576	(65.713)
Totaal	10.351.859.696	9.678.817.294	673.042.402

(a) Rekeningen-courant, geldmarktdeposito’s, waardepapieren en repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro

vormen de belegging van de eigen middelen van de ECB (zie onder 12, “Overige passiva”). De netto stijging van de waarde van de eigen middelen van de ECB was voornamelijk het gevolg van de belegging in de eigenmiddelenportefeuille van de tegenpost van het bedrag dat in 2007 naar de voorziening van de ECB tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico’s was overgedragen, ongerealiseerde winsten op waardepapieren (zie onder 14, “Herwaarderingsrekeningen”) en inkomsten uit de eigenmiddelenportefeuille.

(b) De ECB houdt 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) aan, die zijn opgenomen tegen de aankoopkosten van €41,8 miljoen.

### HERWAARDERINGSVERSCHILLEN NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

In 2008 bestond deze post voornamelijk uit waarderingswinsten van uitstaande renteswaptransacties (zie onder 19, “Renteswaps”).

### OVERLOPENDE ACTIVA EN VOORUITBETAALDE KOSTEN

In 2008 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 €500,4 miljoen, en nog van de nationale centrale banken van het eurogebied te ontvangen rente op de TARGET2-saldi voor de laatste maand van 2008 ter waarde van €648,9 miljoen.

Onder deze post is tevens de nog te ontvangen rente op waardepapieren (zie ook onder 2, “Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, en onder 6, “Overige activa”) en overige financiële activa opgenomen.

## DIVERSEN

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”, en onder 5, “Vorderingen binnen het Eurosysteem”).

Deze post omvat tevens positieve saldi met betrekking tot per 31 december 2008 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 20, “Deviezenswaps en termijntransacties”). Deze saldi vloeien voort uit de conversie van dergelijke transacties in euro tegen de gemiddelde koers van de betrokken valuta op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden tegen welke de transacties aanvankelijk werden opgenomen (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

In deze rubriek is tevens een vordering op het Duitse federale Ministerie van Financiën in verband met terugvorderbare belasting over de toegevoegde waarde en andere betaalde indirecte belastingen opgenomen. 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 ECB-deel (8%) van 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 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 €219,7 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”) Amerikaanse dollars 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 van het eurogebied. Deze hebben de resulterende middelen benut om tegenpartijen van het Eurosysteem door middel van transacties met wederinkoop en swaptransacties in Amerikaanse dollar luidende liquiditeit te verschaffen. De back-to-backswaptransacties tussen de ECB en de nationale centrale banken resulteerden in saldi binnen het Eurosysteem tussen de ECB en de nationale centrale banken die onder “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)” zijn opgenomen.

Een verplichting aan de Zwitserse nationale bank ten bedrage van €18,4 miljard is eveneens onder deze post opgenomen. Door middel van een swapovereenkomst heeft de Zwitserse nationale bank Zwitserse franken verschaft teneinde korte-termijnfinanciering in Zwitserse franken te bieden aan tegenpartijen van het Eurosysteem. Tegelijkertijd heeft de ECB back-to-backswaptransacties verricht met de nationale centrale banken van het eurogebied. Deze hebben de resulterende middelen benut om in Zwitserse frank luidende liquiditeitsverschaffende transacties met tegenpartijen van het Eurosysteem te verrichten tegen euro, in de vorm van swaptransacties. De swaptransacties tussen de ECB en de nationale centrale banken resulteerden in saldi

binnen het Eurosysteem die onder “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)” zijn opgenomen. Daarnaast omvat deze post een verplichting aan de Zwitserse nationale bank ten bedrage van €15,4 miljard. Deze verplichting is ontstaan uit de plaatsing bij de ECB van in euro luidende middelen die de Zwitserse nationale bank uit transacties met andere tegenpartijen had ontvangen.

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 TARGET2-systeem geleide transacties (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

## IO VERPLICHTINGEN AAN INGEZETENEN EN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

Deze positie bestaat voornamelijk uit repo-overeenkomsten afgesloten met ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

## II 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 overdracht van externe reserves door de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta bij de overgang

op de gemeenschappelijke munt zijn deze verplichtingen met €107.781.807 gestegen.

	Tot en met 31 december 2007 €	Vanaf 1 januari 20 2008 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	1.423.341.996	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.821.492.402	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511.833.966	511.833.966
Bank of Greece	1.046.595.329	1.046.595.329
Banco de España	4.349.177.351	4.349.177.351
Banque de France	8.288.138.644	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.217.924.641	7.217.924.641
Central Bank of Cyprus	-	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	90.730.275	90.730.275
Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta	-	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.243.025.226	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.161.289.918	1.161.289.918
Banco de Portugal	987.203.002	987.203.002
Banka Slovenije	183.995.238	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.086.011	717.086.011
<b>Totaal</b>	<b>40.041.833.998</b>	<b>40.149.615.805</b>

1) Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Totalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

De vorderingen van de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta werden gesteld op respectievelijk €71.950.549 en €35.831.258 om te garanderen dat de ratio tussen deze vorderingen 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 de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta 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 de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta die zij krachtens Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB verschuldigd zijn aan de reserves van de ECB en de voorzieningen die

met reserves zijn gelijkgesteld per 31 december 2007 (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 2008 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 20, “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 op 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 TARGET2, lopende rente op financiële instrumenten (zie ook onder 2, “Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, en onder 6, “Overige activa”) en overige overlopende posten opgenomen.

### DIVERSEN

Deze post bestaat voornamelijk uit negatieve saldi met betrekking tot per 31 december

2008 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 20, “Deviezenswaps en termijntransacties”). Deze saldi vloeien voort uit de conversie van dergelijke transacties in euro tegen de gemiddelde koers van de betrokken valuta op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden tegen welke de transacties aanvankelijk werden opgenomen (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Onder deze post zijn tevens opgenomen uitstaande repo-transacties ter waarde van €337,6 miljoen die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 6, “Overige activa”) en de hieronder beschreven netto pensioenverplichtingen van de ECB.

### 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:

	2008 € miljoen	2007 € miljoen
Contante waarde van de verplichtingen	317,0	285,8
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(226,7)	(229,8)
Niet opgenomen actuariële winsten/ (verliezen)	7,6	35,4
In de balans opgenomen verplichtingen	97,9	91,4

De contante waarde van de verplichtingen omvat niet-gefinancierde verplichtingen ten bedrage van €42,3 miljoen (2007: €36,8 miljoen) die betrekking hebben op de pensioenen van Directieleden en op arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel.

De in de winst- en verliesrekening in 2008 en 2007 opgenomen bedragen met betrekking tot “Toegerekende pensioenkosten”,

“Rente op verplichtingen”, “Verwacht rendement op de fondsbeleggingen” en “Netto actuariële (winsten)/verliezen opgenomen in jaar” zijn als volgt:

	2008 € miljoen	2007 € miljoen
Toegerekende pensioenkosten	24,7	26,5
Rente op verplichtingen	10,7	8,6
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	(10,0)	(7,9)
Netto actuariële (winsten)/verliezen opgenomen in jaar	(1,1)	0
Totaal opgenomen in “Personeelskosten”	24,3	27,2

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”) worden de netto cumulatieve niet-opgenomen actuariële winsten 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, afgeschreven over het verwachte gemiddelde resterende dienstverband van de deelnemende personeelsleden.

Mutaties in de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting zijn als volgt:

	2008 €	2007 €
Beginbedrag toegezegd-pensioenverplichting	285,8	258,5
Pensioenkosten	24,7	26,5
Rentekosten	10,7	8,6
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	17,9	14,2
Overige netto mutaties in de verplichtingen voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	(12,3)	2,5
Betaalde uitkeringen	(3,8)	(2,5)
Actuariële (winsten)/verliezen	(6,0)	(22,0)
Eindbedrag toegezegd-pensioenverplichting	317,0	285,8

Mutaties in de reële waarde van de fondsbeleggingen zijn als volgt:

	2008 € miljoen	2007 € miljoen
Beginbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	229,8	195,3
Verwacht rendement	10,0	7,9
Actuariële winsten/(verliezen)	(32,7)	(4,0)
Bijdragen gestort door werkgever	17,5	16,2
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	17,8	14,1
Betaalde uitkeringen	(3,4)	(2,2)
Overige netto mutaties in de activa voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	(12,3)	2,5
Eindbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	226,7	229,8

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 verslaggevingsdoelinden.

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.

	2008 %	2007 %
Disconteringsvoet	5,75	5,30
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	6,50	6,50
Toekomstige salarisverhogingen	2,00	2,00
Toekomstige pensioenverhogingen	2,00	2,00

### 13 VOORZIENINGEN

Deze post bestaat uit een voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's en diverse andere voorzieningen. De laatste omvatten 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 nieuwe locatie verhuist.

De Raad van Bestuur achtte het, rekening houdend met de grote wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's waaraan de ECB blootstaat en met de omvang van haar herwaarderingsrekeningen, passend per 31 december 2005 een voorziening op te zetten tegen deze risico's. Deze voorziening zal, voor zover de Raad van Bestuur dat noodzakelijk acht, worden gebruikt ter compensatie 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.<sup>13</sup> 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 nationale centrale banken van het eurogebied is volgestort.

Per 31 december 2007 bedroeg de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's €2.668.758.313. Overeenkomstig Artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB hebben de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta per 1 januari 2008 respectievelijk €4.795.450 en €2.388.127 aan de voorziening bijgedragen. In het licht van de resultaten van zijn beoordeling heeft de Raad van Bestuur besloten per 31 december 2008 een aanvullend bedrag van €1.339.019.690<sup>14</sup> naar de voorziening over te dragen, waardoor de omvang van de voorziening tot €4.014.961.580 (de waarde van het door de nationale centrale banken per 31 december 2008 gestorte kapitaal

van de ECB) steeg en de netto winst tot €1.322.253.536 werd gereduceerd.

## 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 hebben de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta per 1 januari 2008 respectievelijk €11,1 miljoen en €5,5 miljoen aan dezealdi bijgedragen.

	2008 €	2007 €	Mutatie €
Goud	6.449.713.267	5.830.485.388	619.227.879
Deviezen	3.616.514.710	0	3.616.514.710
Waardepapieren en andere instrumenten	1.286.373.348	338.524.183	947.849.165
Totaal	11.352.601.325	6.169.009.571	5.183.591.754

De voor de eindejaarsherwaardering gebruikte deviezenwisselkoersen waren de volgende:

Wisselkoersen	2008	2007
Amerikaanse dollars per euro	1,3917	1,4721
Japanse yen per euro	126,14	164,93
Euro per SDR	1,1048	1,0740
Zwitserse frank per euro	1,4850	Niet van toepassing
Deense kroner per euro	7,4506	Niet van toepassing
Euro per fine ounce goud	621,542	568,236

## 15 KAPITAAL EN RESERVES

### KAPITAAL

Op grond van Beschikking 2007/503/EG en Beschikking 2007/504/EG van de Raad van 10 juli 2007, vastgesteld overeenkomstig Artikel 122, lid 2, van het Verdrag, hebben

<sup>13</sup> Zie ook Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag van de ECB.

<sup>14</sup> Deze overdracht werd gefinancierd uit gerealiseerde winsten op goudverkoop ten belope van €0,3 miljard en uit inkomsten van de ECB uit eurobankbiljetten in omloop ten belope van €1,0 miljard.



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 vastgesteld<sup>15</sup>, hebben de Central Bank of Cyprus en de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta per 1 januari 2008 een bedrag van respectievelijk €6.691.401 en €3.332.307 gestort, welk bedrag de resterende hoeveelheid van hun inschrijving op het kapitaal van de ECB vormt. Als gevolg daarvan is het volgestorte kapitaal van de ECB gestegen van €4.127.136.230 op 31 december 2007 tot €4.137.159.938 op 1 januari 2008, zoals in de tabel hieronder weergegeven:<sup>16</sup>

- <sup>15</sup> 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.
- <sup>16</sup> Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. De opgetelde subtotaal in de tabellen van deze paragraaf kunnen door afronding enigszins verschillen van het totaalbedrag.

	Kapitaalsleutel tot en met 31 december 2007 %	Volgestort kapitaal tot en met 31 december 2007 €	Kapitaalsleutel vanaf 1 januari 2008 %	Volgestort kapitaal vanaf 1 januari 2008 €
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,4708	142.334.200	2,4708	142.334.200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1.182.149.240	20,5211	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51.183.397	0,8885	51.183.397
Bank of Greece	1,8168	104.659.533	1,8168	104.659.533
Banco de España	7,5498	434.917.735	7,5498	434.917.735
Banque de France	14,3875	828.813.864	14,3875	828.813.864
Banca d'Italia	12,5297	721.792.464	12,5297	721.792.464
Central Bank of Cyprus	-	-	0,1249	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9.073.028	0,1575	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3.583.126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224.302.523	3,8937	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116.128.992	2,0159	116.128.992
Banco de Portugal	1,7137	98.720.300	1,7137	98.720.300
Banka Slovenije	0,3194	18.399.524	0,3194	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71.708.601	1,2448	71.708.601
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>69,5092</b>	<b>4.004.183.400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4.014.961.580</b>
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	0,8833	3.561.869	0,8833	3.561.869
Česká národní banka	1,3880	5.597.050	1,3880	5.597.050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6.104.333	1,5138	6.104.333
Eesti Pank	0,1703	686.727	0,1703	686.727
Central Bank of Cyprus	0,1249	503.654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1.134.330	0,2813	1.134.330
Lietuvos bankas	0,4178	1.684.760	0,4178	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5.299.051	1,3141	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0622	250.819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19.657.420	4,8748	19.657.420
Banca Națională a României	2,5188	10.156.952	2,5188	10.156.952
Národná banka Slovenska	0,6765	2.727.957	0,6765	2.727.957
Sveriges Riksbank	2,3313	9.400.866	2,3313	9.400.866
Bank of England	13,9337	56.187.042	13,9337	56.187.042
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>30,4908</b>	<b>122.952.830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122.198.358</b>
<b>Totaal</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.127.136.230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.137.159.938</b>

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. Deze bijdrage bedroeg per einde 2008 in totaal €122.198.358. 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.

## 16 GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM

### 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 aangepast.<sup>17</sup> Op 1 januari 2009 werden zij voor de tweede maal sinds de oprichting van de ECB 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 Bank<sup>18</sup> zijn de aandelen van de nationale centrale banken in de verdeelsleutel op 1 januari 2009 als volgt aangepast:

	Kapitaalsleutel van 1 januari 2008 tot en met 31 december 2008 %	Kapitaalsleutel vanaf 1 januari 2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649

	Kapitaalsleutel van 1 januari 2008 tot en met 31 december 2008 %	Kapitaalsleutel vanaf 1 januari 2009 %
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>30,3037</b>	<b>30,2085</b>
<b>Totaal</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### TOETREDING VAN SLOWAKIJE TOT HET EUROGEBIED

Op grond van Beschikking 2008/608/EG van de Raad van 8 juli 2008, vastgesteld overeenkomstig Artikel 122, lid 2, van het Verdrag, heeft Slowakije op 1 januari 2009 de eenheidsmunt ingevoerd. In overeenstemming met Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB en de rechtshandelingen die door de Raad van Bestuur

<sup>17</sup> Deze wegingen worden tevens aangepast wanneer nieuwe lidstaten tot de EU toetreden.

<sup>18</sup> PB L 181 van 19.7.2003, blz. 43.

op 31 december 2008 zijn vastgesteld<sup>19</sup>, heeft Národná banka Slovenska per 1 januari 2009 een bedrag van €37.216.407 gestort, welk bedrag de resterende hoeveelheid van haar inschrijving op het kapitaal van de ECB vormt. Overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB heeft Národná banka Slovenska per 1 januari 2009 externe reserves ter waarde van in totaal €443.086.156 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 2008 geldende wisselkoers, te vermenigvuldigen met de ratio tussen het aantal aandelen waarop door Národná banka Slovenska is ingeschreven en het aantal reeds door de andere nationale centrale banken zonder derogatie volgestorte aandelen. Deze externe reserves bestonden uit Amerikaanse dollars in de vorm van waardepapieren en contanten enerzijds en goud anderzijds in een verhouding van 85 en 15.

Národná banka Slovenska werd gecrediteerd met een vordering ten aanzien van het volgestorte kapitaal en de externe reserves die gelijk is aan de overgedragen bedragen. Deze vordering zal op dezelfde manier worden behandeld als de bestaande Vorderingen van de andere deelnemende nationale centrale banken (zie onder 11, "Verplichtingen binnen het Eurosysteem").

#### GEVOLGEN VOOR HET KAPITAAL VAN DE ECB

De aanpassing van de aandelen in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB in verband met de toetreding van Slowakije tot het eurogebied heeft geresulteerd in een toename met €5.100.251 van het gestorte kapitaal van de ECB.

#### EFFECT OP DE VORDERINGEN VAN DE NATIONALE CENTRALE BANKEN UIT HOOFDE VAN DE AAN DE ECB OVERGEDRAGEN EXTERNE ACTIVA

Het netto effect van de veranderde wegingen van de nationale centrale banken in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB en van de overdracht door Národná banka Slovenska

van externe reserves op de vorderingen van de nationale centrale banken uit hoofde van de aan de ECB overgedragen externe activa was een toename van €54.841.411.

#### NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

##### 17 GEAUTOMATISEERD PROGRAMMA VOOR EFFECTENLENINGSTRANSACTIONEN

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 2008 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting uit met een waarde van €1,2 miljard (2007: €3,0 miljard) (zie "Transacties met wederinkoop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

##### 18 RENTEFUTURES

In 2008 zijn rentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves en de eigen middelen van de ECB. Per 31 december 2008 liepen de volgende transacties:

	Contractwaarde €
Deviezenrentefutures	
Aankopen	2.041.082.857
Verkopen	1.209.470.518

	Contractwaarde €
Eurorentefutures	
Aankopen	50.000.000
Verkopen	33.000.000

<sup>19</sup> Besluit ECB/2008/33 van 31 december 2008 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de ECB door Národná banka Slovenska, PB L 21 van 24.1.2009, blz. 83; Overeenkomst van 31 december 2008 tussen Národná banka Slovenska en de Europese Centrale Bank 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 Národná banka Slovenska toegekende vordering, PB C 18 van 24.1.2009, blz. 3.

## 19 RENTESWAPS

Per 31 december 2008 stonden renteswaps met een contractwaarde van €459,3 miljoen uit. Deze transacties zijn verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

## 20 DEVIEZENSWAPS EN TERMIJNTRANSACTIES

### BEHEER VAN DE DEVIEZENRESERVES

In het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB stonden per 31 december 2008 vorderingen uit hoofde van deviezenwaps en deviezentermijntransacties ten bedrage van €358,1 miljoen en verplichtingen ten bedrage van €404,3 miljoen uit.

### LIQUIDITEITSVERRUIMENDE TRANSACTIES

Per 31 december 2008 stonden termijnverplichtingen aan Danmarks Nationalbank uit ten bedrage van €3,9 miljard. Deze verplichtingen zijn ontstaan in verband met de wederzijdse kredietovereenkomst ("swap line") met de ECB. In het kader van deze overeenkomst verschaft de ECB voor de duur van de transactie euro's aan Danmarks Nationalbank in ruil voor Deense kronen. De resulterende middelen worden benut ter ondersteuning van de maatregelen om de liquiditeit in de korte-termijnmarkt voor euro te verbeteren.

Daarnaast stonden per 31 december 2008 termijnvorderingen op de nationale centrale banken uit en termijnverplichtingen aan de Federal Reserve, die zijn ontstaan in verband met de verschaffing van in Amerikaanse dollar luidende liquiditeiten aan tegenpartijen van het Eurosysteem (zie onder 9, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro").

Tevens stonden per 31 december 2008 termijnvorderingen op de nationale centrale banken uit en termijnverplichtingen aan de

Zwitserse nationale bank, die ontstaan zijn in verband met de verschaffing van in Zwitserse frank luidende liquiditeiten aan tegenpartijen van het Eurosysteem (zie onder 9, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro").

## 21 BEHEER VAN KREDIETTRANSACTIES

Overeenkomstig Artikel 123, lid 2, van het Verdrag en Artikel 9 van Verordening (EG) nr. 332/2002 van de Raad van 18 februari 2002 is 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. Uit hoofde van dit mechanisme stond per 31 december 2008 een lening van de Europese Gemeenschap aan Hongarije uit ten bedrage van €2,0 miljard.

## 22 AANHANGIGE RECHTSZAKEN

Document Security Systems Inc. (DSSI) had 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 DSSI<sup>20</sup> bij de productie van eurobankbiljetten. Het Gerecht van eerste aanleg heeft het beroep tot schadevergoeding tegen de ECB verworpen.<sup>21</sup> De ECB heeft momenteel in een aantal landen vorderingen tot vernietiging van het 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.

Als gevolg van de verwerping door het Gerecht van DSSI's vordering tot schadevergoeding tegen de ECB en de met succes in enkele lidstaten aanhangig gemaakte vorderingen tot

<sup>20</sup> Europees octrooi nummer 0 455 750 B1 van DSSI.

<sup>21</sup> 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](http://www.curia.europa.eu).

vernietiging van nationale delen van DSSI's octrooi blijft de ECB ervan overtuigd dat de kans dat zij DSSI een vergoeding moet betalen zeer gering is. De ECB volgt het verloop van de gerechtelijke procedures nauwlettend.



## TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING

### 23 NETTO RENTEBATEN

#### RENTEBATEN UIT EXTERNE RESERVES

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit in vreemde valuta luidende activa en passiva, en is als volgt verdeeld:

	2008 €	2007 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	11.202.181	24.052.321	(12.850.140)
Rentebaten uit geldmarktdeposito's	218.184.237	196.784.561	21.399.676
Rentebaten uit repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	42.404.485	138.079.630	(95.675.145)
Rentebaten uit waardepapieren	885.725.044	1.036.836.752	(151.111.708)
Netto rentebaten uit renteswaps	2.299.631	0	2.299.631
Netto rentebaten op termijntransacties en swaps in vreemde valuta's	0	19.766.033	(19.766.033)
<b>Totale rentebaten uit externe reserves</b>	<b>1.159.815.578</b>	<b>1.415.519.297</b>	<b>(255.703.719)</b>
Rentelasten op rekeningen-courant	(45.896)	(154.041)	108.145
Rentelasten op aangetrokken deposito's	(1.574.337)	0	(1.574.337)
Rentelasten op repo-overeenkomsten	(29.492.415)	(60.476.997)	30.984.582
Netto rentelasten op renteswaps	0	(891)	891
Netto rentelasten op termijntransacties en swaps in vreemde valuta's	(131.627.488)	0	(131.627.488)
<b>Rentebaten uit externe reserves (netto)</b>	<b>997.075.442</b>	<b>1.354.887.368</b>	<b>(357.811.926)</b>

#### 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

2008 weerspiegelde voornamelijk de algemene stijging van eurobankbiljetten in omloop.

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 2008 en het besluit de overdracht naar de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's te financieren uit de inkomsten van de ECB uit eurobankbiljetten in omloop (zie onder 13, "Voorzieningen"), heeft de Raad van Bestuur besloten de resterende €1,2 miljard van deze inkomsten naar rato van hun aandeel in het kapitaal van de ECB onder de nationale centrale banken van het eurogebied te verdelen.

#### 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 €8,0 miljard (2007: €3,9 miljard) en rentelasten van €7,6 miljard (2007: 3,8 miljard) ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET2-transacties (zie onder "Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening"). 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 2008 waren als volgt:

	2008 €	2007 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde koerswinsten/ (verliezen) op waardepapieren en rentefutures	349.179.481	69.252.941	279.926.540
Netto gerealiseerde wisselkoers- en goudprijswinsten	313.162.603	709.294.272	(396.131.669)
Gerealiseerde winsten uit financiële transacties	662.342.084	778.547.213	(116.205.129)

De algehele daling van de netto gerealiseerde wisselkoers- en goudprijswinsten in 2008 was voornamelijk het gevolg van het lagere volume verkocht goud in dat jaar (zie onder 1, “Goud en goudvorderingen”).

## 25 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2008 €	2007 €	Mutatie €
Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren	(2.164.000)	(15.864.181)	13.700.181
Ongerealiseerde verliezen op renteswaps	(476.831)	(18.899)	(457.932)
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen	(21.271)	(2.518.369.734)	2.518.348.463
Totaal	(2.662.102)	(2.534.252.814)	2.531.590.712

In 2008 waren deze lasten voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de aanschaffingskosten van afzonderlijke waardepapieren die per 30 december 2008 tegen hun marktwaarde op de balans zijn opgenomen.

## 26 NETTO LASTEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2008 €	2007 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies	588.052	263.440	324.612
Kosten in verband met provisies en commissies	(737.059)	(885.131)	148.072
Netto lasten uit provisies en commissies	(149.007)	(621.691)	472.684

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, en van de overdracht van ongebruikte administratieve voorzieningen naar de winst- en verliesrekening.

## 29 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van €149,9 miljoen (2007: €141,7 miljoen). De personeelskosten van €1,1 miljoen (2007: €1,1 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 onderwijstoelage. Op het basissalaris worden een belasting ten gunste van de Europese Gemeenschappen en premies voor de pensioenregeling en de ongevallen- en ziektekostenverzekering ingehouden. Toeslagen worden niet belast en er wordt geen pensioenpremie op ingehouden.

Het basissalaris voor de leden van de Directie was in 2008 en 2007 als volgt:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (President)	351.816	345.252
Lucas D. Papademos (Vice-President)	301.548	295.920
Gertrude Tumpel-Gugerell (Lid van de Directie)	251.280	246.588
José Manuel González-Páramo (Lid van de Directie)	251.280	246.588
Lorenzo Bini Smaghi (Lid van de Directie)	251.280	246.588
Jürgen Stark (Lid van de Directie)	251.280	246.588
Totaal	1.658.484	1.627.524

De totale toelagen van de Directie en de bijdragen van de ECB aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroegen €600.523 (2007: €579.842), hetgeen neerkomt op emolumenten ter waarde van in totaal €2.259.007 (2007: €2.207,366).

Aan voormalige leden van de Directie worden gedurende een zekere periode na het einde van hun ambtsperiode overgangsbetalingen gemaakt. In 2008 bedroegen deze betalingen en de bijdrage van de ECB aan de ongevallen- en ziektekostenverzekering van voormalige leden van de Directie in totaal €30.748 (2006: €52,020). 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 €306.798 (2007: €249,902).

Onder deze post is tevens opgenomen een bedrag van €24,3 miljoen (2007: €27,2 miljoen) in verband met het pensioenstelsel van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband (zie onder 12, "Overige passiva").

	2008	2007
Per 1 januari	1.478	1.416
Nieuwe personeelsleden	307	310
Zelf vertrokken personeelsleden/ afgelopen contracten	238	235
Netto daling als gevolg van wijzigingen in deeltijdregelingen	11	13
Per 31 december	1.536	1.478
Gemiddeld aantal personeelsleden	1.499	1.448

Eind 2008 was het werkelijke *full-time equivalent* aantal personeelsleden onder contract bij de ECB 1.536<sup>22</sup>, met inbegrip van 144 op managementniveau. De verandering in het aantal personeelsleden was in 2008 als volgt:<sup>23</sup>

22 Personeelsleden met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat personeelsleden werkzaam op een permanent contract, een contract met een vaste looptijd of een kortlopend contract en de deelnemers aan het *Graduate Programme* van de ECB. Ook personeelsleden met moederschapsverlof of langdurig ziekteverlof zijn inbegrepen.

23 In 2007 omvatte het aantal personeelsleden in deze tabel personeel met onbetaald/ouderschapsverlof; personeelsleden werkzaam op kortlopende contracten en personeelsleden van andere centrale banken van het ESCB die tijdelijk bij de ECB waren gedetacheerd en de deelnemers aan het *Graduate Programme* van de ECB waren daarentegen uitgesloten. De gewijzigde presentatie van de cijfers voor 2008 werd nuttiger geacht voor gebruikers van financiële overzichten. De cijfers voor 2007 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 professionals en overige diensten en kantooormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeel.

### **31 PRODUCTIEKOSTEN BANKBIJETTEN**

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.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, 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 judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by 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 2008, 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, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jürgen Rönning  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton  
ppa. Muriel Atton  
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 PWC.**

President en Raad van Bestuur  
van de Europese Centrale Bank  
Frankfurt am Main

25 februari 2009

## **Verklaring van de onafhankelijke accountant**

Wij hebben bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd, welke bestaat uit de balans per 31 december 2008, 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 van 10 november 2006 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 2008 en van het resultaat voor het jaar 2008 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 van 10 november 2006 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, zoals gewijzigd.

Frankfurt am Main, 25 februari 2009

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönneberg            p.p. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer        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 2008.*

### INKOMSTEN UIT HET AANDEEL VAN DE ECB IN DE TOTALE WAARDE VAN DE BANKBIJETTEN IN OMLOOP

In 2007 zijn, na een besluit van de Raad van Bestuur, de volledige inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de bankbiljetten in omloop ten bedrage van €2.004 miljoen niet uitgekeerd, om te waarborgen dat de totale winstverdeling van de ECB over het jaar de nettojaarwinst niet zou overstijgen. Wat betreft 2008 is op 5 januari 2009 een bedrag van €1.206 miljoen, te weten een deel van de inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB onder de nationale centrale banken verdeeld.

### 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 ten belope van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB aan de nationale centrale banken zijn toegedeeld.<sup>1</sup>

Op 5 maart 2009 heeft de Raad van Bestuur besloten geen overdracht te doen naar het algemeen reservefonds en het restant van €117 miljoen naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB onder de nationale centrale banken van het eurogebied te verdelen.

Nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de winst van de ECB.

	2008	2007
	€	€
Winst over het jaar	1.322.253.536	0
Onder de nationale centrale banken verdeelde inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten	(1.205.675.418)	0
Winst over het boekjaar na verdeling van de inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten	116.578.118	0
Te verdelen winst	(116.578.118)	0
Totaal	0	0

<sup>1</sup> 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 toegedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

## 5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2008

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2008 <sup>1</sup>	31 DECEMBER 2007 <sup>2</sup>
<b>1 Goud en goudvorderingen</b>	<b>217.722</b>	<b>201.584</b>
<b>2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>160.372</b>	<b>139.030</b>
2.1 Vorderingen op het IMF	13.192	9.057
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	147.180	129.973
<b>3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>234.293</b>	<b>41.975</b>
<b>4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>18.651</b>	<b>18.822</b>
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	18.651	18.822
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
<b>5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro</b>	<b>860.312</b>	<b>637.178</b>
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	239.527	368.607
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	616.662	268.477
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	4.057	91
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	66	2
<b>6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>56.988</b>	<b>23.798</b>
<b>7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>271.196</b>	<b>143.983</b>
<b>8 Overheidsschuld, luidende in euro</b>	<b>37.438</b>	<b>37.062</b>
<b>9 Overige activa</b>	<b>218.134</b>	<b>264.454</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>

Door afronding kunnen de totalen/subtotalen enigszins verschillen.

1 De geconsolideerde cijfers per 31 december 2007 hebben tevens betrekking op de Central Bank of Cyprus en de Central Bank of Malta, die sinds 1 januari 2008 lid zijn van het Eurosysteem.

2 De vergelijkingsgegevens per 31 december 2007 zijn hier nieuw opgenomen daar deze nu de herclassificaties die op 31 december 2008 hebben plaatsgevonden bevatten.

## PASSIVA

31 DECEMBER  
200831 DECEMBER  
2007

<b>1</b>	<b>Bankbiljetten in omloop</b>	<b>762.921</b>	<b>676.678</b>
<b>2</b>	<b>Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidsmaatregelen, luidende in euro</b>	<b>492.310</b>	<b>379.183</b>
2.1	Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	291.710	267.337
2.2	Depositofaciliteit	200.487	8.831
2.3	Termijndeposito's	0	101.580
2.4	"Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5	Deposito's uit hoofde van margestortingen	113	1.435
<b>3</b>	<b>Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4</b>	<b>Uitgegeven schuldbewijzen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5</b>	<b>Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>91.077</b>	<b>46.183</b>
5.1	Overheid	83.282	38.115
5.2	Overige verplichtingen	7.794	8.069
<b>6</b>	<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>293.592</b>	<b>45.094</b>
<b>7</b>	<b>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>5.723</b>	<b>2.490</b>
<b>8</b>	<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10.258</b>	<b>15.553</b>
8.1	Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	10.258	15.553
8.2	Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
<b>9</b>	<b>Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF</b>	<b>5.465</b>	<b>5.279</b>
<b>10</b>	<b>Overige passiva</b>	<b>166.500</b>	<b>123.076</b>
<b>11</b>	<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>175.735</b>	<b>147.123</b>
<b>12</b>	<b>Kapitaal en reserves</b>	<b>71.200</b>	<b>67.101</b>
	<b>Totaal passiva</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>





# BIJLAGEN

## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2008 en begin 2009 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/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
ECB/2008/2	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 30 april 2008 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Europese Centrale Bank	PB C 114 van 9.5.2008, blz. 1
ECB/2008/3	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 mei 2008 betreffende procedures voor veiligheidsaccreditatie van producenten van beveiligde euro-items voor eurobankbiljetten	PB L 140 van 30.5.2008, blz. 26
ECB/2008/4	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 19 juni 2008 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2006/9 inzake bepaalde voorbereidingen voor de omschakeling naar de chartale euro en inzake bevoorrading vooraf en verdere bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten en -muntstukken buiten het eurogebied	PB L 176 van 4.7.2008, blz. 16
ECB/2008/5	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 juni 2008 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 (herschikking)	PB L 192 van 19.7.2008, blz. 63
ECB/2008/6	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 26 augustus 2008 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2002/7 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot financiële kwartaalrekeningen	PB L 259 van 27.9.2008, blz. 12
ECB/2008/7	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 5 september 2008 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2005/5 van 17 februari 2005 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 276 van 17.10.2008, blz. 32
ECB/2008/8	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 11 september 2008 inzake de gegevensverzameling betreffende de euro en de werking van het Valuta-informatiesysteem 2 (Currency Information System 2 – CIS 2)	PB L 346 van 23.12.2008, blz. 89

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2008/9	Aanbeveling voor een verordening van de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2533/98 met betrekking tot het verzamelen van statistische gegevens door de Europese Centrale Bank	PB C 251 van 3.10.2008, blz. 1
ECB/2008/10	Verordening (EG) nr. 1052/2008 van de Europese Centrale Bank van 22 oktober 2008 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1745/2003 (ECB/2003/9) inzake de toepassing van reserveverplichtingen	PB L 282 van 25.10.2008, blz. 14
ECB/2008/11	Verordening (EG) nr. 1053/2008 van de Europese Centrale Bank van 23 oktober 2008 betreffende tijdelijke wijzigingen van de regels betreffende beleenbaarheid van onderpand	PB L 282 van 25.10.2008, blz. 17
ECB/2008/13	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 23 oktober 2008 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem	PB L 36 van 5.2.2009, blz. 31
ECB/2008/14	Besluit van de Europese Centrale Bank van 28 oktober 2008 met betrekking tot overgangsbepalingen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de Europese Centrale Bank na de invoering van de euro in Slowakije	PB L 319 van 29.11.2008, blz. 73
ECB/2008/15	Besluit van de Europese Centrale Bank van 14 november 2008 betreffende de tenuitvoerlegging van Verordening ECB/2008/11 van 23 oktober 2008 betreffende tijdelijke wijzigingen van de regels betreffende de beleenbaarheid van onderpand	PB L 309 van 20.11.2008, blz. 8
ECB/2008/16	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 17 november 2008 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Banque centrale du Luxembourg	PB C 299 van 22.11.2008, blz. 5
ECB/2008/17	Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 november 2008 tot vaststelling van het kader voor de gezamenlijke aanbesteding van het Eurosysteem	PB L 319 van 29.11.2008, blz. 76
ECB/2008/18	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 november 2008 betreffende tijdelijke wijzigingen van de regels betreffende de beleenbaarheid van onderpand	PB L 314 van 25.11.2008, blz. 14
ECB/2008/19	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 5 december 2008 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	PB C 322 van 17.12.2008, blz. 1
ECB/2008/20	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 11 december 2008 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntentuitgifte in 2009	PB L 352 van 31.12.2008, blz. 58
ECB/2008/21	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 11 december 2008 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 36 van 5.2.2009, blz. 46

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2008/22	Besluit van de Europese Centrale Bank van 11 december 2008 tot wijziging van Besluit ECB/2006/17 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank	PB L 36 van 5.2.2009, blz. 22
ECB/2008/23	Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 december 2008 inzake het procentuele aandeel van de nationale centrale banken in de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 66
ECB/2008/24	Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 december 2008 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de volstorting van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van deelnemende lidstaten	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 69
ECB/2008/25	Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 december 2008 betreffende de modaliteiten en voorwaarden voor de overdracht van aandelen in het kapitaal van de Europese Centrale Bank tussen de nationale centrale banken en de aanpassing van het gestorte kapitaal	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 71
ECB/2008/26	Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 december 2008 houdende wijziging van Besluit ECB/2001/15 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 75
ECB/2008/27	Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 december 2008 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de bijdrage aan het geaccumuleerde eigen vermogen van de Europese Centrale Bank en voor de aanpassing van de vorderingen van de nationale centrale banken ter grootte van de overgedragen externe reserves	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 77
ECB/2008/28	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 december 2008 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de volstorting van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van de niet-deelnemende lidstaten	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 81
ECB/2008/29	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2008 betreffende het uitstel van de start van het toerbeurtensysteem in de Raad van bestuur van de Europese Centrale Bank	PB L 3 van 7.1.2009, blz. 4
ECB/2008/30	Verordening (EG) nr. 24/2009 van de Europese Centrale Bank van 19 december 2008 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van lege financiële instellingen die securitisatietransacties verrichten	PB L 15 van 20.1.2009, blz. 1
ECB/2008/31	Richtsnoer ECB/2008/31 van de Europese Centrale Bank van 19 december 2008 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2007/9 betreffende monetaire statistieken en statistieken inzake financiële instellingen en markten (herschikking)	PB L 53 van 26.2.2009, blz. 76

<b>Nummer</b>	<b>Titel</b>	<b>PB-verwijzing</b>
ECB/2008/32	Verordening (EG) nr. 25/2009 van de Europese Centrale Bank van 19 december 2008 met betrekking tot de balans van de sector monetaire financiële instellingen (herschikking)	PB L 15 van 20.1.2009, blz. 14
ECB/2008/33	Besluit van de Europese Centrale Bank van 31 december 2008 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door Národná banka Slovenska	PB L 21 van 24.1.2009, blz. 83
ECB/2009/1	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 januari 2009 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem	PB L 36 van 5.2.2009, blz. 59
ECB/2009/2	Besluit van de Europese Centrale Bank van 27 januari 2009 tot wijziging van Besluit ECB/2007/5 tot vaststelling van de regels inzake aanbesteding	PB L 51 van 24.2.2009, blz. 10
ECB/2009/3	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 16 februari 2009 aan de Raad van de Europese Unie met betrekking tot de externe accountants van de Deutsche Bundesbank	PB C 43 van 21.2.2009, blz. 1

## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

Hieronder bevindt zich een overzicht van de adviezen die in 2008 en begin 2009 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 lidstaat<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2008/1	Cyprus	De reproductiecontrole op eurobankbiljetten en -munten 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	Duitse wetgeving inzake muntstukken
CON/2008/4	Zweden	De gewijzigde statuten van Sveriges Riksbank betreffende het mandaat van haar directieleden
CON/2008/5	Polen	Het bestuur, toezicht en financieringswijze van het depositobeschermingsstelsel, met name met betrekking tot de deelname van Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	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
CON/2008/9	Duitsland	De werkrelatie van de Deutsche Bundesbank met haar personeel
CON/2008/10	Italië	De remuneratie door Banca d'Italia en de structuurhervorming van de overheidsrekeningen die zij aanhoudt

<sup>1</sup> In december 2004 heeft de Raad van Bestuur besloten dat ECB-Adviezen op verzoek van nationale autoriteiten doorgaans worden gepubliceerd onmiddellijk nadat zij zijn vastgesteld en daarna aan de raadplegende autoriteit zijn gecommuniceerd.

<sup>2</sup> De raadplegingen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

<b>Nummer<sup>2</sup></b>	<b>Raadplegende lidstaat</b>	<b>Betreft</b>
CON/2008/11	Portugal	Het toezicht door accountants en de rol van Banco de Portugal ten deze
CON/2008/13	Griekenland	De hervorming van het Griekse sociale stelsel met betrekking tot de Bank of Greece
CON/2008/14	Estland	Administratieve wijzigingen van de Wet op Eesti Pank
CON/2008/16	Finland	De integratie van het financieel en verzekeringstoezicht
CON/2008/17	Luxemburg	De bevoegdheden van de Banque centrale du Luxembourg en de pensioenregeling van haar ambtenaren
CON/2008/18	Slowakije	De wettelijke regeling aangaande betalingssystemen om verenigbaarheid met het Verdrag te verzekeren en een soepele overgang van het binnenlandse betalingssysteem naar TARGET2 te vergemakkelijken
CON/2008/20	Polen	De rol van Narodowy Bank Polski aangaande effectenafwikkeling en de centrale effectenbewaarinstelling
CON/2008/21	Tsjechië	Een wetsontwerp betreffende Česká národní banka
CON/2008/23	Slowakije	Ontwerpen van wettelijke bepalingen betreffende de dubbele prijsaanduiding in de bancaire sector, de kapitaalmarkt, verzekerings- en de pensioensparenbranche en betreffende afrondingsregels voor bepaalde soorten effecten
CON/2008/24	Griekenland	Een uitzondering op de vennootschapswet met betrekking tot bepaalde transacties door kredietinstellingen
CON/2008/25	Slowakije	De duale vermelding van bedragen in de sector van de kansspelen
CON/2008/26	Polen	De regels voor het vervangen van bankbiljetten en muntstukken
CON/2008/27	Slowakije	De regels betreffende de dubbele prijsaanduiding en afronding in de arbeidsmarkt- en sociale zekerheidssectoren
CON/2008/29	Bulgarije	Wijzigingen van de wet met betrekking tot statistieken
CON/2008/30	Oostenrijk	De invoering van op investeringen gebaseerde levensverzekeringen en gedragsregels voor verzekeringsmaatschappijen
CON/2008/31	Roemenië	Wijzigingen van het statuut van Banca Națională a României



<b>Nummer<sup>2</sup></b>	<b>Raadplegende lidstaat</b>	<b>Betreft</b>
CON/2008/32	Polen	Wijzigingen betreffende bestuur, toezicht en financieringswijze van het depositobeschermingsstelsel, met name aangaande de deelname van Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	België	De oprichting van het auditcomité van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Zweden	De financiële onafhankelijkheid van Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Denemarken	Het uit omloop nemen van de kleinste muntstukdenominatie als wettig betaalmiddel
CON/2008/36	Letland	Wetgeving betreffende bankbiljetten en muntstukken
CON/2008/38	Malta	Het juridisch kader voor het recirculeren van eurobankbiljetten door kredietinstellingen en andere personen die beroepshalve met contant geld omgaan
CON/2008/39	Polen	Het Comité voor financiële stabiliteit
CON/2008/40	Slowakije	Verdere gedetailleerde technische regels betreffende de omschakeling naar de euro
CON/2008/41	Oostenrijk	De financiering van een bijdrage van Oostenrijk aan een schuldverlichting voor Liberia
CON/2008/42	Luxemburg	Wijzigingen die de Banque centrale du Luxembourg in staat stellen effectief bij te dragen tot de financiële stabiliteit en ter verduidelijking van de minimale reserveverplichtingen
CON/2008/43	Slovenië	Verboden en beperkingen voor bekleders van openbare ambten
CON/2008/44	Ierland	Financiële steunmaatregelen voor kredietinstellingen
CON/2008/46	België	Een staatsgarantie ter dekking van de door de Nationale Bank van België verleende kredieten in het kader van haar bijdrage tot de financiële stabiliteit
CON/2008/47	Zweden	De vervanging en het uit circulatie nemen van eurobankbiljetten
CON/2008/48	Ierland	De tenuitvoerlegging van financiële hulpmaatregelen ten gunste van kredietinstellingen
CON/2008/49	Duitsland	De vervanging van euromuntstukken en Duitse herdenkingsmunten
CON/2008/50	België	Een staatsgarantie ter dekking van de passiva van kredietinstellingen

<b>Nummer<sup>2</sup></b>	<b>Raadplegende lidstaat</b>	<b>Betreft</b>
CON/2008/51	Griekenland	Een kader voor een depositogarantie en de bescherming van beleggers
CON/2008/52	Spanje	De creatie van een verwervingsfonds voor financiële activa en andere overheidsmaatregelen die bijdragen tot de financiële stabiliteit
CON/2008/53	Polen	Uitbreiding van het wettelijke kader voor de verzameling van statistische gegevens door Narodowy Bank Polski
CON/2008/54	Denemarken	Een kader voor de financiële stabiliteit ter garantie van de volledige dekking van de schuldvorderingen van de inleggers
CON/2008/55	Oostenrijk	De wettelijke maatregelen om de stabiliteit van de Oostenrijkse financiële markten te herstellen
CON/2008/56	Frankrijk	Het leveren van een staatsgarantie om bij te dragen tot de financiële stabiliteit
CON/2008/57	Duitsland	Een Fonds voor de Stabilisatie van de Financiële Markt en andere maatregelen voor de financiële stabiliteit
CON/2008/58	Italië	Maatregelen ter garantie van de stabiliteit van het bankensysteem
CON/2008/59	Zweden	Stabilisatiemaatregelen voor het financiële stelsel
CON/2008/60	Spanje	De operaties van het Fonds voor de verwerving van financiële activa
CON/2008/61	België	De bescherming van deposito's en bepaalde levensverzekeringsproducten
CON/2008/62	Zweden	Het geven van een staatsgarantie aan banken en kredietmarktondernemingen
CON/2008/64	België	Het bijhouden van informatie betreffende de emittenten in het kader van de dematerialisatie van hun effecten
CON/2008/65	Italië	Uitvoering van de maatregelen ter garantie van de stabiliteit van het bankenstelsel
CON/2008/67	Spanje	De vereisten voor het verstrekken van overheidsgaranties
CON/2008/68	Finland	Financiële-stabiliteitsmaatregelen met betrekking tot het Garantiefonds van de overheid
CON/2008/69	Ierland	De reikwijdte van het Depositogarantiestelsel
CON/2008/71	Bulgarije	Het opzetten van een register van door de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) beheerde financiële instellingen

Nummer <sup>2</sup>	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2008/72	Roemenië	Het gebruik van externe reserves voor toerisme
CON/2008/73	Bulgarije	Wijzigingen van het Statuut van Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) ter voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2008/74	België	Een staatsgarantie ter vermindering van een uitstroom van liquiditeiten
CON/2008/75	Finland	Een staatskapitaalinvestering in depositobanken
CON/2008/76	Slovenië	Overheids garanties en overige maatregelen ter handhaving van de stabiliteit van het financiële stelsel
CON/2008/78	Bulgarije	De rol van Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) betreffende de betalingsinstellingen en de exploitanten van betalingssystemen, en het oversight op betalings- en vereveningssysteem
CON/2008/79	Griekenland	Maatregelen ter verhoging van de liquiditeit in de economie
CON/2008/80	Polen	Het verlenen van steun van de Staatsschatkist aan financiële instellingen
CON/2008/81	Hongarije	Maatregelen om het systeem van financiële intermediairs te versterken ter handhaving van de financiële stabiliteit
CON/2008/82	Spanje	De overdracht van de winst van de Banco de España aan de schatkist
CON/2008/83	Hongarije	Het in overeenstemming brengen van de statuten van Magyar Nemzeti Bank met Gemeenschapsrecht
CON/2008/85	Frankrijk	De modernisatie van het rechtskader voor financiële instrumenten
CON/2008/86	Slowakije	Het chartale geldcircuit
CON/2008/87	Spanje	Wijzigingen aan de Wet op betalings- en effectenafwikkelingssysteem
CON/2008/88	Slovenië	De criteria en de voorwaarden voor het verlenen van een Staatsgarantie
CON/2008/89	Letland	Monetaire-beleidsinstrumenten
CON/2008/90	Hongarije	De productie en de distributie van bankbiljetten en munten en technische maatregelen ter vermindering van valsemunterij

<b>Nummer<sup>2</sup></b>	<b>Raadplegende lidstaat</b>	<b>Betreft</b>
CON/2008/91	België	Toepassing op de Nationale Bank van België van beperkingen van de beëindigingsvergoedingen aan uitvoerende bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen
CON/2008/92	Slovenië	De criteria en de voorwaarden voor het verlenen van een Staatslening
CON/2009/2	Letland	Staatsgaranties voor bankleningen
CON/2009/3	Slovenië	De voorwaarden van kapitaalbrengen door de staat en debt to equity swaps krachtens de Wet op overheidsfinanciën
CON/2009/4	België	Wijziging van de regels betreffende de verdeling van de inkomsten van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en omtrent haar winsttoewijzing aan de Belgische staat
CON/2009/5	Oostenrijk	De betaling door de Oostenrijkse Nationalbank van de voorgestelde verhoging van de IMF quota van Oostenrijk
CON/2009/6	Denemarken	De uitbreiding van het stelsel voor de financiële stabiliteit dat de volledige dekking garandeert van vorderingen van depositohouders en concurrente schuldeisers en aangaande een stelsel voor de terbeschikkingstelling van staatskapitaal aan kredietinstellingen
CON/2009/7	Luxemburg	De rol van de Banque centrale du Luxembourg in het opmaken van bepaalde statistieken
CON/2009/8	Zweden	De afschaffing van de kleinste denominatie als wettig betaalmiddel en wijzigingen aan de afrondingsregels
CON/2009/9	Hongarije	De werkingsregels van de centrale effectenbewaarnemer, de clearinginstelling en de centrale tegenpartij
CON/2009/10	Letland	Het depositogarantiestelsel en de rol van de toezichhouders bij insolventieprocedures
CON/2009/11	Letland	De door de staat betaalde vergoeding in het kader van de overname van een bank
CON/2009/12	Cyprus	De algemene voorwaarden voor het toekennen van staatsleningen en -waarborgen in noodsituaties

Nummer <sup>2</sup>	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2009/13	Bulgarije	Aanvullende geschiktheidscriteria voor de leden van de Raad van bestuur van de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en verdere regels aangaande het voorleggen van informatie dienaangaande
CON/2009/15	Ierland	Financiële-ondersteuningsmaatregelen met betrekking tot de beloning van ambtenaren
CON/2009/16	Ierland	Wetgeving die het de Minister van Financiën mogelijk maakt het Nationale Pensioenreservefonds opdracht te geven te beleggen in financiële instellingen als onderdeel van de herkapitalisatie van de banken

**(b) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een Europese instelling<sup>3</sup>**

<b>Nummer<sup>4</sup></b>	<b>Raadplegende instelling</b>	<b>Betreft</b>	<b>PB-verwijzing</b>
CON/2008/12	EU-Raad	Communautaire statistieken van de buitenlandse handel met derde landen	PB C 70 van 15.3.2008, blz. 1
CON/2008/15	EU-Raad	De codificatie van de Verordening van de Raad betreffende de toepassing van het Protocol betreffende de procedure bij buitensporige tekorten	PB C 88 van 9.4.2008, blz. 1
CON/2008/19	EU-Raad	De invoering van de regelgevingsprocedure met toetsing betreffende een aantal besluiten op het gebied van statistieken	PB C 117 van 14.5.2008, blz. 1
CON/2008/22	Europese Commissie	De uitvoering van de Verordening betreffende statistieken van vacatures in de Gemeenschap betreffende correctieprocedures voor seizoensinvloeden, kwaliteitsverslagen, gegevensverzameling, specificaties voor de toezending en haalbaarheidsstudies	PB C 134 van 31.5.2008, blz. 10
CON/2008/28	EU-Raad	De invoering van de euro in Slowakije en de omrekeningskoers naar de euro voor Slowaakse koruna	PB C 180 van 17.7.2008, blz. 1
CON/2008/37	EU-Raad	Wijziging van de Richtlijn betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en van de Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft	PB C 216 van 23.8.2008, blz. 1
CON/2008/45	EU-Raad	Op euromuntstukken lijkende medailles en penningen	PB C 283, 7.11.2008, blz. 1

<sup>3</sup> Deze worden tevens gepubliceerd op de website van de ECB.

<sup>4</sup> De raadplegingen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

<b>Nummer<sup>4</sup></b>	<b>Raadplegende instelling</b>	<b>Betreft</b>	<b>PB-verwijzing</b>
CON/2008/63	Europese Commissie	Een nieuw Besluit van het Comité van Europese Banktoezichthouders	PB C 45, 24.2.2009, blz. 1
CON/2008/70	EU-Raad	Wijzigingen van de Richtlijn betreffende depositogarantiestelsels aangaande het dekkingsniveau en de uitgestelde betaling	PB C 314, 9.12.2008, blz. 1
CON/2008/77	EU-Raad	Een voorstel voor een Verordening van de Raad voor een mechanisme voor financiële ondersteuning op middellange termijn van de betalingsbalansen van de lidstaten	PB C 328, 23.12.2008, blz. 1
CON/2008/84	EU-Raad	De toegang tot, de uitoefening van en het prudentieel toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld	PB C 30, 6.2.2009, blz. 1
CON/2009/1	EU-Raad	Een nieuwe verordening inzake grensoverschrijdende betalingen in de Gemeenschap	PB C 21, 28.1.2009, blz. 1
CON/2009/14	Europese Commissie	Standaarden voor de behandeling van seizoengebonden producten in de Geharmoniseerde Indexcijfers van de Consumptieprijzen	Nog niet gepubliceerd

# OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM<sup>1</sup>

## 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 EN 6 DECEMBER 2007, EN 10 JANUARI, 7 FEBRUARI, 6 MAART, 10 APRIL, 8 MEI EN 5 JUNI 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%.

## 3 JULI 2008

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 9 juli 2008 te verrichten transactie met 25 basispunten te verhogen tot 4,25%. Daarnaast besluit de Raad de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 9 juli 2008 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 5,25% en 3,25%.

## 7 AUGUSTUS, 4 SEPTEMBER EN 2 OKTOBER 2008

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 4,25%, 5,25% en 3,25%.

## 8 OKTOBER 2008

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 15 oktober 2008 te verrichten transacties met 50 basispunten te verlagen tot 3,75%. Daarnaast besluit de Raad de rente op zowel de marginale

<sup>1</sup> 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.



beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met onmiddellijke ingang met 50 basispunten te verlagen tot respectievelijk 4,75% en 2,75%. Bovendien besluit de Raad de wekelijkse basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 15 oktober te verrichten transactie uit te voeren door middel van een vaste-rentetenderprocedure met volledige toewijzing tegen het rentetarief op de basisherfinancieringstransactie. Verder besluit de ECB vanaf 9 oktober de bandbreedte van de permanente faciliteiten te verkleinen van 200 basispunten tot 100 basispunten rond het rentetarief van de marginale beleningsfaciliteit. Deze twee maatregelen zullen worden gehandhaafd voor zo lang als nodig is, en ten minste tot het einde van de eerste aanhoudingsperiode van 2009 op 20 januari.

#### **15 OKTOBER 2008**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het onderpandskader verder uit te breiden en de verschaffing van liquiditeit te verbeteren. Te dien einde besluit de Raad: (i) de lijst beleenbare activa die kunnen dienen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem uit te breiden, welke uitbreiding van kracht blijft tot het eind van 2009, (ii) de verschaffing van langerlopende herfinanciering met ingang van 30 oktober 2008 en tot het eind van het eerste kwartaal van 2009 te verbeteren, en (iii) liquiditeit in Amerikaanse dollars te verstrekken door middel van valutaswaps.

#### **6 NOVEMBER 2008**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het rentetarief voor de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 12 november 2008 te verrichten transacties met 50 basispunten te verlagen tot 3,25%. Daarnaast besluit de Raad de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 12 november 2008 met 50 basispunten te verlagen tot respectievelijk 3,75% en 2,75%.

*<4 december 2008 is al in het Nederlands; zie vorig Maandbericht>*

#### **18 DECEMBER 2008**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit dat de basisherfinancieringstransacties na de aanhoudingsperiode die eindigt op 20 januari 2009 uitgevoerd blijven worden door middel van een vaste-rentetenderprocedure met volledige toewijzing. Deze maatregel zal worden gehandhaafd voor zo lang als nodig is, maar ten minste tot de laatste toewijzing van de derde aanhoudingsperiode van 2009 op 31 maart. Bovendien wordt de bandbreedte van de rentetarieven op de permanente faciliteiten, die op 9 oktober 2008 was verkleind tot 100 basispunten rond het geldende rentetarief op de basisherfinancieringstransactie, per 21 januari 2009 weer teruggebracht tot 200 basispunten.

#### **15 JANUARI 2009**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de vaste rente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 21 januari 2009 te verrichten transacties met 50 basispunten te verlagen tot 2,00%. Daarnaast besluit de Raad dat de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 21 januari 2009 worden vastgesteld op respectievelijk 3,00% en 1,00%, overeenkomstig het besluit van 18 december 2008.

#### **5 FEBRUARI 2009**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het rentetarief voor de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,00%, 3,00% en 1,00%.

## 5 MAART 2009

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de vaste rente op de basis-herfinancieringstransacties met ingang van de op 11 maart 2009 te verrichten transacties met 50 basispunten te verlagen tot 1,50%. Daarnaast besluit de Raad dat de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 11 maart 2009 worden vastgesteld op respectievelijk 2,50% en 0,5%. Bovendien besluit de Raad de vastrentetenderprocedure met volledige toewijzing voor alle basis-herfinancieringstransacties, herfinancieringstransacties met een speciale termijn en aanvullende en reguliere langerlopende herfinancieringstransacties zo lang als nodig is voort te zetten, maar in ieder geval tot na eind 2009. Verder besluit de Raad de huidige frequentie en het huidige looptijdenprofiel van aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties en herfinancieringstransacties met een speciale termijn zo lang als nodig is voort te zetten, maar in ieder geval tot na eind 2009.

# OVERZICHT VAN DE COMMUNICATIE VAN DE ECB IN VERBAND MET DE LIQUIDITEITSVOORZIENING IN EURO<sup>1</sup>

**14 JANUARI 2008**

## **BASIS-HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

De ECB blijft de liquiditeitsverhoudingen nauwgezet volgen en streeft ernaar de zeer kortlopende rentetarieven dichtbij de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties te houden. Zolang dit nodig blijkt, zal de ECB meer liquiditeit toewijzen dan het referentiebedrag van de basisherfinancieringstransacties, teneinde tegemoet te komen aan de vraag van de tegenpartijen om vroeg in de aanhoudingsperiode aan de reserveverplichtingen te voldoen. De ECB streeft naar evenwichtige liquiditeitsverhoudingen tegen het einde van de aanhoudingsperiode.

**7 FEBRUARI 2008**

## **AANVULLENDE LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

De Raad van Bestuur heeft vandaag besloten de twee aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties te vernieuwen die werden toegewezen op 23 november 2007 (€60 miljard) en op 12 december 2007 (€60 miljard) en die respectievelijk op 21 februari 2008 en op 13 maart 2008 zullen vervallen. De vernieuwing van deze twee aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties is erop gericht de tot nu toe geboekte vooruitgang bij het normaliseren van de eurogeldmarkt, verder te consolideren. De vernieuwing zal geen invloed hebben op de reguliere langerlopende herfinancieringstransacties, en zal als volgt worden uitgevoerd: de twee aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties zullen worden uitgevoerd in de vorm van variabele-rentetenders, telkens met een vooraf vastgesteld bedrag van €60 miljard. De eerste transactie zal worden verrekend op 21 februari 2008 en zal vervallen op 22 mei 2008. De tweede transactie zal worden verrekend op 13 maart 2008 en zal vervallen op 12 juni 2008. De twee aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties zullen worden uitgevoerd in de vorm van een standaardtenderprocedure, waarbij de aankondiging en de toewijzing respectievelijk

twee en één dag vóór de verrekening zullen plaatsvinden.

**28 MAART 2008**

## **AANVULLENDE LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

Tijdens zijn vergadering van 27 maart 2008 besloot de Raad van Bestuur aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van zes maanden uit te voeren. Daarnaast besloot de Raad van Bestuur ook aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie maanden uit te voeren. De reguliere maandelijkse langerlopende herfinancieringstransacties blijven ongemoeid. Deze aanvullende driemaands en zesmaands langerlopende herfinancieringstransacties zijn erop gericht de normalisering van de werking van de eurogeldmarkt te ondersteunen. De aanvullende driemaands en zesmaands transacties zullen als volgt worden uitgevoerd: ze zullen allemaal worden uitgevoerd via een standaardtenderprocedure met variabele rente en met vooraf vastgestelde bedragen. In de regel zullen ze vervallen op de tweede donderdag van de desbetreffende maand. Eén aanvullende zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie met een vooraf vastgesteld bedrag van €25 miljard zal worden toegewezen op woensdag 2 april, zal worden verrekend op donderdag 3 april, en zal vervallen op donderdag 9 oktober 2008. Een tweede aanvullende zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie, voor een bedrag van €25 miljard, zal worden toegewezen op woensdag 9 juli, zal worden verrekend op donderdag 10 juli 2008, en zal vervallen op donderdag 8 januari 2009. Twee nieuwe aanvullende driemaands langerlopende herfinancieringstransacties met een vooraf vastgesteld bedrag van elk €50 miljard, zullen de twee thans uitstaande driemaands langerlopende herfinancieringstransacties van elk €60 miljard vervangen. De eerste zal worden

<sup>1</sup> Een overzicht van de communicatie in verband met de liquiditeitsvoorziening in andere valuta's dan de euro is te vinden op de website van de ECB.

toegewezen op woensdag 21 mei, zal worden verrekend op donderdag 22 mei, en zal vervallen op donderdag 14 augustus 2008. De tweede zal worden toegewezen op woensdag 11 juni, zal worden verrekend op donderdag 12 juni, en zal vervallen op donderdag 11 september 2008.

### **31 JULI 2008**

#### **AANVULLENDE LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

De Raad van Bestuur heeft vandaag besloten de twee uitstaande driemaands aanvullende langerlopende herfinancierings-transacties te vernieuwen die werden toegewezen op 21 mei 2008 (€50 miljard) en op 11 juni 2008 (€50 miljard) en die zullen vervallen op respectievelijk 14 augustus 2008 en 11 september 2008. De vernieuwing van deze twee aanvullende driemaands langerlopende herfinancieringstransacties is erop gericht de tot nog toe geboekte vooruitgang bij het normaliseren van de eurogeldmarkt, verder te consolideren. De vernieuwing zal de reguliere langerlopende herfinancierings-transacties ongemoeid laten, en zal als volgt worden uitgevoerd: de twee aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties zullen worden uitgevoerd in de vorm van variabele-rentetenders, telkens met een vooraf vastgesteld bedrag van €50 miljard. De eerste transactie zal worden verrekend op 14 augustus 2008 en zal vervallen op 13 november 2008. De tweede transactie zal worden verrekend op 11 september 2008 en zal vervallen op 11 december 2008. De twee aanvullende langerlopende herfinancierings-transacties zullen worden uitgevoerd in de vorm van een standaardtenderprocedure, waarbij de aankondiging en de toewijzing respectievelijk twee dagen en één dag vóór de verrekening zullen plaatsvinden.

### **4 SEPTEMBER 2008**

#### **AANVULLENDE LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

De Raad van Bestuur heeft vandaag besloten de uitstaande zesmaands aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie van €25 miljard te vernieuwen die werd toegewezen op 2 april en die zal vervallen op 9 oktober 2008. De Raad heeft tevens besloten de twee driemaands aanvullende langerlopende herfinancierings-transacties (€50 miljard) te vernieuwen die zullen vervallen op respectievelijk 13 november en 11 december 2008. De vernieuwing van deze aanvullende langerlopende herfinancierings-transacties is erop gericht de verdere normalisering van de eurogeldmarkt te ondersteunen. De vernieuwing zal de reguliere langerlopende herfinancieringstransacties ongemoeid laten. De aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties zullen als volgt worden uitgevoerd: de twee aanvullende driemaands langerlopende herfinancieringstransacties zullen worden uitgevoerd in de vorm van variabele-rentetenders, telkens met een vooraf vastgesteld bedrag van €50 miljard. De eerste transactie zal worden verrekend op 13 november 2008 en zal vervallen op 12 februari 2009. De tweede transactie zal worden verrekend op 11 december 2008 en zal vervallen op 12 maart 2009. De aanvullende zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie zal worden uitgevoerd in de vorm van een variabele-rentetender, met een vooraf vastgesteld bedrag van €25 miljard. De transactie zal worden verrekend op 9 oktober 2008 en zal vervallen op 9 april 2009. Zoals in de vorige gevallen zal een maximaal inschrijvingsbedrag van €2,5 miljard worden gehanteerd voor de zesmaands aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie. De aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties zullen worden uitgevoerd in de vorm van een standaardtenderprocedure, waarbij de aankondiging en de toewijzing respectievelijk twee dagen en één dag vóór de verrekening zullen plaatsvinden.

**29 SEPTEMBER 2008**

#### **HERFINANCIERINGSTRANSACTIE MET EEN BIJZONDERE TERMIJN**

De Raad van Bestuur van de ECB heeft besloten een herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn te verrichten. Het doel van deze transactie is de algemene liquiditeitspositie van het bankwezen in het eurogebied te verbeteren. De transactie zal als volgt worden uitgevoerd: ze zal vandaag worden uitgevoerd in de vorm van een standaardtenderprocedure, aan de hand van een variabele-rentetender zonder vooraf vastgesteld bedrag. De transactie zal worden verrekend op dinsdag 30 september 2008 en zal vervallen op vrijdag 7 november 2008. De ECB zal de liquiditeit blijven sturen in de richting van evenwichtige verhoudingen, op een manier die in overeenstemming is met de doelstelling om de zeer korte rentetarieven in de buurt van de minimale inschrijvingsrente te houden. De herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn zal worden vernieuwd tot minstens na het einde van het jaar.

**3 OKTOBER 2008<sup>2</sup>**

#### **ALGEMENE AANKONDIGING IN VERBAND MET HET LIQUIDITEITSBELEID**

De Raad van Bestuur van de ECB heeft besloten dat, met ingang van 6 oktober 2008 en tot nader order, alle instellingen die in aanmerking komen om deel te nemen aan de openmarkttransacties van het Eurosysteem op basis van standaardtenders en die voldoen aan de door de respectieve NCB's opgegeven aanvullende operationele of andere selectiecriteria, ook in aanmerking zullen komen om deel te nemen aan de "quick" tenders, d.w.z. de tenderprocedure die normaliter wordt gebruikt voor "fine tuning"-transacties. De NCB's kunnen, indien nodig, meer bijzonderheden aankondigen die van toepassing zijn op de in de respectieve lidstaten gevestigde instellingen.

**7 OKTOBER 2008**

#### **AANVULLENDE LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIE**

Vandaag heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten het toewijzingsbedrag van de aanvullende zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie die vooraf werd aangekondigd in het persbericht van 4 september 2008 en die zal worden toegewezen op 8 oktober 2008, op te trekken van €25 miljard naar €50 miljard. Dienovereenkomstig zal voor deze transactie een maximaal inschrijvingsbedrag van €5 miljard worden gehanteerd.

**8 OKTOBER 2008**

#### **ALGEMENE AANKONDIGING IN VERBAND MET HET LIQUIDITEITSBELEID**

De Raad van Bestuur van de ECB heeft vandaag in een teleconferentie de volgende twee maatregelen goedgekeurd: met ingang van de op 15 oktober te verrekenen transactie zullen de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties worden uitgevoerd in de vorm van een vaste-rentetenderprocedure met volledige toewijzing tegen het rentetarief op de basis-herfinancieringstransactie, d.w.z. momenteel 3,75%. Vanaf 9 oktober zal de ECB de corridor van de rente voor de permanente faciliteiten verkleinen van 200 naar 100 basispunten rond het rentetarief op de basis-herfinancieringstransactie. Vanaf 9 oktober zal de rente van de marginale beleningsfaciliteit derhalve worden teruggebracht van 100 naar 50 basispunten boven het rentetarief op de basis-herfinancieringstransactie, d.w.z. momenteel naar 4,25%, en zal het rentetarief van de depositofaciliteit worden verhoogd van 100 naar 50 basispunten onder het rentetarief op de basis-herfinancieringstransactie, d.w.z.

<sup>2</sup> Algemene aankondigingen omtrent het liquiditeitsbeleid die niet rechtstreeks te maken hebben met liquiditeitsvoorziening zijn niet opgenomen in deze lijst. Ze zijn te vinden op de website van de ECB.

momenteel naar 3,25%. Deze twee maatregelen zullen worden gehandhaafd zolang als nodig is, en ten minste tot het einde van de eerste aanhoudingsperiode van 2009, op 20 januari. De ECB zal de liquiditeit blijven sturen in de richting van evenwichtige verhoudingen, op een manier die in overeenstemming is met de doelstelling om de kortlopende rentetarieven in de buurt van de rente op de basis-herfinancieringstransactie te houden.

## 9 OKTOBER 2008

### “FINE TUNING”-TRANSACTIE

De transactie voert de gisteren genomen beslissing uit (zie persbericht van 8 oktober) om te voldoen aan de volledige vraag van de tegenpartijen, m.a.w. een volledige toewijzing, om te herfinancieren tegen de basis-herfinancieringsrente van 3,75% tegen beleenbaar onderpand, zolang als nodig is, en ten minste tot het einde van de eerste aanhoudingsperiode van 2009 op 20 januari.

## 15 OKTOBER 2008

### AANVULLENDE LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES/ HERFINANCIERINGSTRANSACTIE MET EEN BIJZONDERE LOOPTIJD<sup>3</sup>

De Raad van Bestuur heeft vandaag in een teleconferentie besloten dat de verstrekking van langerlopende herfinanciering door het Eurosysteem vanaf de verrekening van de transactie op 30 oktober 2009 tot het einde van het eerste kwartaal van 2009 als volgt zal worden verhoogd, in overeenstemming met de tijdelijke uitbreiding van de onderpandpool:

Alle langerlopende herfinancieringstransacties zullen tot maart 2009 worden uitgevoerd via een vaste-rentetender met volledige toewijzing. De twee aanvullende driemaands herfinancieringstransacties die in februari en maart 2009 vervallen, zullen worden verlengd en in januari 2009 zal een extra driemaands transactie worden uitgevoerd.

De uitstaande aanvullende zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie die in januari 2009 vervalt, zal worden verlengd en in november 2008, december 2008, februari 2009 en maart 2009 zullen vier extra zesmaands aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties worden uitgevoerd samen met de respectieve driemaands aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties. Bijgevolg zullen tot en met maart 2009 elke maand twee driemaands langerlopende herfinancieringstransacties/aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties en een zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie worden uitgevoerd. Bovendien zal de op 29 september 2008 toegewezen herfinancieringstransactie met een bijzondere looptijd, wanneer ze op 7 november 2008 vervalt, worden verlengd en ze zal een looptijd hebben die gelijk is aan de duur van de reserve-aanhoudingsperiode.

De ECB zal de liquiditeit blijven sturen in de richting van evenwichtiger verhoudingen, op een wijze die strookt met de doelstelling om de korte rente dicht bij de rente op de basis-herfinancieringstransactie te houden. Om die reden zal ze ook termijndeposito's met een looptijd van een week aanvaarden.

## 16 OKTOBER 2008

### ANDERE LIQUIDITEITSVOORZIENING IN EURO

Op 10 oktober 2008 kondigde Magyar Nemzeti Bank nieuwe open-markttransacties aan om de liquiditeit op de binnenlandse deviezenswapmarkt te ondersteunen. Vandaag kondigen Magyar Nemzeti Bank en de ECB gezamenlijk nieuwe open-markttransacties aan ter ondersteuning van de instrumenten van Magyar Nemzeti Bank voor de liquiditeitsvoorziening in euro. Ze hebben een

<sup>3</sup> Aankondigingen omtrent de vaste rente die van 30 oktober tot 31 december 2008 wordt gehanteerd in de langerlopende herfinancieringstransacties, de aanvullende herfinancieringstransacties en de herfinancieringstransacties met een bijzondere looptijd, zijn niet opgenomen in deze lijst. Ze zijn te vinden op de website van de ECB.

overeenkomst over repo's gesloten, die Magyar Nemzeti Bank een faciliteit zal bezorgen om tot €5 miljard te lenen om extra steun te bieden aan haar transacties. Meer informatie over de deviezenswaptenders van Magyar Nemzeti Bank is te vinden op de website van Magyar Nemzeti Bank: <http://www.mnb.hu>.

### **27 OKTOBER 2008**

#### **ANDERE LIQUIDITEITSVOORZIENING IN EURO**

Vandaag kondigt Danmarks Nationalbank maatregelen aan om de liquiditeit op de kortlopende euromarkten te verbeteren. Ter ondersteuning van die maatregelen hebben de ECB en Danmarks Nationalbank vandaag een wederzijdse valutaregeling (swap line) opgesteld voor een bedrag van €12 miljard, die zolang als nodig zal blijven gelden.

### **21 NOVEMBER 2008**

#### **ANDERE LIQUIDITEITSVOORZIENING IN EURO**

Narodowy Bank Polski en de ECB kondigen gezamenlijk een overeenkomst aan ter ondersteuning van de instrumenten van Narodowy Bank Polski voor de liquiditeitsvoorziening in euro. De overeenkomst, die gesloten werd op 6 november 2008, heeft betrekking op repotransacties en zal Narodowy Bank Polski een faciliteit bezorgen om tot €10 miljard te lenen om extra steun aan haar transacties te bieden. Meer informatie over de transacties van Narodowy Bank Polski is te vinden op de website van Narodowy Bank Polski: <http://www.nbp.pl>.

### **18 DECEMBER 2008**

#### **ALGEMENE AANKONDIGING IN VERBAND MET HET LIQUIDITEITSBELEID**

In aansluiting op het persbericht met betrekking tot de aanpassingen aan de tenderprocedures en aan de corridor van de permanente faciliteiten van 8 oktober 2008, heeft de Raad van Bestuur van de ECB vandaag de volgende beslissingen

genomen: de basis-herfinancieringstransacties zullen na de aanhoudingsperiode die eindigt op 20 januari 2009 uitgevoerd blijven worden door middel van een vaste-rentetenderprocedure met volledige toewijzing. Deze maatregel zal worden gehandhaafd zolang als nodig is, en ten minste tot de laatste toewijzing van de derde aanhoudingsperiode van 2009 op 31 maart. Bovendien wordt de corridor van de rentetarieven op de permanente faciliteiten, die op 9 oktober 2008 was verkleind tot 100 basispunten rond het geldende rentetarief op de basis-herfinancieringstransactie, met ingang van 21 januari 2009 teruggebracht tot 200 basispunten. Daarom zal het rentetarief van de marginale beleningsfaciliteit vanaf 21 januari worden opgetrokken van 50 naar 100 basispunten boven het rentetarief op de basis-herfinancieringstransactie, en zal het rentetarief van de depositofaciliteit worden teruggebracht van 50 naar 100 basispunten onder het rentetarief op de basisherfinancieringstransactie.

## OPEN-MARKTTRANSACTIES PER VALUTA

### Transacties in euro

Soort van transactie <sup>1)</sup>	Duur (dagen)	Verrekeningsdag	Toegewezen bedrag <sup>2)</sup> (miljarden euro's)	Totaal inschrijvingsbedrag <sup>2)</sup> (miljarden euro's)	Marginale rente (%)	Gewogen gemiddelde rente (%)	Vaste rente (%)	Aantal inschrijvers	Verhouding inschrijvingen-toewijzingen
FTT	1	2 jan. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
FTT	1	3 jan. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
BHT	5	4 jan. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
BHT	7	9 jan. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
FTT	1	15 jan. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
BHT	7	16 jan. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
BHT	7	23 jan. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
BHT	7	30 jan. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
LHT	92	31 jan. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
BHT	7	6 feb. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
FTT	1	12 feb. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
BHT	7	13 feb. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
BHT	7	20 feb. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
ALHT	91	21 feb. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
BHT	7	27 feb. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
LHT	91	28 feb. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
BHT	7	5 mrt. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
FTT	1	11 mrt. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
BHT	7	12 mrt. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
ALHT	91	13 mrt. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
BHT	7	19 mrt. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
FTT	5	20 mrt. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
BHT	7	26 mrt. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
LHT	91	27 mrt. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
FTT	1	31 mrt. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
BHT	7	2 apr. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
ALHT	189	3 apr. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
BHT	7	9 apr. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
FTT	1	15 apr. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
BHT	7	16 apr. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
BHT	7	23 apr. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
BHT	7	30 apr. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
LHT	90	2 mei 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
BHT	7	7 mei 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
FTT	1	13 mei 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
BHT	7	14 mei 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
BHT	7	21 mei 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
ALHT	84	22 mei 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
BHT	7	28 mei 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
LHT	91	29 mei 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
BHT	7	4 jun. 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
FTT	1	10 jun. 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
BHT	7	11 jun. 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
ALHT	91	12 jun. 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
BHT	7	18 jun. 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
BHT	7	25 jun. 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
LHT	91	26 jun. 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
BHT	7	2 jul. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
FTT	1	8 jul. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
BHT	7	9 jul. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
ALHT	182	10 jul. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
BHT	7	16 jul. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
BHT	7	23 jul. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
BHT	7	30 jul. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
LHT	91	31 jul. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
BHT	7	6 aug. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
FTT	1	12 aug. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
BHT	7	13 aug. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33

1) BHT = basis-herfinancieringstransactie; LHT = langerlopende herfinancieringstransactie; ALHT = aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie; HTBT = herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn; FTT = "fine tuning"-transactie.  
2) Positieve bedragen bij liquiditeitsverschaffende transacties; negatieve bedragen bij liquiditeitsverkrappende transacties.



Transacties in euro

Soort van transactie <sup>1)</sup>	Duur (dagen)	Verrekeningsdag	Toegewezen bedrag <sup>2)</sup> (miljarden euro's)	Totaal inschrijvingsbedrag <sup>2)</sup> (miljarden euro's)	Marginale rente (%)	Gewogen gemiddelde rente (%)	Vaste rente (%)	Aantal inschrijvers	Verhouding inschrijvingen-toewijzingen
ALHT	91	14 aug. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
BHT	7	20 aug. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
BHT	7	27 aug. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
LHT	91	28 aug. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
BHT	7	3 sep. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
FTT	1	9 sep. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
BHT	7	10 sep. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
ALHT	91	11 sep. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
FTT	1	15 sep. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
FTT	1	16 sep. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
BHT	7	17 sep. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
FTT	1	18 sep. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
BHT	7	24 sep. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
FTT	1	24 sep. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
LHT	84	25 sep. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
HTBT	38	30 sep. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
BHT	7	1 okt. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
FTT	1	1 okt. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
FTT	1	2 okt. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
FTT	3	3 okt. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
FTT	1	6 okt. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
FTT	1	7 okt. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
BHT	7	8 okt. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
ALHT	182	9 okt. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
FTT	6	9 okt. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
BHT	7	15 okt. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
BHT	7	22 okt. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
BHT	7	29 okt. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
LHT	91	30 okt. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
BHT	7	5 nov. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
HTBT	33	7 nov. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
FTT	1	11 nov. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
BHT	7	12 nov. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
ALHT	91	13 nov. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
ALHT	182	13 nov. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
BHT	7	19 nov. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
BHT	7	26 nov. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
LHT	91	27 nov. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
BHT	7	3 dec. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
FTT	1	9 dec. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
BHT	7	10 dec. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
HTBT	42	10 dec. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
ALHT	91	11 dec. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
ALHT	182	11 dec. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
BHT	6	17 dec. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
LHT	98	18 dec. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
BHT	7	23 dec. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
BHT	7	30 dec. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) BHT = basis-herfinancieringstransactie; LHT = langerlopende herfinancieringstransactie; ALHT = aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie; HTBT = herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn; FTT = "fine tuning"-transactie.  
 2) Positieve bedragen bij liquiditeitsverschaffende transacties; negatieve bedragen bij liquiditeitsverkrappende transacties.

**Transacties in USD**

Soort van transactie <sup>1)</sup>	Verrekeningsdag	Duur (dagen)	Toegewezen bedrag (miljarden dollars)	Marginale rente (%)	Vaste rente (%) (TW)/ Vaste swappunten (VS)	Toegewezen bedrag (miljarden dollars)	Aantal inschrijvers	Verhouding inschrijvingen-toewijzingen
TW	17 jan. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
TW	31 jan. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
TW	27 mrt. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
TW	10 apr. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
TW	24 apr. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
TW	8 mei 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
TW	22 mei 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
TW	5 jun. 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
TW	19 jun. 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
TW	3 jul. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
TW	17 jul. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
TW	31 jul. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
TW	14 aug. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
TW	14 aug. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
TW	28 aug. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
TW	11 sep. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
TW	11 sep. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
TW	18 sep. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
TW	19 sep. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
TW	22 sep. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
TW	23 sep. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
TW	24 sep. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
TW	25 sep. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
TW	25 sep. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
TW	26 sep. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
TW	26 sep. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
TW	29 sep. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
TW	30 sep. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
TW	30 sep. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
TW	1 okt. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
TW	2 okt. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
TW	3 okt. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
TW	6 okt. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
TW	7 okt. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
TW	8 okt. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
TW	9 okt. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
TW	9 okt. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
TW	10 okt. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
TW	14 okt. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
TW	15 okt. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
TW	16 okt. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
VS	23 okt. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
TW	23 okt. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
VS	23 okt. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
TW	23 okt. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
VS	30 okt. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
TW	30 okt. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
VS	6 nov. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
TW	6 nov. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
VS	6 nov. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
TW	6 nov. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
VS	13 nov. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
TW	13 nov. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
VS	20 nov. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
TW	20 nov. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
VS	20 nov. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
TW	20 nov. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
VS	28 nov. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
TW	28 nov. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00

1) TW = Transactie met wederinkoop; VS = Valutaswap.

#### Transacties in USD

Soort van transactie <sup>1)</sup>	Verrekeningsdag	Duur (dagen)	Toegewezen bedrag (miljarden dollars)	Marginale rente (%)	Vaste rente (%) (TW)/ Vaste swappunten (VS)	Toegewezen bedrag (miljarden dollars)	Aantal inschrijvers	Verhouding inschrijvingen-toewijzingen
VS	4 dec. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
TW	4 dec. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
VS	4 dec. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
TW	4 dec. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
VS	11 dec. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
TW	11 dec. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
VS	18 dec. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
TW	18 dec. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
VS	18 dec. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
TW	18 dec. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
VS	23 dec. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
TW	23 dec. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
VS	30 dec. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
TW	30 dec. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) TW = Transactie met wederinkoop; VS = Valutaswap.

#### Transacties in CHF

Soort van transactie <sup>1)</sup>	Verrekeningsdag	Duur (dagen)	Toegewezen bedrag (miljarden euro's)	Marginale rente (%)	Vaste swappunten	Totaal inschrijvingsbedrag (miljarden euro's)	Aantal inschrijvers	Verhouding inschrijvingen-toewijzingen
VS	22 okt. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
VS	29 okt. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
VS	5 nov. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
VS	7 nov. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
VS	12 nov. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
VS	19 nov. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
VS	21 nov. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
VS	26 nov. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
VS	3 dec. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
VS	5 dec. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
VS	10 dec. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
VS	17 dec. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
VS	19 dec. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
VS	23 dec. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
VS	30 dec. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) VS = Valutaswap.

## **PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2008**

De volgende lijst bevat een selectie uit de door de Europese Centrale Bank sinds januari 2008 gepubliceerde documenten. De lijst bevat alleen Working Papers die in de periode december 2008-februari 2009 gepubliceerd zijn. Tenzij anders aangegeven kunt u bij voldoende voorraad gedrukte exemplaren van deze publicaties aanvragen of zich op toezending daarvan abonneren door een email te sturen naar [info@ecb.int](mailto:info@ecb.int).

Een volledige lijst publicaties van de Europese Centrale Bank en het Europees Monetaire Instituut is te vinden op de website van de ECB (<http://www.ecb.europa.eu>).

### **JAARVERSLAG**

“Jaarverslag 2007”, april 2008.

### **CONVERGENTIEVERSLAG**

Convergentieverslag, mei 2008.

### **SPECIALE UITGAVE VAN HET MAANDBERICHT**

Speciale uitgave van het Maandbericht ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de ECB, mei 2008.

### **ARTIKELN IN HET MAANDBERICHT**

“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.

“Business investment in the euro area and the role of firms’ financial positions”, april 2008.

“Short-term forecasts of economic activity in the euro area”, april 2008.

“Developments in the EU arrangements for financial stability”, april 2008.

“Price stability and growth”, mei 2008.

“The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility”, mei 2008.

“One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, juli 2008.

“Euro area trade in services: some key stylised facts”, juli 2008.

“The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions”, juli 2008.

“The external dimension of monetary analysis”, augustus 2008.

“The role of banks in the monetary policy transmission mechanism”, augustus 2008.

“Ten years of the Stability and Growth Pact”, oktober 2008.

“Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors”, oktober 2008.

“Monitoring labour cost developments across euro area countries”, november 2008.

“Valuing stock markets and the equity risk premium”, november 2008.

“Ten years of TARGET and the launch of TARGET2”, november 2008.

“Housing wealth and private consumption in the euro area”, januari 2009.

- “Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets”, januari 2009.
- “New survey evidence on wage setting in Europe”, februari 2009.
- “Assessing global trends in protectionism”, februari 2009.

### **STATISTISCH ZAKBOEK**

Verkrijgbaar sinds augustus 2003.

### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 6 “The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law” door S. Kerjean, juni 2008.
- 7 “Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects” door P. Athanassiou en N. Mas-Guix, juli 2008.

### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 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.
- 81 “Measuring financial integration in new EU Member States” door M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis en S. Manganelli, maart 2008.
- 82 “The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation” door L. Cappiello en G. Ferrucci, maart 2008.
- 83 “The predictability of monetary policy” door T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch en J. Turunen, maart 2008.
- 84 “Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise” door G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk en C. Van Nieuwenhuyze, mei 2008.
- 85 “Benchmarking the Lisbon strategy” door D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca en W. Coussens, juni 2008.
- 86 “Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach” door M. M. Borys, É. K. Polgár en A. Zlate, juni 2008.
- 87 “Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, door a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, juni 2008.
- 88 “Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia” door S. Herrmann en A. Winkler, juni 2008.
- 89 “An analysis of youth unemployment in the euro area” door R. Gomez-Salvador en N. Leiner-Killinger, juni 2008.
- 90 “Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts” door M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi en N. Vidalis, juli 2008.
- 91 “The impact of sovereign wealth funds on global financial markets” door R. Beck en M. Fidora, juli 2008.
- 92 “The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy” door M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf en D. Peschel, juli 2008.

- 93 “Russia, EU enlargement and the euro” door Z. Polánski en A. Winkler, augustus 2008.
- 94 “The changing role of the exchange rate in a globalised economy” door F. di Mauro, R. Rüffer en I. Bunda, september 2008.
- 95 “Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems” door the International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, september 2008.
- 96 “The monetary presentation of the euro area balance of payments” door L. Bê Duc, F. Mayerlen en P. Sola, september 2008.
- 97 “Globalisation and the competitiveness of the euro area” door F. di Mauro en K. Forster, september 2008.
- 98 “Will oil prices decline over the long run?” door R. Kaufmann, P. Karadeloglou en F. di Mauro, oktober 2008.
- 99 “The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches” door A. M. Agresti, P. Baudino en P. Poloni, november 2008.
- 100 “Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use” door het Eurosystem Household Finance and Consumption Network, januari 2009.

#### RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin, No 7, juni 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

- 973 “Do China and oil exporters influence major currency configurations?” door M. Fratzscher en A. Mehl, december 2008.
- 974 Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan” door P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou en M. Ward-Warmedinger, december 2008.
- 975 “Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side” door E. Hahn en F. Skudelny, december 2008.
- 976 “The term structure of interest rates across frequencies” door K. Assenmacher-Wesche en S. Gerlach, december 2008.
- 977 “Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates” door M. Guidolin en D. L. Thornton, december 2008.
- 978 “Measuring monetary policy expectations from financial market instruments” door M. Joyce, J. Relleen en S. Sorensen, december 2008.
- 979 “Futures contract rates as monetary policy forecasts” door G. Ferrero en A. Nobili, december 2008.
- 980 “Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan” door T. Nagano en N. Baba, december 2008.
- 981 “Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?” door T. Välimäki, december 2008.
- 982 “Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market” door N. Cassola en C. Morana, december 2008.
- 983 “What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB’s policy rate?” door T. Linzert en S. Schmidt, december 2008.
- 984 “The daily and policy-relevant liquidity effects” door D. L. Thornton, December 2008.

- 985 “Portuguese banks in the euro area market for daily funds” door L. Farinha en V. Gaspar, december 2008.
- 986 “The topology of the federal funds market” door M. L. Bech en E. Atalay, december 2008.
- 987 “Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update” door J. Idier en S. Nardelli, december 2008.
- 988 “The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform” door R. Beaupain en A. Durré, december 2008.
- 989 “Modelling loans to non-financial corporations in the euro area” door C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez en C. Rossi, januari 2009.
- 990 “Fiscal policy, housing and stock prices” door A. Afonso en R. M. Sousa, januari 2009.
- 991 “The macroeconomic effects of fiscal policy” door A. Afonso en R. M. Sousa, januari 2009.
- 992 “FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation” door M. Bijsterbosch en M. Kolasa, januari 2009.
- 993 “Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table” door G. Pula en T. A. Peltonen, januari 2009.
- 994 “Fiscal sustainability and policy implications for the euro area” door F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer en P. Tommasino, januari 2009.
- 995 “Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?” door M. Ca’ Zorzi, A. Chudik en A. Dieppe, januari 2009.
- 996 “What drives euro area break-even inflation rates?” door M. Ciccarelli en J. A. García, januari 2009.
- 997 “Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations” door C. Coluzzi, A. Ferrando en C. Martinez-Carrascal, januari 2009.
- 998 “Infinite-dimensional VARs and factor models” door A. Chudik en M. H. Pesaran, januari 2009.
- 999 “Risk-adjusted forecasts of oil prices” door P. Pagano en M. Pisani, januari 2009.
- 1000 “Wealth effects in emerging market economies” door T. A. Peltonen, R. M. Sousa en I. S. Vansteenkiste, januari 2009.
- 1001 “Identifying the elasticity of substitution with biased technical change” door M. A. León-Ledesma, P. McAdam en A. Willman, januari 2009.
- 1002 “Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks” door O. Castrén, T. Fitzpatrick en M. Sydow, februari 2009.
- 1003 “Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains” door J. Messina, C. Strozzi en J. Turunen, februari 2009.
- 1004 “Characterising the inflation-targeting regime in South Korea” door M. Sánchez, februari 2009.
- 1005 “Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries” door F. Rumler en J. Scharler, februari 2009.
- 1006 “Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition” door P. Du Caju, C. Fuss en L. Wintr, februari 2009.
- 1007 “Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation” door G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens en R. Wouters, februari 2009.
- 1008 “Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions” door K. Nikolaou, februari 2009.
- 1009 “Optimal sticky prices under rational inattention” door B. Maekowiak en M. Wiederholt, februari 2009.

- 1010 “Business cycles in the euro area” door D. Giannone, M. Lenza en L. Reichlin, februari 2009.
- 1011 “The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves” door S. Eickmeier en K. Moll, februari 2009.
- 1012 “Petrodollars and imports of oil-exporting countries” door R. Beck en A. Kamps, februari 2009.
- 1013 “Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect” door A. Beyer, A. Haug en B. Dewald, februari 2009.
- 1014 “Asset prices and current account fluctuations in G7 economies” door M. Fratzscher en R. Straub, februari 2009.
- 1015 “Inflation forecasting in the new EU Member States” door O. Arratibel, C. Kamps en N. Leiner-Killinger, februari 2009.

#### **OVERIGE PUBLICATIES**

- “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.
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, maart 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “ECB statistics quality framework (SQF)”, april 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Quality assurance procedures within the ECB statistical function”, april 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “ECB statistics – an overview”, april 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “TARGET Annual Report 2007”, april 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Financial integration in Europe”, april 2008.
- “Financial Stability Review”, juni 2008.
- “The international role of the euro”, juli 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Payment systems and market infrastructure oversight report”, juli 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament”, juli 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, juli 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments”, juli 2008.
- “CCBM2 User Requirements 4.1”, juli 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 juli 2007”, september 2008.
- “New procedure for constructing ECB staff projection ranges”, september 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation”, september 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Euro money market survey”, september 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “EU banking structures”, oktober 2008 (slechts on-line beschikbaar).
- “Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament”, oktober 2008 (slechts on-line beschikbaar).



“Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, oktober 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 april 2008”, november 2008.

“The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, november 2008.

“The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’ ”, november 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Single Euro Payments Area – sixth progress report”, november 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans”, november 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Government finance statistics guide”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Financial Stability Review”, december 2008.

“Covered bonds in the EU financial system”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties”, december 2008 (slechts on-line beschikbaar).

“Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament”, januari 2009 (slechts on-line beschikbaar).

“Euro money market study 2008”, februari 2009 (slechts on-line beschikbaar).

“Eurosystem oversight policy framework”, februari 2009 (slechts on-line beschikbaar).

“Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments”, februari 2009 (slechts on-line beschikbaar).

“European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution”, februari 2009 (slechts on-line beschikbaar).

## **BROCHURES**

“The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”, tweede editie, april 2008.

“Price Stability – why is it important for you?”, juni 2008.

“A single currency – an integrated market infrastructure”, september 2008.

## 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 Vicepresident van de ECB en de Presidenten van alle NCB's van het **Europees Stelsel van Centrale Bank**en.

**Basis-herfinancieringstransactie:** een op regelmatige basis door het **Eurostelsel** 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 rentetarieven op de **basis-herfinancieringstransacties**, de **marginale beleningsfaciliteit** en 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 jegens 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 de 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 (CEDS):** 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 gemobiliseerde) 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 **Eurostelsysteem** 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 **Eurostelsysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een NCB girale deposito's te plaatsen tegen een vooraf 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). Directe investeringen omvatten kapitaaldeelname, herinvesteringen van winsten en ander kapitaal in verband met transacties tussen bedrijven onderling.

**Directie:** een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie bestaat uit de President en de Vicepresident van de ECB en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden of 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 **prijsstabiliteit** 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:** netto transacties 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 wisselkoers 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 21 handelspartners (die bestaat uit de 11 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en 10 belangrijke handelspartners buiten de EU) en een groep van 41 handelspartners (die de groep van 21 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 gedeeld door 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.

**Effectisering:** het samenvoegen of “poolen” van financiële activa, zoals woninghypotheken, en de daaropvolgende verkoop ervan aan een “special-purpose vehicle”, dat vervolgens vastrentende effecten uitgeeft met het oog op de verkoop aan beleggers. De hoofdsom en de rente van deze effecten zijn afhankelijk van de kasstromen die door de “pool” van onderliggende activa worden gegenereerd.

**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, Slowakije 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 bepaald 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 marktinfrastructuren omvat – in staat is om weerstand te bieden aan schokken en financiële onevenwichtigheden weg te werken, en zodoende het risico kan 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 (b.v. 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 ten opzichte 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 het verloop van de consumptieprijzen die wordt samengesteld door Eurostat en voor alle EU-lidstaten geharmoniseerd is.

**Geldmarkt:** de markt waarin korte-termijngelden worden opgehaald, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd hebben van ten hoogste een jaar.

**Impliciete volatiliteit:** de verwachte volatiliteit (standaardafwijking) in het veranderingstempo van de prijs van een activum (b.v. 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 gedeïfleerd aan de hand van de verwachte inflatie.

**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 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 eender welk 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 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.

**Lissabon-strategie:** 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** (b.v. 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**, deelbewijzen in **geldmarktfondsen** 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 vooraf vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

**Marktliquiditeitsrisico:** het risico dat transacties op de financiële markt niet kunnen worden afgesloten of alleen kunnen worden afgesloten tegen slechter dan verwachte voorwaarden, als gevolg van onvoldoende diepte of verstoringen in de markt.

**Marktrisico:** het risico dat veranderingen in de marktprijzen aanleiding geven tot verliezen (zowel in binnen- als buiten-balansposities).

**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 **geldmarktfondsen**.

**MFI-rentetarieven:** de rentevoeten die door ingezeten **kredietinstellingen** en andere **MFI's**, met uitzondering van centrale banken en **geldmarktfondsen**, 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.

**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 jegens **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 lange-termijntendensen van de inflatie, gezien de nauwe relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdhorizons. 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 deelbewijzen in **geldmarktfondsen** 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 (b.v. door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (b.v. 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 onderverdeeld: **basis-herfinancieringstransacties; langerlopende herfinancieringstransacties; “fine tuning”-transacties;** en structurele transacties. **Transacties met terugkoopverplichting** vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurosysteem en kunnen voor de vier soorten van 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 (b.v. 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 overheid gerekend.

**Overige financiële intermediairs (OFI's):** een onderneming of quasi-onderneming (met uitzondering van verzekeringsinstellingen of pensioenfondsen) met als hoofdfunctie financiële intermediatie door 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 lange-termijnfinanciering (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: de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

**Prijsstabiliteit:** het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Eurostelsel**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex** voor het **eurogebied** 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 dicht bij 2%.

**Primair saldo:** financieringsbehoefte 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 **prijsstabiliteit** 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 **prijsstabiliteit**. 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** gedurende een vooraf vastgestelde **aanhoudingsperiode** bij het **Eurostelsel** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichtingen wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi van de reserverekeningen tijdens de aanhoudingsperiode.

**RTGS-systeem (real-time gross settlement system):** een bruto verrekeningssysteem 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 discontobasis. 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 en 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 versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) Nr. 1055/2005 van 27 juni 2005, en ii) Verordening (EG) Nr. 1467/97 van 7 juli 1997 over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) Nr. 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 bruto verrekeningssysteem (RTGS-systeem)** voor de euro.

**TARGET2:** een nieuwe generatie van het **TARGET**-systeem waarin de vroegere gedecentraliseerde technische structuur wordt vervangen door een gemeenschappelijk platform dat een geharmoniseerde dienstverlening biedt met een uniform tarievenstelsel.

**Tegenpartij:** de andere partij bij een financiële transactie (b.v. elke partij die een transactie aangaat met een 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 operationele risico, het **kredietrisico** 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