



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

JAARVERSLAG 2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

JAARVERSLAG  
2011

EUROPESE CENTRALE BANK





EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM



## JAARVERSLAG 2011

In 2012 verschijnt  
in alle publicaties  
van de ECB  
een motief van  
het bankbiljet  
van €50.

© Europese Centrale Bank, 2012

**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*

*Andreas Böttcher  
European Central Bank/Robert Metsch  
ISOCHROM.com*

*De afsluitingsdatum voor de in dit  
Verslag voorkomende gegevens was  
2 maart 2012.*

ISSN 1725-2911 (internet)

# INHOUD

<b>VOORWOORD</b>	<b>7</b>	2.5 Begrotingsontwikkelingen	<b>69</b>
<b>HOOFDSTUK I</b>		Kader 8 Financiële activa en passiva van de overheid in het eurogebied	<b>70</b>
<b>ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID</b>			
<b>I MONETAIRBELEIDSBESLISSINGEN</b>	<b>16</b>	<b>3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED</b>	<b>78</b>
Kader 1 Niet-conventionele maatregelen in 2011	<b>16</b>		
<b>2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>22</b>	<b>HOOFDSTUK 2</b>	
2.1 Mondiaal macro-economisch klimaat	<b>22</b>	<b>CENTRALEBANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN</b>	
2.2 Monetaire en financiële ontwikkelingen	<b>28</b>	<b>I MONETAIRBELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN</b>	<b>88</b>
Kader 2 Geld en krediet als “early warning”-indicatoren van afwijkingen in activaprijzen	<b>31</b>	1.1 Monetairbeleidstransacties	<b>88</b>
Kader 3 Recente ontwikkelingen in de financiële rekening van het eurogebied	<b>37</b>	1.2 Valutatransacties en transacties met andere centrale banken	<b>96</b>
Kader 4 TARGET2-saldi in het Eurosysteem in een context van gebrekkig functionerende geldmarkten	<b>39</b>	1.3 Investeringsactiviteiten	<b>97</b>
Kader 5 Onrust op de markten voor overheidsschuld in het eurogebied en overloopeffecten naar de financiële sector in 2011	<b>45</b>	<b>2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN</b>	<b>100</b>
2.3 Prijs- en kostenontwikkelingen	<b>54</b>	2.1 Het TARGET2-systeem	<b>100</b>
Kader 6 Verloop van de grondstoffenprijzen en HICP-inflatie in het eurogebied: een vergelijking van de stijgingen van 2008 en 2011	<b>55</b>	2.2 TARGET2-Securities	<b>102</b>
2.4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	<b>62</b>	2.3 Afwikkelingsprocedures voor onderpand	<b>103</b>
Kader 7 Aanpassingen op de arbeidsmarkt in het eurogebied en in de Verenigde Staten sedert de crisis	<b>65</b>	<b>3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN</b>	<b>105</b>
		3.1 De omloop van bankbiljetten en munten	<b>105</b>
		3.2 Vervalsing van bankbiljetten en het bestrijden van valsemunterij	<b>106</b>
		3.3 Productie en uitgifte van bankbiljetten	<b>107</b>
		<b>4 STATISTIEKEN</b>	<b>110</b>
		4.1 Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied	<b>110</b>
		4.2 Overige statistische ontwikkelingen	<b>110</b>
		<b>5 ECONOMISCH ONDERZOEK</b>	<b>113</b>
		5.1 Prioriteiten en resultaten van wetenschappelijk onderzoek	<b>113</b>
		5.2 Verspreiding van onderzoeksresultaten: publicaties en conferenties	<b>114</b>

<b>6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN</b>	<b>115</b>	<b>HOOFDSTUK 4</b>	
6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang		<b>EUROPESE AANGELEGENHEDEN</b>	
6.2 Adviesfuncties	<b>115</b>	<b>1 BELEIDS- EN INSTITUTIONELE</b>	
Kader 9 De onafhankelijkheid van de centrale bank in Hongarije	<b>115</b>	<b>AANGELEGENHEDEN</b>	<b>148</b>
6.3 Beheer van krediettransacties	<b>118</b>	<b>2 ONTWIKKELINGEN IN EN BETREKKINGEN</b>	
6.4 Diensten van het Eurosysteem inzake reservebeheer	<b>120</b>	<b>MET KANDIDAATLANDEN VAN DE EU</b>	<b>152</b>
		<b>HOOFDSTUK 5</b>	
		<b>INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN</b>	
<b>HOOFDSTUK 3</b>		<b>1 BELANGRIJKE ONTWIKKELINGEN IN HET</b>	
<b>FINANCIËLE STABILITEIT, TAKEN DIE</b>		<b>INTERNATIONALE MONETAIRE</b>	
<b>VERBAND HOUDEN MET HET ESRB,</b>		<b>EN FINANCIËLE STELSEL</b>	<b>156</b>
<b>EN FINANCIËLE INTEGRATIE</b>		<b>2 SAMENWERKING MET LANDEN</b>	
<b>1 FINANCIËLE STABILITEIT</b>	<b>124</b>	<b>BUITEN DE EU</b>	<b>159</b>
1.1 Toezicht op de financiële stabiliteit	<b>124</b>	<b>HOOFDSTUK 6</b>	
1.2 Regelingen voor financiële stabiliteit	<b>127</b>	<b>EXTERNE COMMUNICATIE EN VERANTWOORDING</b>	
<b>2 TAKEN BETREFFENDE DE WERKING</b>		<b>1 VERANTWOORDING EN</b>	
<b>VAN HET EUROPEES COMITÉ VOOR</b>		<b>COMMUNICATIEBELEID</b>	<b>164</b>
<b>SYSTEMRISICO'S</b>	<b>129</b>	<b>2 VERANTWOORDING TEN OPZICHTE VAN</b>	
2.1 Institutioneel kader	<b>129</b>	<b>HET EUROPEES PARLEMENT</b>	<b>166</b>
2.2 Analytische, statistische, logistieke en organisatorische ondersteuning van het ESRB	<b>130</b>	<b>3 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN</b>	<b>169</b>
Kader 10 Het macroprudentieel onderzoeksnetwerk van het ESCB	<b>131</b>	<b>HOOFDSTUK 7</b>	
<b>3 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT</b>	<b>134</b>	<b>INSTITUTIONEEL KADER EN ORGANISATIE</b>	
3.1 Het bankwezen	<b>134</b>	<b>1 BESLUITVORMENDE ORGANEN EN</b>	
3.2 Waardepapieren	<b>135</b>	<b>CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB</b>	<b>174</b>
3.3 Financiële verslaggeving	<b>136</b>	1.1 Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	<b>174</b>
<b>4 FINANCIËLE INTEGRATIE</b>	<b>137</b>	1.2 De Raad van Bestuur	<b>175</b>
<b>5 TOEZICHT OP BETALINGSSYSTEMEN</b>		1.3 De Directie	<b>177</b>
<b>EN MARKTINFRASTRUCTUREN</b>	<b>141</b>	1.4 De Algemene Raad	<b>179</b>
5.1 Systemen voor grote betalingen en aanbieders van infrastructuurdiensten	<b>141</b>	1.5 Comités van het Eurosysteem/ ESCB, het Begrotingscomité, de Human Resources Conferentie en het IT-Stuurcomité van het Eurosysteem	<b>180</b>
5.2 Retailbetalingssystemen en -instrumenten	<b>143</b>	1.6 Corporate governance	<b>180</b>
5.3 Clearing en afwikkeling van effecten en derivaten	<b>143</b>	<b>2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>186</b>
		2.1 Human resources	<b>186</b>

2.2 Betrekkingen met het personeel en sociale dialoog	<b>187</b>
2.3 Sociale dialoog binnen het ESCB	<b>188</b>
2.4 Het coördinatiebureau voor aanschaffingen door het Eurosysteem	<b>188</b>
2.5 Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB	<b>189</b>
2.6 Het milieu	<b>189</b>
2.7 IT-dienstenbeheer	<b>190</b>

#### **JAAARREKENING VAN DE ECB**

Managementverslag voor het jaar 2011	<b>194</b>
Balans per 31 december 2011	<b>200</b>
Winst- en verliesrekening over het jaar 2011	<b>202</b>
Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	<b>203</b>
Toelichting op de balans	<b>209</b>
Toelichting op de winst- en verliesrekening	<b>225</b>
Verklaring van de onafhankelijke accountant	<b>230</b>
Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen	<b>232</b>
Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2011	<b>234</b>

#### **BIJLAGEN**

<b>DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN</b>	<b>238</b>
---	------------

<b>DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN</b>	<b>241</b>
---	------------

<b>OVERZICHT VAN DE MONETAIR-BELEIDSMAATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM</b>	<b>248</b>
---	------------

<b>OVERZICHT VAN DE COMMUNICATIE VAN DE ECB IN VERBAND MET DE LIQUIDITEITSVERSCHEFFING</b>	<b>251</b>
--	------------

<b>PUBLICATIES VAN DE ECB</b>	<b>252</b>
-------------------------------	------------

<b>LIJST VAN TERMEN</b>	<b>253</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 (5de 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





2011 is een uitzonderlijk jaar geweest, met uitdagende economische en financiële omstandigheden. Tegen deze achtergrond is de Europese Centrale Bank constant een anker van stabiliteit en vertrouwen geweest. Dit kwam tot uiting in het feit dat de middellange- tot langetermijninflatieverwachtingen stevig verankerd bleven in overeenstemming met de doelstelling van de Raad van Bestuur de inflatie op de middellange termijn onder maar dicht bij 2% te houden – een opmerkelijk succes in het licht van de negatieve ontwikkelingen en een teken van de hoge mate van geloofwaardigheid van het monetair beleid van de ECB.

In 2011 is de prijsontwikkeling in aanzienlijke mate beïnvloed door de stijgingen van de energie- en grondstoffenprijzen, die hebben geleid tot een verhoogd niveau van de inflatie. Over het geheel genomen bedroeg de gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis 2,7%. In de eerste maanden van het jaar zette het economisch herstel in het eurogebied door, ondersteund door de mondiale groei en een aantrekkende binnenlandse vraag.

Tegelijkertijd steeg de totale inflatie begin 2011 aanzienlijk en verschoof het evenwicht van de risico's voor de inflatievooruitzichten, zoals uit de economische analyse naar voren kwam, naar de opwaartse zijde. Het onderliggende tempo van de monetaire expansie herstelde geleidelijk, terwijl de monetaire liquiditeit ruim was en de opwaartse prijsdruk had kunnen accommoderen. Om ervoor te zorgen dat de prijsstabiliteit werd gehandhaafd, verhoogde de Raad van Bestuur in april en juli 2011 de basisrentetarieven van de ECB met, elke keer, 25 basispunten, na deze gedurende bijna twee jaar op zeer laag niveau te hebben gehouden.

Vanaf medio juli intensiveerden de spanningen in de financiële markten, voornamelijk ten gevolge van bezorgdheid onder marktdeelnemers omtrent de ontwikkelingen in de overheidsfinanciën in een aantal landen van het eurogebied. De daaruit voortvloeiende krappere financiële voorwaarden en het verslechterende economische vertrouwen dempten, samen met de lagere mondiale vraag, in de tweede helft van 2011 de economische bedrijvigheid in het eurogebied. Het reële bbp steeg in 2011 over het geheel genomen met 1,4%. De hoge onzekerheid in de financiële markten, samen met de druk op banken om hun schulden te verminderen, was eveneens van invloed op de geldgroei, die tegen het einde van 2011 afnam. Het onderliggende tempo van de monetaire expansie bleef gematigd. In het licht hiervan verlaagde de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB in november en december met in totaal 50 basispunten.

De risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied namen in de loop van 2011 aanzienlijk toe naarmate de overheidsschuldcrisis en de invloed daarvan op de banksector verergerde. Met name in de tweede helft van het jaar wonnen besmettingseffecten in de grotere landen van het eurogebied aan kracht tegen een achtergrond van sterker tegenwind vanuit de wisselwerking tussen kwetsbare overheidsfinanciën en de financiële sector. Dit ging vergezeld van verzwakkende vooruitzichten voor de macro-economische groei, met name tegen het einde

van het jaar. De druk op de bancaire financiering in het eurogebied steeg aanzienlijk in een aantal marktsegmenten, waaronder de ongedekte termijfinanciering en kortlopende financiering in Amerikaanse dollar. Dit leidde eind 2011 tot een versterking van de druk op de banken om hun schulden te verminderen, hetgeen lijkt te wijzen op een risico van negatieve implicaties voor de beschikbaarheid van krediet. De druk tot schuldvermindering die voortvloeit uit de uitdagingen voor de bancaire financiering op de korte tot middellange termijn, is op passende wijze door tijdig optreden van de centrale banken beperkt gehouden.

Aangezien de spanningen in de financiële markten een negatieve invloed uitoefenden op het transmissiemechanisme van het monetair beleid, heeft de Raad van Bestuur vanaf augustus 2011 een scala van bijzondere monetairbeleidsmaatregelen genomen, waaronder de heractivering van het Programma voor de effectenmarkten (“Securities Markets Programme”), de lancering van een tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties en maatregelen om liquiditeit in vreemde valuta's te verstrekken. Daarnaast besloot het Eurosysteem de vaste-rentetenderprocedure met volledige toewijzing te handhaven voor alle herfinancieringstransacties tot ten minste eind juni 2012. In december gaf de Raad van Bestuur zijn goedkeuring aan additionele versterkte kredietondersteuningsmaatregelen, waaronder het uitvoeren van twee langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie jaar, uitgebreide beschikbaarheid van onderpand en een verlaging van de reserveratio naar 1%. Het voornaamste doel van deze maatregelen was de effecten van de spanningen in de financiële markten op de kredietverstrekking aan huishoudens en ondernemingen te verminderen door ervoor te zorgen dat de banken geen tekort aan liquiditeit zouden hebben.

De breedgedragen toename van de risico's voor de financiële stabiliteit vormde een indicatie

dat doortastend en vastbesloten optreden zeer nodig was, zowel binnen als buiten het eurogebied. Het pakket aan maatregelen dat door de Europese Raad en de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied is bekendgemaakt of goedgekeurd was gericht op verschillende essentiële terreinen, en had als doel de financiële stabiliteit in het eurogebied te herstellen. De centrale elementen van het pakket omvatten een nieuw begrotingspact en de versterking van de stabilisatie-instrumenten voor het eurogebied, waaronder een effectiever Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit, snellere tenuitvoerlegging van het Europees Stabiliteitsmechanisme en maatregelen om de unieke uitdagingen in Griekenland het hoofd te bieden.

Op 27 januari 2012 werden de staatshoofden en regeringsleiders het eens over het begrotingspact in de vorm van het Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie. Het Verdrag bevordert de versterking van het bestaande begrotingskader, met name door de verankering in nationale wetgeving van een regel voor een structureel begrotingsevenwicht, op naleving waarvan zal worden toegezien door het Europese Hof van Justitie. Waargenomen afwijkingen van de regel en de daarmee gepaard gaande cumulatieve invloed op de overheidsschuld zal automatisch worden gecorrigeerd. Indien effectief ten uitvoer gelegd en gehandhaafd, zal deze nieuwe begrotingsregel de duurzaamheid van de overheidsfinanciën in het eurogebied moeten verbeteren.

Wat betreft de banksector, hebben de Europese Bankautoriteit en de nationale toezichhouders op basis van in juli uitgevoerde EU-brede stresstests een aantal maatregelen goedgekeurd om te zorgen voor een duurzame versterking van de kapitaalpositie van de banken in de EU. Om tegemoet te komen aan de financieringsbehoeften van de banken werd de toegang tot termijfinanciering gefaciliteerd door de herinvoering van garantiestelsels voor

overheidsfinanciering; de coördinatie hiervan vond, in termen van toegang en voorwaarden, plaats op EU-niveau.

Gedurende 2011 werd stevig voortgewerkt aan de agenda voor regelgevingshervorming. Een belangrijke stap om de risico's voor het mondiale financiële stelsel tegen te gaan was de goedkeuring door de G20 van een geïntegreerd samenstel van beleidsmaatregelen ten aanzien van systeemkritische financiële instellingen. De ECB ondersteunt ten volle deze nieuwe internationale normen, die zijn opgesteld ter redressering van de negatieve externe effecten en het *moral hazard*-risico dat samenhangt met mondiale instellingen die van systeemkritisch belang zijn. Deze nieuwe normen vormen een noodzakelijke stap ter vermindering van de kans op en de ernst van financiële instabiliteit en reddingsoperaties. Als lid van de Raad voor Financiële Stabiliteit heeft de ECB actief aan dit werk bijgedragen.

Een ander belangrijk thema was het vervolgwerk aan het herzien en afronden van bepaalde elementen van de nieuwe kapitaal- en liquiditeitsnormen (Bazel III). De ECB droeg eveneens bij aan de tenuitvoerlegging van de Bazel III-normen in Europa en verwelkomde het op 20 juli 2011 door de Europese Commissie gedane voorstel voor een richtlijn en een verordening die het Bazel III-kader zullen omzetten in EU-recht. In haar op 27 januari 2012 gepubliceerde advies sprak de ECB haar volle steun uit voor de sterke committering van de EU aan het ten uitvoer leggen van internationale normen en overeenkomsten op het terrein van financiële regelgeving, waarbij waar nodig rekening wordt gehouden met bepaalde specifieke kenmerken van het financiële en juridische stelsel van de EU.

2011 was het eerste jaar van het bestaan van het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB) – het orgaan van de EU voor macroprudentieel toezicht dat is belast met het signaleren en analyseren van systeemrisico's, en met het

geven van waarschuwingen en het doen van aanbevelingen. De ECB voert het Secretariaat van het ESRB. In 2011 is het ESRB begonnen met regelmatige gedachtewisselingen over systeemrisico's voor het financiële stelsel van de EU; een belangrijke kwestie hierbij was de wisselwerking tussen de kredietwaardigheid van Europese overheden, de toenemende problemen die banken ervaren bij het verkrijgen van financiering en de verzwakkende economische groei. Het ESRB heeft zijn goedkeuring gehecht aan drie openbare aanbevelingen, en wel ten aanzien van 1) kredietverstrekking in vreemde valuta's, 2) in Amerikaanse dollar luidende financiering van kredietinstellingen, en 3) het macroprudentiële mandaat van nationale autoriteiten. Het ESRB werkt nu aan het opzetten van het desbetreffende vervolgmecanisme, in overeenstemming met het "handel of leg uit"-beginsel. Het ESRB heeft ook het gehele jaar gewerkt aan de ontwikkeling van de basis voor het macroprudentieel beleid in de EU: daartoe analyseerde het de macroprudentiële aspecten van voorgestelde EU-wetgeving – met name ten aanzien van de kapitaalvereisten voor banken en van de marktinfrastuur – en deelde het zijn macroprudentiële overwegingen met de wetgevende organen van de EU.

De ECB is haar bijdrage blijven leveren aan de belangrijkste beleids- en regelgevingsinitiatieven (waaronder de wetgevingsinitiatieven op EU-niveau) die ernaar streven de stabiliteit van de financiële marktinfrastuur te versterken. De ECB heeft tevens bijgedragen aan het werk van het Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen en de International Organization of Securities Commissions, met name wat betreft de beginselen voor financiële marktinfrastuur en het werk op het terrein van de marktinfrastuur voor OTC-derivaten. Bovendien hechtte in mei 2011 de Raad van Bestuur zijn goedkeuring aan het mandaat voor het European Forum on the Security of Retail Payments. Gedurende het gehele jaar, ten slotte, is een uitgebreide eerste analyse van de beschikbare documentatie ten aanzien van het ontwerp van TARGET2-

Securities uitgevoerd, waarbij alle relevante autoriteiten betrokken waren.

Op het terrein van de centralebankdienstverlening beheert het Eurosysteem het TARGET2-betalingsstelsel voor grote betalingen. Het eenvoudige platform van TARGET2 maakt de “real-time” brutoverrekening van transacties in euro mogelijk en stelt vierentwintig centrale banken van de EU en hun respectieve gebruikersgemeenschappen in staat te profiteren van dezelfde veelomvattende en geavanceerde diensten. In 2011 is aanzienlijke vooruitgang geboekt ten aanzien van het programma van het Eurosysteem voor een nieuw mechanisme voor effectenafwikkeling in meerdere valuta's, genaamd TARGET2-Securities (T2S). Na meer dan twee jaar van onderhandelingen is de juridische documentatie door de Raad van Bestuur goedgekeurd, waardoor centrale effectenbewaarinstanties en het Eurosysteem nu in 2012 een overeenkomst kunnen aangaan. De onderhandelingen met de centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied maar die hun valuta's beschikbaar willen stellen voor T2S voor de verrekening van effectentransacties, zijn eveneens afgerond. Ook waren er positieve ontwikkelingen ten aanzien van technische aangelegenheden, met name de publicatie van de gedetailleerde functionele gebruikersspecificaties en de selectie van de netwerk-serviceproviders. Ook is verder gewerkt aan de komende verbeteringen van de door het Eurosysteem aangeboden diensten voor onderpandbeheer, namelijk het schrappen van het repatriatievereiste en de ondersteuning van grensoverschrijdende tripartiete onderpandbeheerdiensten binnen het correspondentenmodel voor centrale banken.

Wat betreft organisatorische aangelegenheden, had de ECB eind 2011 1.440,5 *full-time equivalent* personeelsleden met een permanent contract, vergeleken met 1.421,5 eind 2010. Deze stijging was voornamelijk het gevolg van de toegenomen bedrijfsvereisten ten gevolge van de financiële crisis. De personeelsleden

van de ECB zijn afkomstig uit alle 27 EU-lidstaten en worden geworven door middel van open sollicitatieprocedures om op de website van de ECB gepubliceerde vacatures te vullen. In overeenstemming met het mobiliteitsbeleid van de ECB zijn in 2011 237 medewerkers intern van functie veranderd, terwijl zes medewerkers naar andere organisaties werden gedetacheerd om externe werkervaring op te doen en 54 medewerkers onbetaald verlof werd verleend om een studie te volgen of om bij een andere organisatie te gaan werken, of om persoonlijke redenen. Het voortdurend opdoen en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid door alle personeelsleden blijft een hoeksteen van het human resources-beleid van de ECB. De belangrijkste ontwikkelingen op het terrein van HR-beleid waren de invoering van gezinsvriendelijker regels betreffende werktijden en verlof, de oprichting van een Arbeidsomstandigheden-Comité en het aanbieden van begeleidingsdiensten aan het personeel.

De bouwwerkzaamheden aan het nieuwe kantoorgebouw van de ECB vorderden in 2011 gestaag in overeenstemming met het vastgesteld tijdschema en binnen het voorziene budget. De bouw van de dubbele kantoorstoren vorderde met gemiddeld één verdieping elke zes dagen. De voltooiingsdatum van het nieuwe kantoorgebouw is onveranderd, namelijk eind 2013.

Wat betreft haar financiële rekeningen, heeft de ECB in 2011 een overschot gerealiseerd van €1,89 miljard, vergeleken met een overschot van €1,33 miljard in 2010. De Raad van Bestuur heeft besloten per 31 december 2011 een bedrag van €1,17 miljard over te dragen naar de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijrisico's, waardoor deze zijn plafond van €6,36 miljard, namelijk de waarde van het door de nationale centrale banken van het eurogebied per die datum volgestorte kapitaal van de ECB, heeft bereikt. De netto winst van de ECB over 2011 was,

na de overdracht naar de voorziening, €728 miljoen. Dit bedrag is onder de nationale centrale banken van het eurogebied verdeeld naar rato van hun volgestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

Frankfurt am Main, maart 2012



Mario Draghi





Het nieuwe ECB-kantoor, gezien vanuit het oosten. Het nieuwe kantoor wordt gebouwd naar een ontwerp van COOP HIMMELB(L)AU en moet eind 2013 opgeleverd worden. Het geheel bestaat uit drie basiselementen, namelijk de dubbele kantoortoren, de Großmarkthalle en het entreegebouw.

**HOOFDSTUK I**

**ECONOMISCHE  
ONTWIKKELINGEN  
EN MONETAIR BELEID**

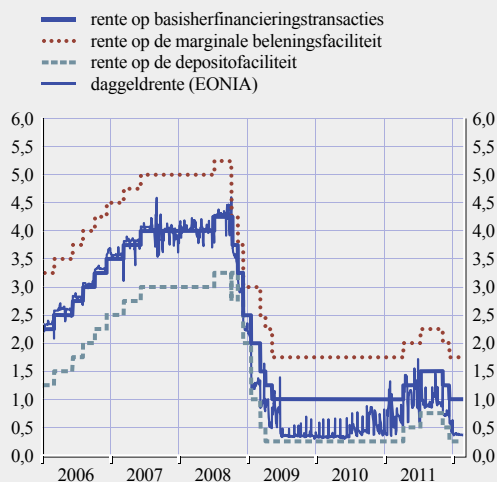


## I MONETAIRBELEIDSBESLISSINGEN

Het Eurosysteem bevond zich in 2011 eens te meer in een uiterst problematische situatie. Tot de zomer van 2011 nam de inflatoire druk toe als gevolg van de stijgende grondstoffenprijzen, wat te midden van een economisch herstel een algemeen inflatoir proces op gang zou hebben kunnen brengen. De risico's met betrekking tot de inflatievooruitzichten tegen de beleidsrelevante tijdshorizon, zoals die naar voren kwamen uit de economische analyse, bleken van opwaartse aard. Hoewel uit de monetaire analyse een gematigd onderliggend tempo van de monetaire expansie bleek, was er ruime monetaire liquiditeit die de opwaartse druk op de prijzen gemakkelijker tot uiting zou doen komen. Teneinde deze risico's onder controle te houden, trok de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB in twee stappen op, met in totaal 50 basispunten, namelijk in april en in juli. In de tweede helft van het jaar zetten de oplaaierende spanningen op de financiële markten een flinke domper op de economische bedrijvigheid van het eurogebied. Om de prijsstabiliteit te blijven verzekeren, verlaagde de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB met 50 basispunten; ze deed dat in twee stappen, namelijk in november en in december. Eind 2011 beliep de rente op de basisherfinancieringstransacties 1,00%, die op de depositofaciliteit 0,25% en die op de marginale beleningsfaciliteit 1,75% (zie Grafiek 1).

Grafiek 1 ECB-rentetarieven en daggeldrente

(in % per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB, Bloomberg en Thomson Reuters.

De zware spanningen die vanaf de zomer op de financiële markten werden opgetekend, dreigden de transmissie van het monetairbeleidssignaal naar de economie te belemmeren. Om een vlotte en homogene transmissie te waarborgen, nam de ECB tussen augustus en december 2011 een aantal niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen (zie Kader 1).

### Kader 1

#### NIET-CONVENTIONELE MAATREGELEN IN 2011<sup>1</sup>

Ingrijpende verslechtingen op verschillende financiëlemarktsegmenten in het eurogebied zetten de ECB ertoe aan in de tweede helft van 2011 een aantal niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen te nemen. De spanningen op de markten voor overheidsobligaties, die grotendeels beperkt waren gebleven tot Griekenland, Ierland en Portugal, sloegen in toenemende mate over op Italië en Spanje, en vervolgens ook op andere landen van het eurogebied (zie de grafiek). Deze ontwikkelingen waren het gevolg van, met name, problemen inzake budgettaire houdbaarheid, vooral met betrekking tot sommige landen van het eurogebied, bezorgdheid over de wereldwijde economische vooruitzichten, en onzekerheid over de wijze waarop Europa de zwaarst door de overheidsschuldencrisis getroffen landen van het eurogebied financieel zou ondersteunen, inclusief de eventuele betrokkenheid van de private sector. De ernstige spanningen

<sup>1</sup> Voor meer informatie over de reactie van de ECB op de financiële crisis in de tweede helft van 2011, zie de Kaders 'De financiële markten begin augustus 2011 en de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB', ECB Maandbericht, september 2011, en 'Aanvullende monetairbeleidsmaatregelen waartoe de Raad van Bestuur op 8 december 2011 heeft besloten', ECB Maandbericht, december 2011.

op de markten voor overheidsobligaties in de tweede helft van 2011 hadden ook een impact op de geldmarkt van het eurogebied.

Naar aanleiding van deze ontwikkelingen keurde de Raad van Bestuur van de ECB vanaf augustus 2011 een aantal niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen goed, die moesten voorkomen dat de financiële markten zouden worden ontwricht zoals ten tijde van het faillissement van Lehman Brothers in september 2008. Zonder dergelijke maatregelen hadden de marktontwikkelingen negatieve gevolgen kunnen hebben voor de transmissie van de monetairbeleidsimpuls – en dus uiteindelijk ook voor het behoud, op middellange termijn, van de prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel.

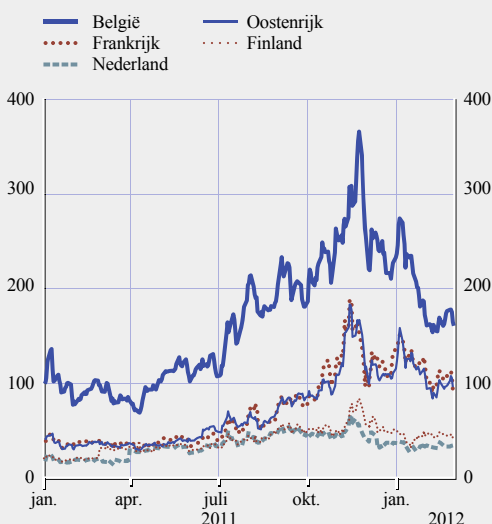
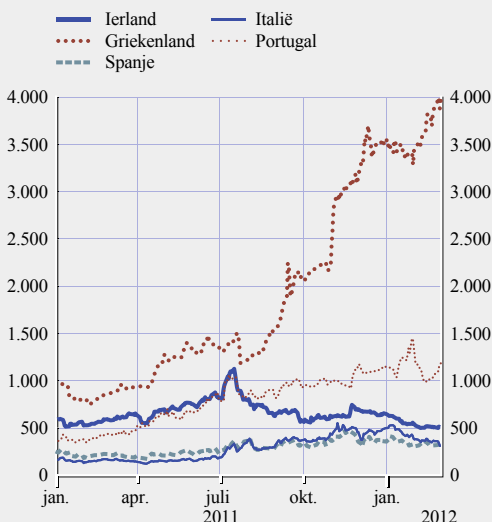
In augustus 2011 kondigde de Raad van Bestuur aan dat het Eurosysteem tot ten minste begin 2012 de banken van liquiditeiten zou blijven voorzien door middel van vastrentetenders met volledige toewijzing. Bovendien werd een langerlopende herfinancieringstransactie met een looptijd van ongeveer zes maanden opgestart.

Daarnaast kondigde de ECB aan het programma voor de effectenmarkten (het “Securities Markets Programme”) te reactiveren. Dit programma, waarmee in mei 2010 van start werd gegaan, is bedoeld als ondersteuning van de transmissie van de monetairbeleidsbeslissingen tegen de achtergrond van slecht functionerende segmenten van de financiële markten, teneinde in het gehele eurogebied prijsstabiliteit te waarborgen. Sedert eind maart 2011 waren in het kader van dit programma geen aankopen meer verricht, maar vanaf augustus dreigden sommige markten voor overheidsschuld niet langer vlot te functioneren en ontstond een reëel

gevaar dat de spanningen op andere markten zouden overslaan. Het bewaarheid worden van deze risico's zou een zware weerslag hebben gehad op de toegang tot financiering in de economie van het eurogebied. Bij het nemen van de beslissing om de interventies in het kader van het programma voor de effectenmarkten te hervatten, hield de Raad van Bestuur rekening met, onder meer, de verbintenis die de regeringen in het eurogebied waren aangegaan om hun begrotingsdoelstellingen te bereiken en met de aankondiging, door sommige regeringen, dat werk zou worden gemaakt van

### Rendementsecarts op overheidsobligaties

(basispunten)



Bron: Thomson Reuters.

Toelichting: De spreads geven het rendement weer op tienjaars overheidsobligaties min het rendement op een tienjaars Duitse overheidsobligatie. Voor de niet in de grafiek opgenomen landen van het eurogebied zijn geen vergelijkbare gegevens beschikbaar.

maatregelen en hervormingen inzake het budgettair en structureel beleid. De uitvoeringsbepalingen van het programma voor de effectenmarkten bleven ongewijzigd: aankopen van overheidsobligaties door het Eurosysteem blijven strikt beperkt tot de secundaire markten; het liquiditeitsverschaffende effect van obligatieaankopen in het kader van het programma voor de effectenmarkten wordt integraal geneutraliseerd door specifieke liquiditeitsverkrappende transacties; en het programma voor de effectenmarkten is, net als alle andere niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, tijdelijk van aard. Uit de balans van het Eurosysteem bleek dat het uitstaand bedrag aan obligaties dat in het kader van het programma voor de effectenmarkten werd verrekend, eind 2011 €211,4 miljard bedroeg.

Als reactie op VS-dollar financieringsproblemen, kondigde de Raad van Bestuur op 15 september drie liquiditeitsverruimende transacties in VS-dollar aan met een looptijd van ongeveer drie maanden die het einde van het jaar zouden omvatten, een maatregel die werd genomen in overleg met andere grote centrale banken. Deze transacties namen de vorm aan van repo's op onderpand van beleenbare activa.

Op 6 oktober werden twee supplementaire langerlopende herfinancieringstransacties aangekondigd: één in oktober 2011 met een looptijd van ongeveer 12 maanden, en één in december 2011 met een looptijd van ongeveer 13 maanden. De Raad van Bestuur gaf in oktober eveneens te kennen dat vasterentetenders met volledige toewijzing gebruikt zouden blijven worden voor alle herfinancieringstransacties die werden toegewezen tot ten minste het einde van de eerste helft van 2012. Deze maatregelen werden genomen ter ondersteuning van bankfinanciering; de banken werden op die manier aangemoedigd krediet te blijven verstrekken aan huishoudens en aan niet-financiële ondernemingen. Daarnaast werd een nieuw programma voor de aankoop van gedekte obligaties aangekondigd, waardoor het voor het Eurosysteem mogelijk werd om op de primaire en secundaire markten, tussen november 2011 en oktober 2012, gedekte obligaties aan te kopen met een voorgenomen waarde van €40 miljard. Eind 2011 beliep het uitstaand bedrag aan obligaties die waren verrekend in het kader van dit programma €3,1 miljard.

Op 30 november kondigde de ECB gecoördineerde acties met andere centrale banken aan teneinde hen beter in staat te stellen liquiditeitssteun te verlenen aan het mondiaal financieel systeem door middel van liquiditeitsswaps. Bovendien werd de kostprijs van de bestaande tijdelijke liquiditeitsswaps in VS-dollar met 50 basispunten verlaagd. De uiteindelijke bedoeling hiervan was het temperen van de weerslag die de spanningen op de financiële markten hebben op de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven.

Op 8 december kondigde de Raad van Bestuur aanvullende maatregelen inzake verruimde kredietondersteuning aan voor de kredietverlening door de banken en voor de liquiditeit op de geldmarkt van het eurogebied. De Raad besloot in het bijzonder twee langerlopende herfinancieringstransacties uit te voeren met een looptijd van drie jaar, met de mogelijkheid van vervroegde aflossing na één jaar. De beschikbaarheid van onderpand werd vergroot door de minimale rating voor bepaalde effecten op onderpand van activa te verlagen en door de NCB's toe te staan om, als tijdelijke oplossing, aanvullende kredietvorderingen zonder betalingsachterstand te aanvaarden (dat zijn bankleningen) die voldoen aan specifieke criteria inzake beleenbaarheid. Daarnaast werd de reserveratio verlaagd van 2% naar 1%. En tot slot werden de finetuning transacties op de laatste dag van elke aanhoudingsperiode stopgezet. Bij de eerste driejaars langerlopende herfinancieringstransactie, die werd uitgevoerd op 21 december 2011, werd aan de banken €489,2 miljard verschaft; bij de tweede dergelijke transactie, die werd uitgevoerd op 29 februari 2012, was dat €529,5 miljard.

Nadat het reële bbp in 2010 met 1,8% was gegroeid, bleef de economische bedrijvigheid in 2011 opleven, zij het in een ietwat trager tempo. In het eerste kwartaal van 2011 werd, op kwartaalbasis, een stevige reële bbp-groei opgetekend, wat echter voor een deel te danken was aan speciale factoren. Een voorbeeld daarvan was de opvering van de bouwactiviteit, die als gevolg van de slechte weersomstandigheden aan het einde van 2010 zwak was gebleven. Naarmate het effect van deze bijzondere factoren afzwakte, liet het reële bbp in het tweede kwartaal een opmerkelijke vertraging op kwartaalbasis optekenen. Dit was tevens het gevolg van de nefaste effecten van de aardbeving in Japan. In de tweede helft van het jaar was de reële bbp-groei uitermate zwak.

De inflatie bleef het hele jaar lang hoog. Ze beliep in 2011 gemiddeld 2,7%, tegen 1,6% in 2010. Wat het maandprofiel van de jaar-op-jaar HICP-inflatie betreft, trok het tempo geleidelijk aan van 2,3% in januari tot een piek van 3,0% van september tot november. Vervolgens vertraagde het tot 2,7% in december, dit voornamelijk als gevolg van het verloop van de energie- en andere grondstoffenprijzen. De inflatieverwachtingen voor de middellange en lange termijn bleven stevig verankerd op niveaus die in overeenstemming waren met het doel van de Raad van Bestuur om de inflatie op middellange termijn onder, maar dicht bij 2% te handhaven.

Na een relatief trage groei van M3 – 1,7% in 2010 –, trok het tempo van de monetaire expansie in het eurogebied tijdens de eerste drie maanden van 2011 geleidelijk aan tot 2,9% op jaarbasis in september 2011. De spanningen op de financiële markten en de druk op de banken om hun balansen aan te passen – vooral met betrekking tot de kapitaalvereisten – remden de monetaire dynamiek in de herfst evenwel af, waardoor de jaar-op-jaar groei van de M3-geldhoeveelheid vertraagde tot 1,5% in december. Het maandprofiel van de M3-groei werd in 2011 sterk beïnvloed door interbancaire transacties die werden verricht via centrale tegenpartijen, die deel uitmaken van de geldaanhoudende sector. Algemeen beschouwd,

bleef het onderliggend tempo van de monetaire expansie het hele jaar lang gematigd.

#### **TOENEMENDE INFLATOIRE DRUK IN EERSTE HELFT VAN 2011**

Beschouwt men de in 2011 genomen monetairbeleidsbeslissingen van naderbij, dan blijkt dat de economie van het eurogebied het jaar inzette met een positief onderliggend groeitempo en met overwegend evenwichtige risico's tegen de achtergrond van grote onzekerheid. Verwacht werd dat de uitvoer van het eurogebied zou worden ondersteund door de expansie van de wereldeconomie. In het licht van het gunstige niveau van het ondernemersvertrouwen, de accommoderende monetairbeleidskoers en de maatregelen die werden genomen om het financieel systeem vlotter te laten functioneren, droeg ook de vraag van de private sector in toenemende mate bij tot de groei. Deze verwachtingen kwamen eveneens tot uiting in de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2011, die gewag maakten van een, op jaarbasis, reële bbp-groei tussen 1,3% en 2,1% in 2011 en tussen 0,8% en 2,8% in 2012.

Terzelfder tijd waren er aanwijzingen dat de totale inflatie onder opwaartse druk stond, voornamelijk als gevolg van de grondstoffenprijzen. Dit was ook merkbaar in de eerdere stadia van het productieproces. Gelet op het gunstig onderliggend groeitempo zou dit tweederonde-effecten hebben kunnen teweegbrengen alsook een breder gebaseerde inflatoire druk. De medewerkers van de ECB gingen er in hun macro-economische projecties van maart 2011 van uit dat de jaar-op-jaar HICP-inflatie in 2011 zou uitkomen tussen 2,0% en 2,6% en in 2012 tussen 1,0% en 2,4%, wat – voornamelijk als gevolg van de hogere energie- en voedingsmiddelenprijzen – een opwaartse verschuiving impliceerde ten opzichte van de macro-economische projecties, de dato december 2010, van de medewerkers van het Eurosysteem.

In maart oordeelde de Raad van Bestuur derhalve dat de risico's voor de vooruitzichten

ten aanzien van de prijsstabiliteit op middellange termijn opwaarts gericht waren, nadat hij er in de eerste twee maanden van 2011 op had gewezen dat de risico's grotendeels in evenwicht waren, maar wellicht opwaarts zouden evolueren. Tegen die achtergrond beklemtoonde de Raad van Bestuur zijn bereidheid om krachtig en tijdig op te treden teneinde te vermijden dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op middellange termijn zouden worden bewaarheid. Deze risico's hadden vooral betrekking op de sterker dan verwachte stijgingen van de grondstoffenprijzen, maar ook op de forsere dan verwachte verhogingen van de indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen – vanwege de noodzaak tot begrotingsconsolidatie tijdens de komende jaren –, en op de zwaarder dan verwachte binnenlandse prijsdruk tegen de achtergrond van het aan de gang zijnde activiteitsherstel.

Vergelijkt men de resultaten van de economische analyse met de signalen van de monetaire analyse, dan bleek het onderliggend tempo van de monetaire expansie nog steeds gematigd te zijn. Tegelijkertijd had de trage groei van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening tot op dat ogenblik geleid tot een slechts gedeeltelijke vermindering van de grote hoeveelheden monetaire liquiditeit die zich vóór de periode van financiële spanningen in de economie hadden opgestapeld. Dit dreigde de prijsdruk in de hand te werken, die op dat ogenblik op de grondstoffenmarkten tot stand kwam als gevolg van de krachtige economische groei wereldwijd en de ruime liquiditeit die het resultaat was van de expansieve monetairbeleidsvoering op mondiaal niveau.

In het licht van de uit de economische analyse naar voren komende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, en teneinde ervoor te zorgen dat de inflatieverwachtingen stevig verankerd bleven op niveaus in overeenstemming met prijsstabiliteit, besloot de Raad van Bestuur op zijn vergadering van 7 april 2011 de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen, nadat hij deze gedurende bijna twee jaar ongewijzigd had gehouden op een historisch laag niveau. Er diende absoluut te worden voorkomen dat de stijging

van de HICP-inflatie tweederonde-effecten zou teweegbrengen en aldus aanleiding zou geven tot een breed gebaseerde inflatoire druk op middellange termijn. Gelet op de over de gehele rendementscurve lage rentetarieven, bleef de monetairbeleidskoers accommoderend en bood hij aldus aanhoudende stevige ondersteuning aan de economische bedrijvigheid en de banencreatie.

Verder in het tweede kwartaal werd een lichte verzwakking van de economische bedrijvigheid verwacht, nadat het reëel bbp van het eurogebied in het eerste kwartaal fors was gestegen. Er werd evenwel van uitgegaan dat de onderliggende dynamiek van de economische bedrijvigheid in het eurogebied nog steeds aanwezig was. Het stevig eerste kwartaal van 2011 maakte dat de medewerkers van het Eurosysteem in hun macro-economische projecties van juni 2011 hun groeivoorzichten ten aanzien van het reëel bbp voor 2011 opwaarts bijstelden naar een marge van 1,5%-2,3%; voor 2012 zou die marge grotendeels ongewijzigd blijven. De grondstoffenprijzen bleven opwaartse druk uitoefenen op de inflatie, ook in de vroegere stadia van het productieproces. Hierdoor stelden de medewerkers van het Eurosysteem in hun macro-economische projecties van juni 2011 de marge voor de jaar-op-jaar HICP-inflatie voor 2011 opwaarts bij naar 2,5%-2,7%, terwijl de marge voor 2012, in vergelijking met de macro-economische projecties van de medewerkers van de ECB van maart 2011, zakte naar 1,1%-2,3%. Ondanks enige kortetermijnvolatiliteit, bleef de groei van de M3-geldhoeveelheid tijdens het tweede kwartaal aantrekken, en ook de jaar-op-jaar groei van de kredietverlening aan de private sector liet over diezelfde periode een lichte versnelling optekenen, wat erop wijst dat het onderliggend tempo van de monetaire expansie zich geleidelijk herstelde. Terzelfder tijd bleef de monetaire liquiditeit ruim, wat het mogelijk zou maken dat de prijsdruk in het eurogebied zich zou manifesteren.

In het licht van deze ontwikkelingen besloot de Raad van Bestuur op zijn vergadering van 7 juli 2011 de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten op te trekken. De Raad

oordeelde bovendien dat het monetair beleid accommoderend bleef, gelet op de over het hele looptijdenspectrum lage rentetarieven.

### **OVERHEIDSSCHULDENCRISIS VERSCHERPT VANAF AUGUSTUS 2011**

Vanaf de zomer van 2011 verslechterde de macro-economische situatie in het eurogebied. De toenemende spanningen op de markten voor overheidsobligaties van het eurogebied vloeiden voornamelijk voort uit de bezorgdheid van de marktdeelnemers over verschillende factoren. Het betrof met name de wereldwijde groeivoorzichten, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in sommige landen van het eurogebied en datgene wat algemeen werd beschouwd als een ontoereikende reactie van de regeringen op de overheidsschuldencrisis. De rendementsecants voor obligaties op sommige markten voor overheidsschuld in het eurogebied stegen tot sedert 1999 ongekende niveaus. Ook andere markten, vooral de geldmarkt, werden getroffen.

Dit had een duidelijke negatieve impact op de financieringsvoorwaarden en op het economisch sentiment, wat – samen met een matiging van de wereldwijde groeidynamiek en het proces van balansaanpassing in de financiële en niet-financiële sectoren – in het vierde kwartaal van 2011 en ook nog daarna een rem zette op de onderliggende groeidynamiek in het eurogebied. Als gevolg daarvan werden in de herfst van 2011 de verwachtingen ten aanzien van de reële bbp-groei voor 2012 geleidelijk neerwaarts herzien. Terwijl de medewerkers van de ECB in hun macro-economische projecties van september 2011 nog gewag maakten van een jaar-op-jaar reële bbp-groei voor 2012 tussen 0,4% en 2,2%, kwamen de in december 2011 opgestelde macro-economische projecties van de medewerkers van het Eurosysteem veel lager uit, namelijk -0,4%-1,0%. Volgens de Raad van Bestuur waren de economische vooruitzichten voor het eurogebied behept met aanzienlijke neerwaartse risico's in een klimaat van grote onzekerheid.

Terwijl de inflatie in de tweede helft van 2011 hoog bleef, werd ervan uitgegaan dat ze in de loop

van 2012 zou zakken tot onder 2%. De kosten-, loon- en prijsdruk in het eurogebied zou immers moeten afnemen tegen de achtergrond van de tragere groei in het eurogebied en wereldwijd. In hun macro-economische projecties van december 2011 gingen de medewerkers van het Eurosysteem uit van een jaar-op-jaar HICP-inflatie tussen 1,5% en 2,5% voor 2012 en tussen 0,8% en 2,2% voor 2013. De marge voor 2012 lag ietwat hoger dan die waarvan in september 2011 gewag werd gemaakt in de macro-economische projecties van de medewerkers van de ECB; deze laatste verwachtten dat de inflatie in 2012 tussen 1,2% en 2,2% zou uitkomen. Deze opwaartse verschuiving was het gevolg van de hogere in euro luidende oliepijzen en van een grotere bijdrage van de indirecte belastingen, waardoor het temperende effect van de zwakkere bedrijvigheid ruimschoots werd gecompenseerd. De risico's voor de inflatievooruitzichten werden beschouwd als zijnde grotendeels in evenwicht.

De verhoogde onzekerheid op de financiële markten had ook een invloed op de monetaire ontwikkelingen, aangezien naar het einde van 2011 toe een vertraging werd opgetekend in de groei van de M3-geldhoeveelheid. Dit ging gepaard met aanwijzingen van een minder gunstig verloop van de kredietverlening, vooral met betrekking tot de kredietverstrekking aan de niet-financiële private sector. Vermits de kredietverleningseffecten zich met vertraging kunnen manifesteren, diende het verloop van de kredietverstrekking nauwgezet te worden gevolgd. Al met al bleef het onderliggend tempo van de geld- en kredietgroei gematigd.

Op zijn vergaderingen van 3 november en 8 december 2011 besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. Dit werd als essentieel beschouwd opdat de inflatievooruitzichten in het eurogebied stevig verankerd zouden blijven op een niveau dat in overeenstemming is met het doel van de Raad van Bestuur om op middellange termijn de inflatie onder, maar dicht bij 2% te houden.

## 2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 MONDIAAL MACRO-ECONOMISCH KLIMAAT

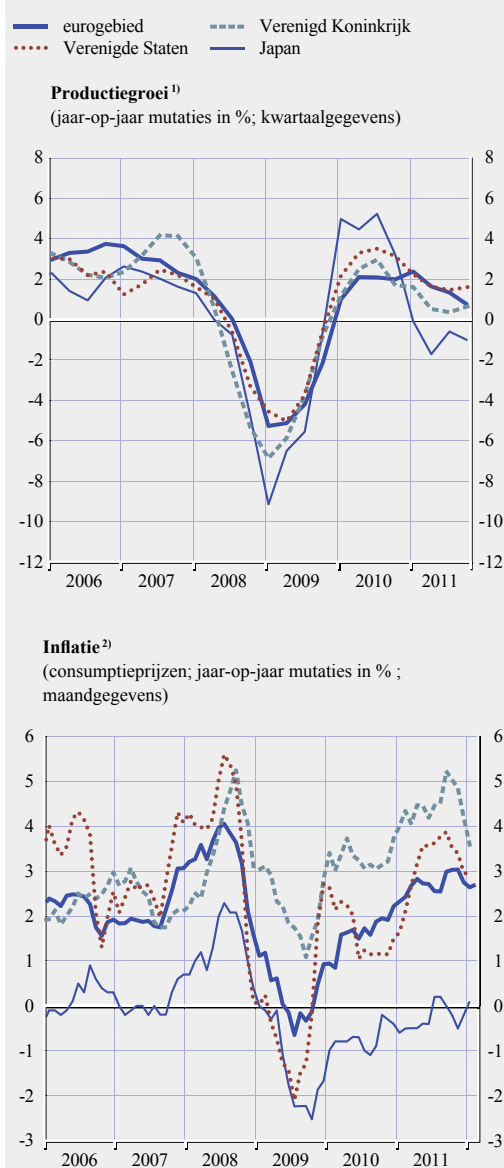
#### GROEI VERTRAAGT WERELDWIJD IN 2011

Begin 2011 gaven op enquêtes gebaseerde indicatoren aan dat de tijdens het laatste kwartaal van 2010 ingezette versterking van de mondiale economische groei in het eerste kwartaal van 2011 aanhield, zodat de Purchasing Managers' Index (PMI) voor de mondiale productie in de gezamenlijke industrie na de financiële crisis een piek bereikte van 59,4 in februari. Door een reeks onvoorziene negatieve gebeurtenissen zou de mondiale economie in de eerste helft van 2011 echter enigszins aan kracht inboeten. De zware aardbeving in het oosten van Japan had niet alleen een directe weerslag op de Japanse economische bedrijvigheid, maar ze beïnvloedde ook de rest van de wereld via de verstoring van de mondiale aanbodketens. Daarnaast sorteerden de stijgende grondstoffenprijzen een remmend effect op het reëel inkomen in de belangrijkste geavanceerde economieën. De groeipatronen bleven niet alleen uiteenlopen tussen de geavanceerde en de opkomende economieën, maar ook binnen de geavanceerde economieën als dusdanig. In de opkomende economieën bleef de groei relatief robuust, hoewel hij in de laatste maanden van het jaar ietwat vertraagde, wat het ontstaan van oververhitting hielp temperen. In de geavanceerde economieën bleven het aanhoudende balansherstel bij de overheid en in de private sector, alsook de persistente zwakte op de arbeids- en woningmarkt de groei afremmen (zie Grafiek 2). Ondanks verschillen tussen de arbeidsmarktontwikkelingen in de geavanceerde economieën bleef de werkloosheid in de OESO hardnekkig hoog.

Tijdens de tweede helft van 2011 brokkelde het producenten- en consumentenvertrouwen verder af, in een klimaat van verhoogde onzekerheid en toegenomen nervositeit op de financiële markten tegen de achtergrond van de escalatie van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied en de langdurige discussies over het schuldplafond in de Verenigde Staten. Deze ontwikkelingen compenseerden tot op

zekere hoogte de positieve prikkel die uitging van de wegebbende verstoringen in het aanbod na de Japanse aardbeving in maart. Al met al verzwakte de onderliggende groeidynamiek

**Grafiek 2** Belangrijkste ontwikkelingen in de grote geavanceerde economieën



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.

van de wereldeconomie. Tegen het einde van het jaar vertoonden gepubliceerde gegevens en enquête-indicatoren echter voorzichtige tekenen van een stabilisering van de bedrijvigheid in de mondiale economie.

In overeenstemming met het verloop van de mondiale economische bedrijvigheid, hield een opleving van het volume van de wereldhandel tijdens het laatste kwartaal van 2010 aan tot in het eerste kwartaal van 2011. In het tweede kwartaal leidden de door de natuurrampen in Japan teweeggebrachte verstoringen van de mondiale aanbodketens voor het eerst sinds medio 2009 tot een inkrimping van de wereldhandel. De groeivertraging deed zich in alle regio's voor, maar de daling van de uitvoer was het grootst in Japan en in de nieuw geïndustrialiseerde landen in Azië. Hoewel het wegebben van de verstoringen in de aanbodketen tijdens het derde kwartaal van 2011 de mondiale handel schraagde, bleef de dynamiek van de wereldhandel – net als die van de wereldwijde bedrijvigheid – in de tweede helft van het jaar zwak. Ook de overstromingen in Thailand hadden een negatieve invloed op de handel. Tegen het einde van het jaar wees de mondiale PMI voor nieuwe uitvoerbestellingen evenwel op een zekere stabilisering van de wereldhandel.

Wat het prijsverloop betreft, nam de inflatie op jaarbasis in de geavanceerde economieën in de loop van 2011 geleidelijk toe, tot ze in het laatste kwartaal licht terugliep. Over het geheel genomen, bleef de onderliggende inflatoire druk in de geavanceerde economieën betrekkelijk gematigd. In de OESO-landen liep de gemiddelde totale consumptieprijsinflatie op van 1,9% in 2010 tot 2,9% in 2011. De gemiddelde consumptieprijsinflatie ongerekend levensmiddelen en energie bedroeg 1,7%, tegen 1,3% in 2010. In de opkomende economieën nam de inflatie op jaarbasis in het vierde kwartaal van 2011 matig af, waardoor sommige centrale banken ervan afzagen hun monetair beleid verder te verkrappen. De onderliggende inflatoire druk hield echter aan.

## VERENIGDE STATEN

De Amerikaanse economie bleef zich in 2011 verder herstellen, zij het trager dan in 2010. Het reëel bbp nam met 1,7% toe, na een stijging met 3,0% een jaar eerder. In de eerste helft van 2011 haperde de groei onder invloed van de geringere uitgaven van zowel de federale overheid als de staten en van de reeds vermelde tijdelijke negatieve externe factoren. In de tweede helft van het jaar won de economie aan kracht doordat de particuliere consumptie aantrok, ondanks het wankel consumentenvertrouwen en de zwakke groei van het beschikbaar inkomen. De bedrijfsinvesteringen met uitzondering van investeringen in woningen bleven de groei stevig ondersteunen dankzij de forse bedrijfswinsten en de zeer lage rentetarieven. Bovendien lijken de investeringen in woningen over hun dieptepunt heen en vanaf het tweede kwartaal van 2011 droegen ze positief bij tot de bbp-groei. In nettotermen leverde de handel een geringe positieve bijdrage tot de groei. Het tekort op de lopende rekening bedroeg tijdens de eerste drie kwartalen van 2011 ongeveer 3,2% bbp (zogoed als ongewijzigd ten opzichte van 2010). Op de arbeidsmarkt was de werkgelegenheidsgroei ontoereikend om het banenverlies van 2008 en 2009 goed te maken en de werkloosheidsgraad ingrijpend terug te schroeven. Deze laatste beliep in 2011 gemiddeld 8,9%, tegen 9,6% in 2010.

Ondanks de slome product- en arbeidsmarkt was de totale inflatie gedurende 2011 hoog, met name wegens de toenemende kosten voor levensmiddelen en energie. De twaalfmaands CPI-inflatie steeg van 1,6% in 2010 tot 3,1% in 2011. Ongerekend levensmiddelen en energie bedroeg de CPI-inflatie gemiddeld 1,7%, tegen 1% in het voorgaande jaar, wat betekent dat de neerwaartse tendens die in 2008 door de economische neergang op gang werd gebracht, omsloeg.

Het Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System hield zijn doelstelling voor de *federal funds rate* het hele jaar lang ongewijzigd binnen een marge van 0%-0,25%; als argument hiervoor voerde het Committee de lage bezettingsgraden en de



gematigde inflatievooruitzichten op middellange termijn aan. In verband met de vooruitzichten voor de *federal funds rate* stelde het FOMC in augustus in een meer expliciete verklaring dat de verwachte economische situatie wellicht een uitzonderlijk laag niveau van die rente zou rechtvaardigen “tot in ieder geval medio 2013”, terwijl voorheen sprake was van “voor langere tijd”. In juni 2011 rondde het FOMC een in november 2010 opgestart programma af voor de aankoop van \$600 miljard aan overheidsobligaties op lange termijn. Gelet op de trage economische groei en de aanhoudende zwakte op de arbeidsmarkt, besloot het FOMC in september 2011 de gemiddelde looptijd van zijn aangehouden effecten te verlengen. Het beoogt daarmee een tweeledig doel: het drukken van de lange rente en het versoepelen van de financiële voorwaarden in ruimere zin.

Op budgettair vlak liep het federaal begrotingstekort in 2011 licht terug tot 8,7% bbp, tegen 9,0% het jaar voordien. Daardoor liep de door het publiek aangehouden federale schuld verder op tot 68% bbp aan het einde van 2011 (tegen 63% eind 2010). Medio 2011, na een toename van de spanningen als gevolg van politieke onenigheid en het gevaar dat de overheid niet langer haar verplichtingen zou kunnen nakomen, bereikten de twee belangrijke politieke partijen overeenstemming om de limiet op de Amerikaanse schuld te verhogen, op voorwaarde dat de overheid over een periode van tien jaar een programma uitvoert om het tekort met ongeveer \$2.100 miljard te verlagen. Er bleven tussen de partijen evenwel grote meningsverschillen bestaan over de maatregelen die nodig zijn om het tekort te verlagen, waardoor de onzekerheid rond de mondiale vooruitzichten nog groter werd.

## JAPAN

In Japan werd het groeipatroon in 2011 sterk beïnvloed door de aardbeving in maart en door de kernramp die daar het gevolg van was. Onmiddellijk daarna liepen de productie en de uitvoer scherp terug en verzwakte de binnenlandse particuliere vraag aanzienlijk. Dit leidde tot een uitgesproken daling van het

reëel bbp in de eerste helft van 2011. De door de aardbeving veroorzaakte aanbodbeperkingen namen sneller af dan aanvankelijk verwacht, waardoor de economische bedrijvigheid in het derde kwartaal opleefde. Tijdens het laatste kwartaal van het jaar kromp het reëel bbp echter opnieuw in als gevolg van een verzwakking van de mondiale vraag en de verstoring van de Aziatische handel door de overstromingen in Thailand. De zwakke uitvoer, die voor een deel toe te schrijven was aan de appreciatie van de yen, leidde samen met de toenemende invoer van grondstoffen na de aardbeving tot het eerste handelstekort op jaarbasis sinds 1980. De economie werd nog steeds geconfronteerd met een deflatoire omgeving. De CPI-inflatie bleef gedurende het grootste deel van 2011 negatief.

Na de rampen verstreekte de Bank of Japan onmiddellijk noodliquiditeit op korte termijn, verruimde ze haar programma voor de aankoop van activa en introduceerde ze een programma ter ondersteuning van de kredietverlening voor financiële instellingen in de getroffen gebieden. Gedurende heel 2011 bleef de Bank of Japan een accommoderende monetairbeleidskoers varen teneinde de economie te stimuleren en deflatie te bestrijden, waarbij ze haar doelstelling voor de *uncollateralised overnight call rate* handhaafde tussen 0,0% en 0,1%. Voorts intervenieerde de Japanse centrale bank sporadisch op de valutamarkt om te vermijden dat de yen snel zou appreciëren. Wat het begrotingsbeleid betreft, keurde de regering vier aanvullende begrotingspakketten goed, voor in totaal JPY 20.700 miljard (ongeveer 4,4% bbp), die grotendeels bedoeld waren om de onmiddellijke hulpverlening en de wederopbouw te ondersteunen.

## OPKOMEND AZIË

De economische groei in opkomend Azië vertraagde in 2011, na een uitzonderlijk sterke expansie in 2010. In de tweede helft van het jaar liet de uitvoer, in het licht van de matiging van de mondiale groei, een forse groeivertraging optekenen. De onzekerheid over de vooruitzichten voor de wereldeconomie wakkerde bovendien de volatiliteit op de

financiële markten aan en veroorzaakte tegen het einde van het jaar een aanzienlijke kapitaaluitstroom uit de regio. Niettemin bleef de binnenlandse vraag robuust, hoewel ze enigszins afnam als gevolg van de geleidelijke intrekking van de beleidsstimuli. De bbp-groei op jaarbasis bedroeg 7,3%, in de buurt van zijn langetermijngemiddelde.

In 2011 bleef de inflatoire druk in de regio zwaar. De inflatie nam in de eerste twee kwartalen toe, aanvankelijk vanwege een stijging van de prijzen voor levensmiddelen en andere grondstoffen, maar vervolgens werd de prijsstijging een meer algemeen verschijnsel. In het derde kwartaal klom de inflatie echter naar een hoogtepunt, aangezien zowel de ingevoerde inflatie als de druk van de binnenlandse vraag afnam. Gelet op de dalende inflatie, in combinatie met de minder gunstige groeivoorzichten, zetten de centrale banken in het vierde kwartaal de in de tweede helft van 2010 begonnen verkrapping van het monetair beleid stop. Hoewel de oververhitting veel minder druk uitoefende, was deze aan het einde van het jaar evenwel nog niet volledig verdwenen.

In de Chinese economie liep de reële bbp-groei terug van 10,3% in 2010 tot 9,2% in 2011. De groei werd voornamelijk aangewakkerd door de binnenlandse vraag, terwijl de bijdrage van de netto-uitvoer negatief werd. De binnenlandse vraag werd in de hand gewerkt door de ruime liquiditeit die in de voorgaande jaren was opgebouwd. De bouwnijverheid werd ondersteund door het overheidsprogramma voor sociale huisvesting van 2011, dat tot doel heeft tegen eind 2015 36 miljoen nieuwe huizen te verschaffen. De inflatie bleef in de loop van het jaar aanzienlijk, vooral vanwege de hoge grondstoffenprijzen en de negatieve binnenlandse aanbodschokken op voedingsmiddelen, maar tegen het einde van het jaar nam ze af tot 3,1%. Wegens de verslechterende economische vooruitzichten verlaagden de autoriteiten de reserveverplichting voor banken in december 2011 met een half procentpunt en namen ze begrotings- en monetairbeleidsmaatregelen ter ondersteuning

van kleine en middelgrote ondernemingen. De uitvoergroei liep in de tweede helft van het jaar scherp terug, hoofdzakelijk als gevolg van de zwakkere mondiale groei. De invoergroei hield relatief goed stand, geschraagd door de robuuste binnenlandse vraag. Hierdoor nam het handelsoverschot af van \$181 miljard in 2010 tot \$155 miljard in 2011. De nominaal-effectieve wisselkoers van de renminbi steeg in 2011 met 5,5%. Tegen eind 2011 liepen de Chinese valutareserves op tot \$3.200 miljard.

#### **LATIJS-AMERIKA**

De economische bedrijvigheid in Latijns-Amerika bleef in de eerste helft van 2011 gestaag toenemen, zij het ietwat trager dan in 2010. Voor de regio als geheel beliep de groei op jaarbasis 4,9% in de eerste helft van 2011, tegen 6,3% in 2010. De tragere groei van de binnenlandse vraag – als gevolg van de verkrapping van de monetairbeleidskoers in de meeste landen van de regio – was de belangrijkste factor waardoor de reële bbp-groei daalde. Deze daling werd deels ongedaan gemaakt door de minder negatieve bijdrage van de buitenlandse vraag. De particuliere consumptie was nog steeds de belangrijkste stuwende kracht achter de groei, aangezien de situatie op de arbeidsmarkt gunstig was en de acceptatiecriteria voor leningen versoepeld werden. De investeringen waren echter de meest dynamische component van de binnenlandse vraag. Wat de specifieke ontwikkelingen per land betreft, blijkt dat met name de landen die grondstoffen exporteren, het meest dynamisch bleven. De solide groeiresultaten in Latijns-Amerika leidden samen met de stijgende voedselprijzen tot een algemene toename van de inflatoire druk. De totale inflatie kwam in de eerste helft van 2011 op 6,7% uit (0,3 procentpunt hoger dan in 2010), wat verschillende centrale banken ertoe aanzette tijdens deze periode hun beleidsrente te verhogen.

In de tweede helft van 2011 gingen de externe omstandigheden snel achteruit naarmate de spanningen op de financiële markten oplaaidden en de vooruitzichten voor het herstel van de wereldeconomie flink neerwaarts werden

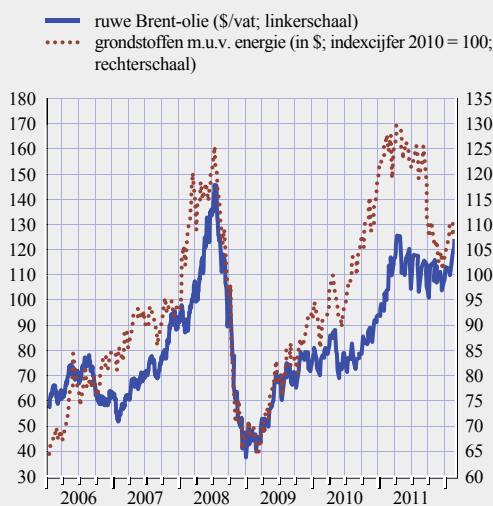
bijgesteld. Tegen die achtergrond sloegen de kapitaalstromen vanuit Latijns-Amerika in hoge mate om, wat resulteerde in sterke wisselkoersdalingen en een verslechtering van de financiële indicatoren, zoals de aandelenkoersen en de rendementsecarts op overheidsobligaties. Deze ontwikkelingen leidden ook tot een verdere verzwakking van de economische bedrijvigheid in de meeste landen van de regio, terwijl de inflatoire druk groot bleef. De verkrapping van het monetair beleid werd in de meeste landen van de regio onderbroken, wat wees op de toegenomen onzekerheid. In Brazilië verlaagde de centrale bank haar belangrijkste beleidsrente in de tweede helft van 2011 met 150 basispunten, na een verhoging met in totaal 175 basispunten tijdens de eerste helft van het jaar.

### GRONDSTOFFENPRIJZEN GEVEN IN 2011 EEN GEMENGD VERLOOP TE ZIEN

De prijs van ruwe Brent-olie bedroeg in 2011 gemiddeld \$111 per vat, 38% boven het gemiddelde van 2010. De stijging van het jaar-op-jaar gemiddelde was de grootste sinds 2005. Na een scherpe toename tot een piek van \$126 per vat op 2 mei 2011, liepen de olieprijsen vervolgens terug tot \$108 per vat eind december 2011, tegen \$93 per vat begin januari 2011.

De scherpe opwaartse trend van de olieprijsen die in september 2010 had ingezet, hield tot begin mei 2011 aan en leek vrij goed op de stijging van de olieprijsen tussen 2007 en medio 2008. De toename werd geschraagd door een opleving van de wereldwijde vraag naar olie en door de ernstige verstoring van het olieaanbod uit Libië, tegen de achtergrond van de politieke beroering in die regio. Bovendien verergerden de sterker dan verwachte productieonderbrekingen in het olieaanbod van de niet-OPEC-landen de reeds krappe vraag- en aanbodverhoudingen die gedurende het grootste deel van het jaar aanhielden. Dit was de belangrijkste reden waarom de olieprijsen in de tweede helft van 2011 goed stand bleken te houden, ondanks een vertraging van de mondiale groei. Tegen de jaarwisseling werden

**Grafiek 3 Belangrijkste ontwikkelingen van de grondstoffenprijzen**



Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut.

de olieprijsen ondersteund door de groeiende bezorgdheid over een mogelijke belangrijke verstoring van het olieaanbod uit Iran.

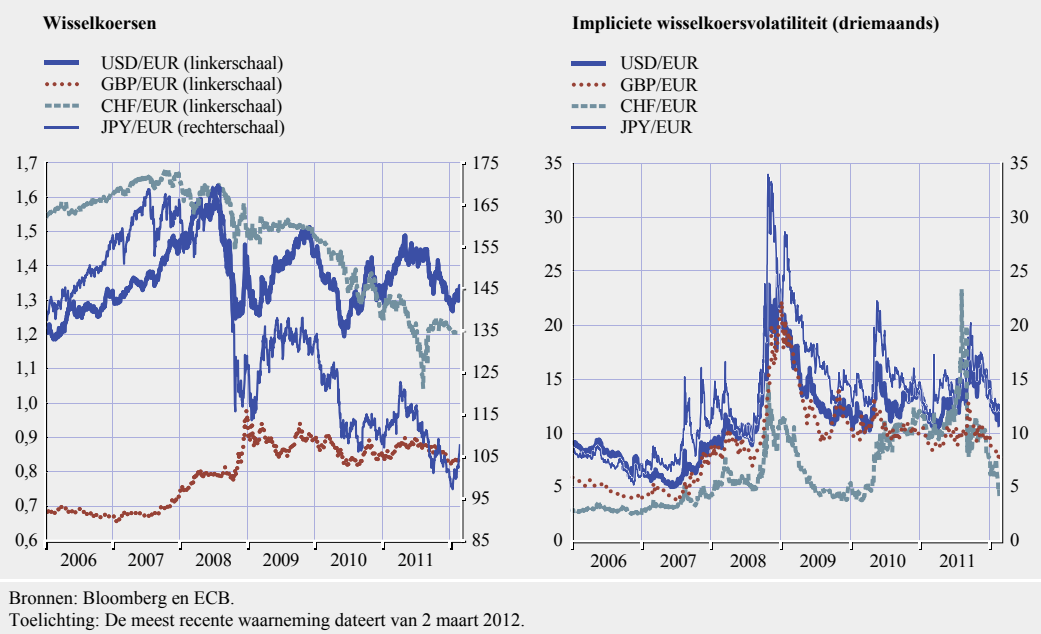
Daarentegen liepen de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie, vooral van non-ferrometalen, in de loop van 2011 aanzienlijk terug (zie Grafiek 3), grotendeels als gevolg van de onzekere vooruitzichten voor de wereldeconomie en de relatief gunstige voorwaarden aan de aanbodzijde. In totaal lagen de prijzen van de niet-energetische grondstoffen (uitgedrukt in VS-dollar) tegen eind 2011 ongeveer 15% lager dan aan het begin van het jaar.

### IN 2011 GEMATIGDE DALING VAN DE EFFECTIEVE WISSELKOERS VAN DE EURO TEGEN ACHTERGROND VAN HOGE VOLATILITEIT

Het verloop van de wisselkoers van de euro weerspiegelde in 2011 grotendeels de veranderende marktpercepties ten aanzien van de economische vooruitzichten voor het eurogebied en van de begrotingsvooruitzichten van de lidstaten van het eurogebied vergeleken met die van andere belangrijke economieën. De matige depreciatie van de euro werd derhalve, net als in 2010, gekenmerkt door

## Grafiek 4 Wisselkoersen en impliciete volatiliteit

(daggegevens)



een hoge impliciete volatiliteit (zie Grafiek 4). In de periode tot april 2011 nam de euro al met al in waarde toe, maar daarna zette hij een neerwaartse trend in die aan het einde van de zomer sterker werd. Deze daling werd onderbroken in oktober, toen de euro, tegen de achtergrond van een tijdelijk afnemende volatiliteit, aanmerkelijk in waarde steeg ten opzichte van de VS-dollar en de Japanse yen. De daarop volgende verzwakking van de euro ten opzichte van die valuta's werd deels gecompenseerd door een waardestijging tegenover andere valuta's, met name die van Midden- en Oost-Europese economieën. Bijgevolg liep de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van twintig van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, tijdens het verslagjaar met 2,2% terug (zie Grafiek 5). Tegen eind 2011 lag de koers van de euro, in nominaal-effectieve termen, 4,0% onder zijn gemiddelde peil van 2010 en dicht bij zijn gemiddelde sinds 1999.

Na een appreciatie in de periode tot april 2011 liet de euro in de tweede helft van het jaar algemeen beschouwd een waardedaling optekenen ten opzichte van de VS-dollar. Dit was het gevolg van veranderende percepties van de vooruitzichten voor de overheidsfinanciën in sommige lidstaten van het eurogebied en in de Verenigde Staten, alsook van mutaties in rendementsverschillen tussen de beide economieën. Op 30 december 2011 noteerde de euro USD 1,29, of 3,2% lager dan begin 2011 en 2,4% minder dan gemiddeld in 2010.

De euro deprecieerde in de loop van 2011 ook ten opzichte van de Japanse yen en het Britse pond. Op 30 december 2011 noteerde de euro JPY 100,20, dat was 7,8% lager dan aan het begin van het jaar en 13,9% onder het gemiddelde van 2010. Op dezelfde dag noteerde de euro GBP 0,84, of 3,0% onder het peil van het begin van het jaar en 2,7% minder dan het gemiddelde peil in 2010.

De wisselkoers van de euro tegenover de Zwitserse frank schommelde in 2011 aanzienlijk.

De euro bereikte een historisch laagtepunt in augustus, maar steeg daarna in waarde tot begin september, toen de Zwitserse centrale bank eenzijdig een minimumkoers van CHF 1,20 aankondigde. Op 30 december 2011 noteerde de euro CHF 1,22, of 2,8% lager dan aan het begin van het jaar en 12,0% onder het gemiddelde peil in 2010.

Wat andere belangrijke valuta's betreft, deprecieerde de euro in 2011 ten opzichte van de Australische dollar (met 3,1%), de Canadese dollar (met 0,8%) en de Noorse kroon (met 0,6%). Hij daalde ook in waarde tegenover de aan de VS-dollar gekoppelde Aziatische valuta's – met inbegrip van de Chinese renminbi (met 7,5%) en de Hongkong dollar (met 3,2%) –, maar hij bleef onveranderd ten opzichte van de Koreaanse won.

De reëel-effectieve wisselkoersen van de euro gebaseerd op verschillende kosten- en prijsindices stegen gedurende de eerste helft van 2011 en deprecieerden vervolgens naar niveaus in de buurt van die van eind 2010 (zie Grafiek 5). De reëel-effectieve CPI-gedefleerde wisselkoers viel in 2011 gemiddeld beschouwd zwakker uit dan in 2010 en eind 2011 lag hij in de buurt van zijn sedert 1999 opgetekend gemiddelde.

## 2.2 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

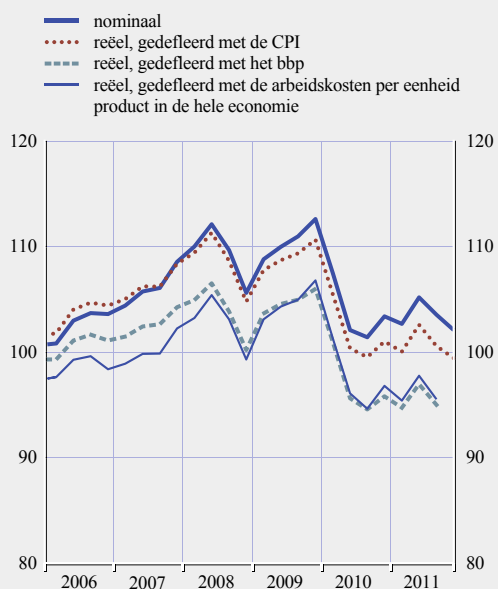
### GROEI VAN GELDHOEVEELHEID BLIJFT GEMATIGD

Nadat de groei van de ruime geldhoeveelheid zich had hersteld van zijn aan het begin van 2010 zwakke verloop, bleef hij in 2011 op een gematigd niveau. Het jaar-op-jaar groeitempo van M3, dat in december 2010 1,7% beliep, bleef in de eerste helft van 2011 stabiel op ongeveer 2%, overeenkomstig de gematigde groei van de totale vraag. De toegenomen onrust op de financiële markten en de economische onzekerheid die kenmerkend waren voor de tweede helft van het jaar, werkten portefeuilleherschikkingen tussen instrumenten zowel binnen als buiten de monetaire activa in de hand. Dit leidde tot een aanzienlijke toename van de kortetermijnvolatiliteit van het jaar-op-jaar groeitempo van M3 (die opliep tot 2,9% in september 2011, vervolgens afzwakte tot 1,5% in december en nadien weer toenam tot 2,5% in januari 2012). Ook de via centrale tegenpartijen (CTS's) verrichte (voornamelijk interbancaire) transacties, die deel uitmaken van de geldaanhoudende sector, droegen bij tot de grotere volatiliteit van de maandgegevens over de geldhoeveelheid en de kredietverlening (zie Grafiek 6).

Ook het jaar-op-jaar groeitempo van de leningen aan de private sector (gecorrigeerd voor de invloed van verkopen van leningen en effectiseringsactiviteit) werd door dergelijke factoren beïnvloed. Het groeitempo, dat gedurende het grootste gedeelte van 2011 boven 2,5% had geschommeld, liep naar het einde van het jaar duidelijk terug

**Grafiek 5 Nominaal- en reëel-effectieve wisselkoersen van de euro (EER-20)<sup>1)</sup>**

(kwartaalgegevens; indexcijfer: kw 1 1999 = 100)



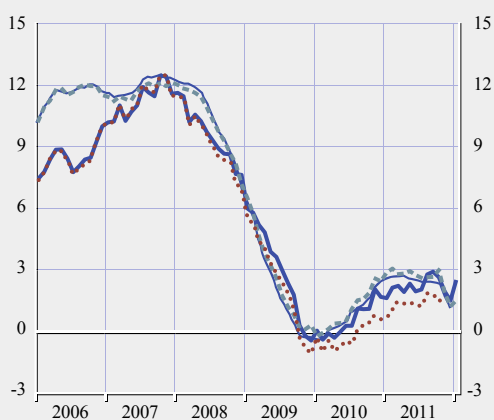
Bron: ECB.

1) Een stijging van de effectieve koersindices voor de groep van 20 handelspartners betekent een appreciatie van de euro. De meest recente waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2011 voor de nominale en reële met de CPI gedefleerde wisselkoersen, en het derde kwartaal van 2011 voor de reële met het bbp gedefleerde en de reële met de arbeidskosten per eenheid product in de hele economie gedefleerde koersen. Ze zijn deels gebaseerd op ramingen.

### Grafiek 6 M3 en leningen aan de private sector

(jaar-op-jaar mutaties in %; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)

- M3
- ..... M3 gecorrigeerd voor interbancaire transacties uitgevoerd via centrale tegenpartijen
- - - - - leningen aan de private sector<sup>1)</sup>
- leningen aan de private sector, gecorrigeerd voor interbancaire transacties uitgevoerd via centrale tegenpartijen



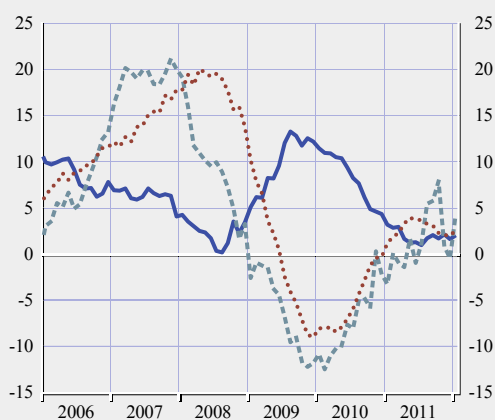
Bron: ECB.

1) Gecorrigeerd voor verkopen van leningen en effectiseringsactiviteit.

### Grafiek 7 Belangrijkste componenten van M3

(jaar-op-jaar mutaties in %; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)

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



Bron: ECB.

(van 2,4% in december 2010 tot 1,2% in december 2011). Gegevens over de kredietverlening voor januari 2012 wijzen erop dat de risico's op een ernstige kredietbeperking afgenomen zijn. De begin december door de Raad van Bestuur van de ECB goedgekeurde niet-conventionele maatregelen – in het bijzonder de LHT's met een looptijd van drie jaar – temperden in dat opzicht de door de MFI's ervaren financieringsdruk (voor een beschrijving van deze maatregelen, zie Kader 1). Afgezien van de kortetermijnvolatiliteit wijzen de ontwikkelingen in de geldhoeveelheid en de kredietverlening op een voor 2011 al met al gematigd tempo van de onderliggende monetaire expansie.

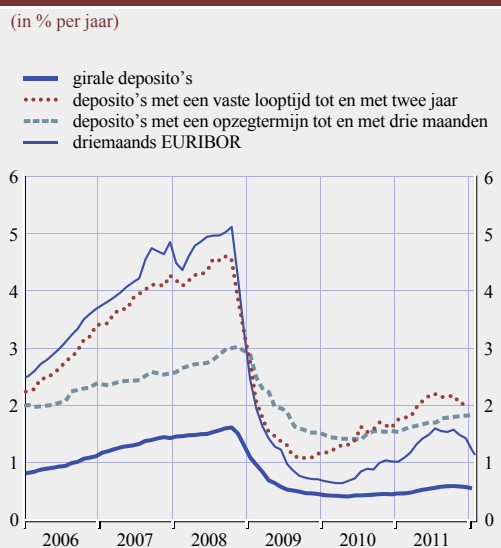
### BELEGGINGSOVERWEGINGEN ZIJN STUWENDE KRACHT ACHTER VERLOOP VAN M3-COMPONENTEN

Beleggingsoverwegingen in verband met de rentevergoeding op de verschillende instrumenten van M3 waren in de eerste helft van 2011 de stuwende kracht achter het verloop van de belangrijkste componenten van M3. In die periode

werd het ecart tussen de rentevergoeding op girale deposito's en die op andere kortlopende deposito's groter, waardoor de geldaanhoudende sector ertoe werd aangemoedigd middelen op andere kortlopende deposito's te plaatsen. Naarmate de onrust op de financiële markten en de economische onzekerheid toenamen, vonden aan het einde van de zomer aanzienlijke portefeuilleherstructureringen plaats van meer risicovolle activa naar M3. De aan de dag gelegde voorkeur voor liquiditeit, in combinatie met het feit dat het renteverval tussen de op girale deposito's betaalde rente en die op andere kortlopende deposito's tegen die tijd niet meer groter werd (en zelfs licht was verkleind), verklaart mede waarom die instroom voor M3 overwegend werd toegewezen aan girale deposito's (zie de Grafieken 7 en 8).

Het twaalfmaands groeitempo van verhandelbare instrumenten, dat van -2,3% in december 2010 aantrok tot -0,5% in december 2011, bleek in de loop van het jaar zeer volatiel. Dit minder negatief groeitempo werd verklaard door de opgetekende lichte toename in de aangehouden kortlopende

**Grafiek 8 MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en een geldmarktrente**



Bron: ECB.

schuldbewijzen van MFI's en door het feit dat de enigszins beperkte uitstroom op jaarbasis voor de aandelen/participaties in geldmarktfondsen integraal werd gecompenseerd door een nagenoeg even grote instroom op jaarbasis voor repo's. De grote volatiliteit op maandbasis was in hoge mate toe te schrijven aan repo-stromen. Net als in 2010 was de instroom voor dit instrument hoofdzakelijk het gevolg van een grotere toevlucht tot gewaarborgde, via CTP's verrichte interbancaire transacties, die het voordeel bieden dat zij het tegenpartijrisico verminderen. Vanuit het oogpunt van de monetaire gegevens bestaan dergelijke transacties uit twee trajecten: i) een lening van de kredietverstrekker MFI aan de CTP; en ii) een repo tussen de kredietopnemende MFI en de CTP.

Gelet op de volatiliteit die eigen is aan interbancaire transacties, heeft het feit dat gewaarborgde, via CTP's verrichte interbancaire kredietverstrekking tijdens de financiële crisis toegenomen is – vooral sinds het faillissement van Lehman Brothers –, zich vertaald in een grotere volatiliteit van de relevante monetaire reeksen (zie ook de paragrafen hieronder betreffende de aangehouden geldhoeveelheid per sector en het verloop van de

leningen). Bijgevolg waren, tijdens die periode, de negatieve stromen die eind 2011 voor repo's werden opgetekend in het kader van dit type transactie – als gevolg van de verscherping van de aan de overheidsschuld gerelateerde spanningen in een aantal landen van het eurogebied en van de opgetekende daling van de interbancaire kredietverstrekking vanwege de sterke correlatie tussen overheids- en bankrisico – een belangrijke bepalende factor voor de monetaire dynamiek.

### **VOLATILITEIT IN TOTALE M3 GROTENDEELS HET GEVOLG VAN DE DOOR OFI'S AANGEHOUDEN DEPOSITO'S**

De twaalfmaands groei van M3-deposito's – die kortlopende deposito's en repo's omvatten en het ruimst gedefinieerde monetaire aggregaat zijn waarvoor officiële gegevens op sectorniveau beschikbaar zijn – vertraagde van 3,1% in december 2010 tot 1,1% in december 2011. De ontwikkelingen in M3-deposito's werden echter in hoge mate beïnvloed door de bijdrage van niet-monetaire financiële intermediairs met uitzondering van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (aangeduid als 'overige financiële instellingen' of 'OFI's'). Het jaar-op-jaar groeitempo van de door OFI's aangehouden M3-deposito's, dat in december 2010 10,4% beliep, schommelde gedurende het grootste gedeelte van het jaar tussen 6% en 12% vooraleer het afzwakte tot respectievelijk 3,4% en 0,9% in november en december 2011. Daarna trok het opnieuw aan tot 5,7% in januari 2012. Deze sterke volatiliteit valt hoofdzakelijk te verklaren door via CTP's verrichte interbancaire transacties (aangezien CTP's deel uitmaken van de OFI-sector) en door het feit dat institutionele beleggers eind 2011 hun aangehouden M3-deposito's afbouwden naarmate de onrust op de financiële markten toenam en de bezorgdheid omtrent het bankrisico groter werd. De door OFI's aangehouden tegoeden vertonen doorgaans immers een sterke correlatie met de activaprijzen. (Voor een analyse van de rol die het verloop van de geldhoeveelheid en de kredietverlening speelt bij onevenwichtigheden van de activaprijzen<sup>1</sup>, zie Kader 2).

<sup>1</sup> Voor meer informatie, zie ook het artikel "The interplay of financial intermediaries and its impact on monetary analysis", *Monthly Bulletin*, ECB, januari 2012.

Het jaar-op-jaar groeitempo van de door huishoudens aangehouden M3-deposito's zette in de eerste helft van 2011 het vanaf medio 2010 opgetekende bescheiden herstel voort. Vervolgens stabiliseerde het zich op een niveau net boven 2%, vooraleer het vertraagde tot 1,4% in december 2011 als gevolg van een op maandbasis omvangrijke uitstroom. Dit sloeg dan in januari 2012 om door de implementatie van nieuwe niet-conventionele beleidsmaatregelen. De door huishoudens

aangehouden M3-deposito's vormen de meerderheid van die deposito's en hangen het nauwst samen met de consumptieprijzen. In tegenstelling tot het verloop van de door huishoudens aangehouden M3-deposito's liep het twaalfmaands groeitempo van deze door niet-financiële vennootschappen aangehouden deposito's in 2011 terug, vooral in de tweede helft van het jaar. Dit hield mogelijkwijs verband met een voorkeur voor interne (in plaats van externe) financieringsbronnen.

## Kader 2

### GELD EN KREDIET ALS “EARLY WARNING”-INDICATOREN VAN AFWIJINGEN IN ACTIVAPRIJZEN

Activamarkten spelen in tal van economieën een steeds belangrijker rol en beleidsmakers zijn er zich veel bewuster van geworden dat aanzienlijke veranderingen en correcties van de activaprijzen kunnen leiden tot financiële – en uiteindelijk macro-economische – instabiliteit. Centrale banken hebben er dan ook belang bij de uit dergelijke ontwikkelingen voortvloeiende risico's voor de prijsstabiliteit te beperken. Uit recent onderzoek blijkt dat monetaire en kredietindicatoren er in hoge mate kunnen toe bijdragen de cyclische op- en neergang van activaprijzen te voorspellen. Een reden te meer voor centrale banken om dergelijke variabelen nauwgezet te volgen<sup>1</sup>.

#### Het opsporen van hausses en baisses in activaprijzen

Het opzetten van een “early warning”-systeem voor onevenwichtigheden inzake activaprijzen kan worden onderverdeeld in drie fases. De eerste fase bestaat uit het bepalen van afwijkingen in activaprijzen (bv. in termen van afwijkingen van historische trends of in termen van de economische gevolgen daarvan). In de literatuur zijn vele benaderingen gehanteerd om dergelijke afwijkingen te bepalen, variërend van louter statistische methoden tot meer op een model gebaseerde methoden<sup>2</sup>. Gelet op de onzekerheid rond de juiste identificatie van dergelijke situaties in real time, is in de praktijk een toetsing geboden van de resultaten afkomstig van de diverse methoden. In de tweede fase worden passende vooruitlopende indicatoren gekozen en worden modellen ontworpen om de indicatoren te relateren aan de afwijkende periode. De derde en laatste stap is een beoordeling van de voorspellende kracht van elke indicator gedurende een meetperiode en/of voor een groep van landen. Het nut van een indicator wordt doorgaans beoordeeld op basis van een vergelijking van het aantal verkeerde met het aantal juiste signalen afkomstig van de indicator. In de literatuur zijn een aantal verschillende (en elkaar aanvullende) methoden gebruikt om afwijkingen in activaprijzen te voorspellen; twee ervan zijn recentelijk aangewend in ECB-studies. De eerste is de “signalerende” methode, waarin een signaal wordt afgegeven dat waarschuwt voor een hausse of baisse in een bepaalde periode telkens de gekozen indicator een grens overschrijdt. De tweede is de methode van de ‘discrete keuze’, waarin probit/logit regressietechnieken worden gebruikt om na te gaan in welke mate een indicator een hausse

<sup>1</sup> Voor meer informatie, zie het artikel “Asset price bubbles and monetary policy”, *Monthly Bulletin*, ECB, april 2005.

<sup>2</sup> Zie het artikel “Asset price bubbles and monetary policy revisited”, *Monthly Bulletin*, ECB, november 2010.



of een baisse kan voorspellen via een raming van de waarschijnlijkheid dat een dergelijke fase zich binnen een bepaald tijdsbestek voordoet. Een alarmsignaal wordt afgegeven wanneer die kans een bepaalde drempel overschrijdt.

### De rol van geld en krediet als “early warning”-indicatoren

Een cruciaal aspect van de werking van “early warning”-indicatoren is de keuze van indicatorvariabelen die, volgens een historisch gedragspatroon, een ongewoon gedrag vertonen vóór hausses en baisses. Geld- en kredietontwikkelingen zijn in dat opzicht opvallend, aangezien een aantal theoretische kanalen deze variabelen relateren aan de activaprijzen en, uiteindelijk, aan de consumptieprijzen. Om te beginnen, beïnvloeden de activaprijzen de geldvraag als onderdeel van een ruimer probleem inzake portefeuillebeheer, waarbij het rendement op verschillende activa de monetaire tegoeden beïnvloedt. Bovendien kunnen de kredietontwikkelingen worden beïnvloed door de dynamiek van de activaprijzen, inclusief die welke wordt teweeggebracht door middel van sommige zelfversterkende mechanismen. Tijdens hausses van de activaprijzen, bijvoorbeeld, verbeteren de balansposities van financiële en niet-financiële ondernemingen en stijgt het onderpand in waarde, waardoor de banken meer krediet kunnen verlenen om de investeringen van de bedrijven te financieren. De hefboomratio's van de banken nemen af naarmate de activaprijzen stijgen, waardoor de banken nieuwe schuldbewijzen kunnen uitgeven<sup>3</sup>. De door financiële en niet-financiële ondernemingen aangehouden additionele middelen kunnen deels worden belegd in fors duurder wordende activa, wat zou leiden tot verdere stijgingen van de activaprijzen. In dat verband kan ook de ‘financiële accelerator’ relevant zijn. In feite kunnen bedrijven en huishoudens in hun kredietopneming beperkingen ondervinden vanwege asymmetrische informatie op de kredietmarkten en, hoe lager hun nettovermogen, hoe strenger de beperkingen zullen zijn, aangezien er minder onderpand beschikbaar is om leningen te waarborgen<sup>4</sup>.

Tegelijkertijd kan de causaliteit ook in tegenovergestelde richting werken. Bijvoorbeeld, de stijgende vraag naar activa als gevolg van investeringsposities met een steeds sterkere hefboomwerking kan in een wereld met financiële wrijvingen de activaprijzen doen stijgen<sup>5</sup>. Voorts kunnen hoge niveaus van aangehouden gelden erop wijzen dat er grote hoeveelheden liquide middelen geïnvesteerd worden in instrumenten die een grotere opbrengst kunnen opleveren; dit zou dan een zeepbel kunnen aanwakkeren zodra een trend is ingezet en kudgedrag wordt vastgesteld. De onderliggende factor zou hier het streven kunnen zijn van niet-monetaire financiële intermediairs, andere dan verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, naar evenwichtig samengestelde portefeuilles: buitensporige bedragen aan liquide middelen op hun balansen zouden kunnen leiden tot de wens om hun portefeuilles te herschikken, waardoor het respectieve aandeel van andere activa zou toenemen. Een ander mogelijk verband tussen geld en krediet, enerzijds, en activaprijzen, anderzijds, is het kanaal van de risiconame van de monetairbeleidstransmissie. Terwijl lage rentetarieven gewoonlijk in verband worden gezien met een sterke geldgroei, vormen ze vaak blijkbaar ook de aanzet tot een versoepeling van de kredietcriteria, wat dan weer een groter hefboomeffect inzake investeringen mogelijk zou maken, waardoor de activaprijzen zouden kunnen worden opgedreven.

<sup>3</sup> Zie Adrian T. en H.S. Shin, “Liquidity and leverage”, *Staff Reports*, nr. 328, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

<sup>4</sup> Zie Bernanke B., M. Gertler en S. Gilchrist, “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, *NBER Working Paper Series*, nr. 6455, National Bureau of Economic Research, 1998.

<sup>5</sup> Zie Allen F. en D. Gale, “Bubbles and crises”, *Economic Journal*, vol. 110, 2000, blz. 236-255.

Beschouwt men de empirische patronen, dan blijkt er een sterke historische samenhang te bestaan tussen cyclische schommelingen op de activamarkten en grote bewegingen in monetaire en kredietaggregaten, vooral in periodes van ofwel: i) baisses in activaprijzen, of ii) hausses in activaprijzen die eindigen in financiële onrust<sup>6</sup>. Een standvastige bevinding in een aantal recente studies is dat verschillende maatstaven van buitensporige kredietschepping goede vooruitlopende indicatoren zijn van toenemende financiële onevenwichtigheden in de economie. Er zijn ook aanwijzingen dat geld over goede eigenschappen beschikt als indicator van hausses en baisses in activaprijzen, aangezien het een samenvattende indicator vormt van de balansen van banken<sup>7</sup>.

### Het voorspellen van een cyclische op- en neergang van de activaprijzen

ECB-medewerkers hebben in recente studies de totstandkoming geanalyseerd van hausses en baisses op activamarkten. Een studie, uitgevoerd door Alessi en Detken<sup>8</sup>, is gebaseerd op het gebruik van een ‘signalerende’ methode om (dure) hausses van de activaprijzen op te sporen, waarbij die hausses worden gedefinieerd als hausses gevolgd door een periode van drie jaar waarin de reële bbp-groei ten minste 3 procentpunt zwakker is dan de potentiële groei. Uit de resultaten blijkt dat voor dergelijke periodes de mondiale private kredietkloof en de mondiale M1-kloof de beste “early warning”-indicatoren zijn.

In twee andere studies, uitgevoerd door Gerdesmeier, Reimers en Roffia, worden probitmodellen gebruikt die de waarschijnlijkheid ramen van een hausse of een baisse van de activaprijzen in de komende twee jaar<sup>9</sup>. Een hausse (baisse) doet zich voor wanneer een samengestelde indicator van de activaprijzen (berekend als een gewogen gemiddelde van aandelen- en huizenprijsindices) boven (onder) een bepaalde drempel stijgt (daalt). De binaire variabele voor hausses/baisses krijgt dan een waarde van één toegewezen indien zich binnen de volgende acht kwartalen een hausse/baisse voordoet. Probitvergelijkingen worden getest voor een groep van 17 OESO-landen. De laatste specificatie voor hausses omvat zowel de kloof in de kredietgroei als de kloof in de stijging van de huizenprijzen en de investeringsquote, samen met wijzigingen in de aandelenmarkten en het reële bbp (waarbij de laatste twee in het geval van baisses worden vervangen door wijzigingen in de nominale lange rentes).

Deze resultaten kunnen worden gebruikt ter beoordeling van de mogelijke totstandkoming van hausses en baisses op de activamarkten van het eurogebied. Ten eerste lijken de recente ontwikkelingen in de mondiale kredietkloof, in de kloof tussen de groei van de binnenlandse kredietverlening en de stijging van de huizenprijzen, en in de investeringsquote geen bijzondere aanwijzing te bevatten van een aanstaande hausse of baisse binnen het eurogebied. Ten tweede

6 Zie Fisher I, *Booms and depressions*, Adelphi, New York, 1932; en Kindleberger C, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, New York, 1978. Voor aanvullende informatie over de gevolgen die een buitensporige kredietgroei kan hebben voor het ontstaan van zeepbellen, zie het vroege werk van de Oostenrijkse School.

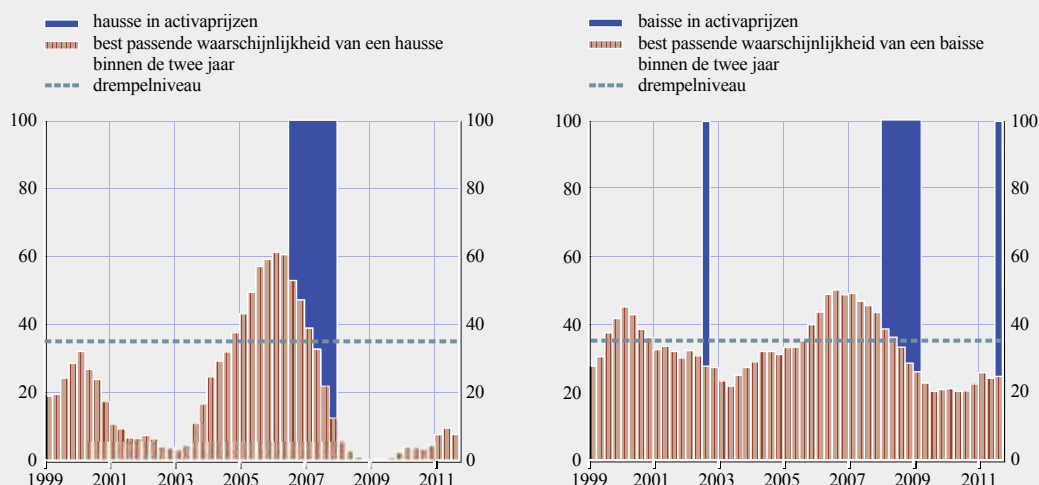
7 Zie “Lessons for monetary policy from asset price fluctuations”, hoofdstuk 3, *World Economic Outlook*, IMF, Washington DC, oktober 2009; Detken C. en F. Smets, “Asset price booms and monetary policy”, in Siebert H. (ed.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlijn, 2004; Adalid R. en C. Detken, “Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles”, *Working Paper Series*, nr. 732, ECB, 2007; Borio C. en P. Lowe, “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, *BIS Working Papers*, nr. 114, BIB, Bazel, juli 2002; en Helbling T. en M. Terrones, “When bubbles burst”, hoofdstuk 2, *World Economic Outlook*, IMF, Washington DC, april 2003.

8 Zie Alessi L. en C. Detken, “‘Real time’ early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity”, *Working Paper Series*, nr. 1039, ECB, 2009.

9 Zie Gerdesmeier D., H.-E. Reimers en B. Roffia, “Asset price misalignments and the role of money and credit”, *International Finance*, vol. 13, 2010, blz. 377-407; en Gerdesmeier D., H.-E. Reimers en B. Roffia, “Early warning indicators for asset price booms”, *Review of Economics & Finance*, vol. 3, 2011, blz. 1-20.

## Grafiek A Waarschijnlijkheid van een hausse of baisse van de activaprijzen in het eurogebied binnen de komende twee jaar

(in %)

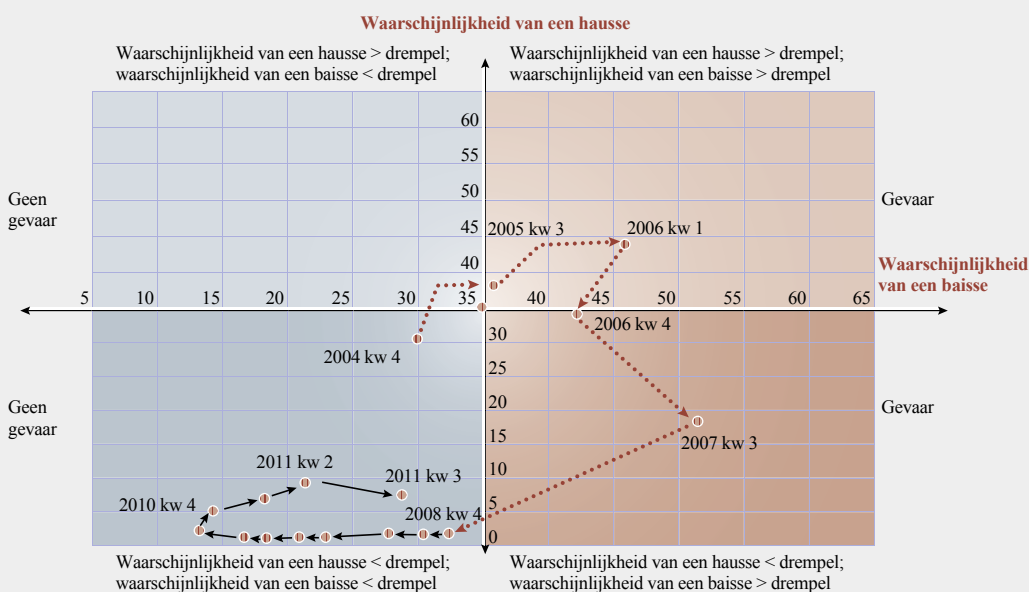


Bron: ECB (zie de publicaties waarnaar wordt verwezen in voetnoot 9).

worden de probitmodellen voor hausses en baisses geraamd aan de hand van de recentste beschikbare gegevens en wordt de best passende waarschijnlijkheid berekend (zie Grafiek A). De resultaten tonen aan dat de waarschijnlijkheid van een aanstaande baisse in het derde kwartaal van

## Grafiek B Beoordeling van het risico op hausses en baisses in het eurogebied

(in %)



Bron: Ramingen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: De berekening werd gemaakt voor elk kwartaal in real time in de periode waarvoor zwarte pijlen worden gebruikt, maar enkel voor geselecteerde kwartalen (in 'pseudo' real time) in de periode waarvoor rode stippellijnpijlen worden gebruikt.

2011 verder is toegenomen tot 28%, maar zij blijft wel onder de drempel van 35%. Tegelijkertijd blijft de waarschijnlijkheid van een aanstaande hausse, met ongeveer 10%, vrij laag.

Deze kwantitatieve informatie wordt ook in grafische vorm weergegeven (zie Grafiek B). De verticale en horizontale assen duiden de waarschijnlijkheid aan van respectievelijk hausses en baisses, waarbij de drempel van 35% de oorsprong vormt. De vier kwadranten geven de verschillende mogelijke combinaties weer in termen van waarschijnlijkheid van hausses en baisses. De huidige ontwikkelingen plaatsen het eurogebied nog steeds in het kwadrant links onderaan, waar de waarschijnlijkheid van een hausse of een baisse tijdens de komende twee jaar onder de respectieve drempels ligt. De waarschijnlijkheid van een baisse lijkt de afgelopen kwartalen te zijn toegenomen, waardoor zich een verschuiving voordoet naar de in het kwadrant rechts onderaan voorgestelde situatie.

### Algemene beoordeling

Over het algemeen tonen recente studies van ECB-medewerkers aan dat het mogelijk is “early warning”-indicatoren te identificeren voor individuele landen en landengroepen die vrij goed presteren. Deze studies bevestigen ook impliciet dat de hefboom een van de voornaamste indicatoren is om dure cyclische hausses en baisses in activaprijzen te voorspellen. De uit dergelijke indicatoren verkregen signalen moeten worden beschouwd als slechts één element binnen het door de beleidsmakers gebruikte informatiepakket om te beoordelen wat de risico’s zijn voor de macro-economische stabiliteit en, vervolgens, voor de prijsstabiliteit.

### TWAALFMAANDS GROEIEMPO VAN KREDIETVERLENING AAN PRIVATE SECTOR VERTRAAGT

Wat de tegenposten van M3 betreft, zwakte het jaar-op-jaar groeitempo van de kredietverlening door MFI’s aan ingezetenen van het eurogebied af van 3,4% in december 2010 tot 1,4% in december 2011 (zie Grafiek 9). Dit was het gevolg van een sterke vertraging in het jaar-op-jaar groeitempo van de kredietverlening aan de overheid en een matiging van het jaar-op-jaar groeitempo van de kredietverlening aan de private sector. De daling van het twaalfmaands groeitempo van de kredietverlening aan de overheid was toe te schrijven aan het verloop van de leningen, waarvan het jaar-op-jaar groeitempo gedurende het grootste gedeelte van 2011 geleidelijk verzwakte en in het vierde kwartaal van het jaar duidelijk negatief werd, hoofdzakelijk als gevolg van een aanzienlijk basiseffect (met betrekking tot de overdracht van activa naar een *bad bank* regeling in oktober 2010)<sup>2</sup>. Daarentegen lag het jaar-op-jaar groeitempo van de schuldbewijzen aan het

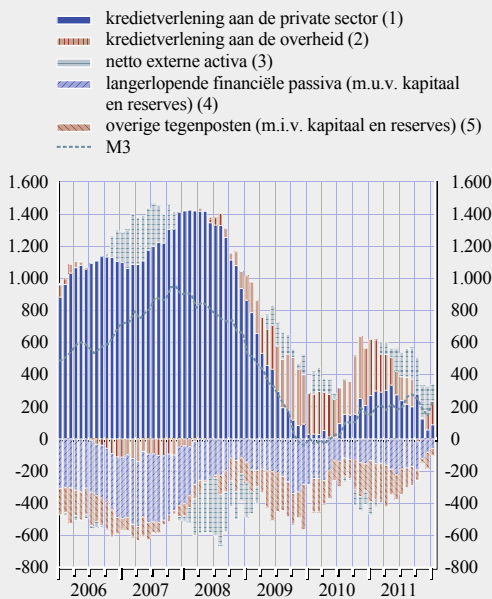
einde van het jaar iets boven het eind 2010 opgetekende niveau, dit als gevolg van positieve stromen in de tweede helft van het jaar. Die instromen hadden echter zogoed als integraal te maken met de op grond van het programma voor de effectenmarkten verrichte aankopen van overheidseffecten. De posities in dergelijke effecten van MFI’s met uitzondering van het Eurosysteem, daarentegen, bleven nagenoeg ongewijzigd.

Het groeiprofiel van de kredietverlening aan de private sector weerspiegelt dat van de leningen, die de hoofdcomponent van dit aggregaat uitmaken. Het jaar-op-jaar groeitempo van de kredietverlening (dat vertraagde van 1,6% in december 2010 tot 0,4% in december 2011) bleef echter licht onder dat van de leningen aan de private sector, dit als gevolg van een negatieve groei op jaarbasis van de door MFI’s

<sup>2</sup> Voor meer informatie, zie het Kader “Revisiting the impact of asset transfers to ‘bad banks’ on MFI credit to the euro area private sector”, *Monthly Bulletin*, ECB, januari 2011.

### Grafiek 9 Tegenposten van M3

(twaalfmaands stromen; in € miljard; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

Toelichting: M3 is enkel als referentie opgenomen ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ). De langerlopende financiële passiva (m.u.v. kapitaal en reserves) zijn met een tegengesteld teken weergegeven, omdat zij passiva van de MFI-sector zijn.

aangehouden i) schuldbewijzen van de private sector, met uitzondering van aandelen, alsook de ii) aandelen en overige deelnemingen. De teruggang van deze door MFI's aangehouden instrumenten kan het gevolg zijn van de afbouw van de schuldenlast door MFI's in het eurogebied door middel van de vermindering van de meer risicovolle activa die deze aanhielden, en van een geringere effectiveringsactiviteit.

Het jaar-op-jaar groeitempo van de MFI-leningen aan de private sector (gecorrigeerd voor verkopen en effectivering) liep tegen het einde van 2011 duidelijk terug (tot 1,2% in december ten opzichte van 2,4% in december 2010), nadat het zich gedurende het grootste gedeelte van het jaar boven 2,5% had bevonden (zie Grafiek 6). Dit profiel strookt met het verloop van de economische bedrijvigheid en met de ontwikkelingen op de financiële markten in de loop van 2011, hoewel

de daling – die zich integraal in de laatste twee maanden van het jaar voordeed, voornamelijk in december – in hoofdzaak geconcentreerd was bij de leningen aan niet-financiële vennootschappen. Desondanks bleef de stroom van leningen aan de niet-financiële private sector (dat zijn huishoudens en niet-financiële vennootschappen) de stuwende kracht achter de stroom op jaarbasis van leningen aan de private sector. Leningen aan OFI's namen in 2011 verder toe in procenten van de totale MFI-leningen aan de private sector. Net als in 2010 was dit hoofdzakelijk een gevolg van de toegenomen voorkeur van de MFI's voor via CTP's verrichte gewaarborgde interbancaire transacties. Zoals bij de monetaire aggregaten resulteerde de volatiliteit die eigen is aan dit type transactie in een grotere volatiliteit, zowel van de leningen aan OFI's als – op basis van het aandeel van dergelijke leningen in elke afzonderlijke reeks – van andere kredietaggregaten.

Wat de leningen aan de niet-financiële private sector betreft, bleef het jaar-op-jaar groeitempo van de leningen aan huishoudens (gecorrigeerd voor verkopen en effectivering) voor december 2010 3,1% beliep, in de eerste helft van 2011 vrijwel ongewijzigd. Vervolgens liet het in de tweede helft van het jaar een geleidelijke vertraging optekenen tot 1,9% in december 2011. Dit strookte grotendeels met de vertraging van de economische bedrijvigheid en met de verslechterende vooruitzichten voor de huizenmarkt, hoewel ook aanbodfactoren een rol speelden. (Voor meer informatie over leningen aan huishoudens, zie de paragraaf over de kredietopneming door huishoudens verderop in dit hoofdstuk). Het jaar-op-jaar groeitempo van de leningen aan niet-financiële vennootschappen (gecorrigeerd voor verkopen en effectivering) beliep eind 2011 1,2%, iets hoger dan de 1,0% in december 2010. Hierachter ging evenwel een gematigd bultvormig groeiprofiel schuil, dat naar het einde van het jaar toe scheef trok als gevolg van opvallende maand-op-maand nettoaflossingen in november en – vooral – in december. Het verzwakkend economisch klimaat en de verslechterde verwachtingen van de producenten waren de belangrijkste

factoren ter verklaring van het betrekkelijk bescheiden niveau van de kredietopname door bedrijven in 2011. Ook andere factoren kunnen hier evenwel hebben meegespeeld. Aan de vraagzijde bleef de schuldenlast van de ondernemingen, historisch beschouwd, relatief hoog. In een poging hun schuldniveau onder controle te houden, zullen ondernemingen hebben gearzeld om extra leningen aan te gaan en zullen ze in de plaats daarvan meer gebruik hebben gemaakt van intern beschikbare middelen. De ontwikkelingen in de door niet-financiële vennootschappen aangehouden M3-deposito's bevestigden deze visie. Aan de aanbodzijde werd de door kredietinstellingen van het eurogebied ervaren financieringsdruk in de tweede helft van 2011 opmerkelijk zwaarder en in de laatste twee maanden van het jaar nam hij nog toe door de verscherping van de overheidsschuldencrisis en door de hogere ramingen van hun tekort aan kapitaal. Hoewel er een zekere heterogeniteit was tussen de landen, toonden de gegevens voor januari 2012 al met al aan dat de in december 2011 opgetekende forse nettoaflossingen van leningen niet aanhielden.

Bij de overige tegenposten van M3 vertraagde het jaar-op-jaar groeitempo van de door de geldaanhoudende sector aangehouden langerlopende financiële passiva van de MFI's

(ongerekend kapitaal en reserves) van 3,1% eind 2010 tot 1,6% in december 2011. Het vertoonde in de loop van het jaar een soortgelijk patroon als dat van de leningen aan de private sector. De uitgifte van langerlopende effecten bleef relatief beperkt en zwakte tegen het einde van 2011 af als gevolg van de door de kredietinstellingen van het eurogebied ervaren financieringsdruk.

Ten slotte nam de netto externe activapositie van de MFI's van het eurogebied in 2011 met €162 miljard toe, na een inkrimping met €85 miljard in 2010. De toename deed zich grotendeels voor in de eerste helft van het jaar, met positieve instromen voor activa en kleinere uitstromen voor passiva. In de tweede helft van het jaar verminderden de MFI's hun externe passiva in een sneller tempo, wat werd gecompenseerd door een vergelijkbare vermindering van de externe activa. Dit was deels het gevolg van de terugtrekking van deposito's door niet-ingezetenen, alsook van de portefeuilleherschikking naar activa van buiten het eurogebied door institutionele beleggers. In 2011 speelde de netto externe activapositie van de MFI's in het eurogebied een cruciale rol als tegenpost voor de veranderingen in M3, vooral in de tweede helft van het jaar. (Voor meer informatie, zie Kader 3).

### Kader 3

#### RECENTE ONTWIKKELINGEN IN DE FINANCIËLE REKENING VAN HET EUROGEBIED

De nettokapitaalinstroom op de financiële rekening van het eurogebied nam in de twaalf maanden tot en met december 2011 toe. De belangrijkste motor was de nettokapitaalinstroom uit hoofde van directe investeringen en effectenverkeer, die toenam tot €223,7 miljard, tegen €98,1 miljard een jaar eerder. Dit was het resultaat van de grotere netto-instroom uit hoofde van het effectenverkeer die slechts ten dele werd gecompenseerd door de iets omvangrijker netto-uitstroom uit hoofde van buitenlandse directe investeringen. Tegelijkertijd nam de netto-uitstroom in overige financiële transacties toe.

De driemaandelijke ontwikkelingen in het effectenverkeer waren relatief volatiel, met abrupte veranderingen in het marktsentiment en het beleggingsgedrag. Meer specifiek liet de netto-instroom uit hoofde van effectenverkeer in de eerste helft van 2011 een aanzienlijke stijging

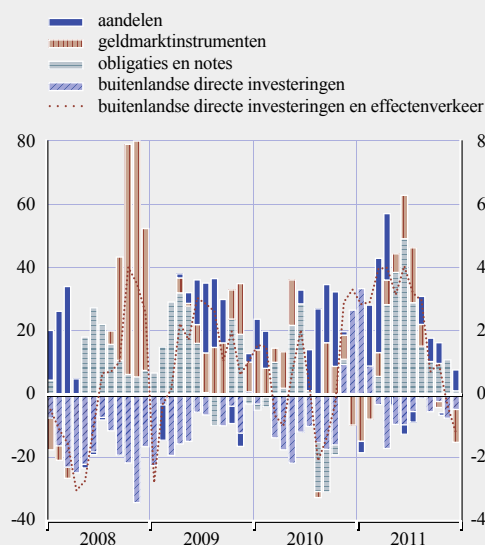
optekenen. In het eerste kwartaal was deze toename vooral het gevolg van omvangrijker aankopen van in het eurogebied uitgegeven aandelen door buitenlandse beleggers en geringere beleggingen in buitenlandse aandelen door beleggers uit het eurogebied. De netto-instroom in schuldbewijzen bleef stabiel. In het tweede kwartaal van 2011, daarentegen, was de hogere netto-instroom uit hoofde van effectenverkeer vooral toe te schrijven aan aanzienlijke aankopen, door buitenlandse beleggers, van in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en, zij het in geringere mate, aan een matiging van de beleggingen in buitenlandse schuldbewijzen door beleggers uit het eurogebied (zie grafiek). De buitenlandse vraag naar schuldbewijzen die werden uitgegeven door de niet tot de MFI's behorende sectoren van sommige landen van het eurogebied was relatief robuust, wat lijkt te wijzen op een vlucht naar veiligheid tegen de achtergrond van dalende mondiale groeiverwachtingen. Tegelijkertijd deden buitenlandse beleggers in het eurogebied uitgegeven aandelen van de hand. Al met al lijken deze ontwikkelingen erop te wijzen dat buitenlandse beleggers hun portefeuilles herschikten door hun blootstelling aan aandelen terug te schroeven en hun beleggingen in zeer liquide en hoogwaardige schuldbewijzen op te voeren.

Aangezien deze netto-instroom uit hoofde van effectenverkeer in het eurogebied grotendeels bestaat uit transacties met de niet-MFI-sector, leverde deze instroom een positieve bijdrage tot de beschikbare liquiditeit in het eurogebied, zoals kan worden afgeleid uit de netto externe vermogenspositie van de MFI's<sup>1</sup>.

In de tweede helft van 2011 nam de netto-instroom uit hoofde van schuldbewijzen aanzienlijk af in het derde kwartaal; in het vierde kwartaal sloeg hij om in een netto-uitstroom, terwijl in beide kwartalen netto-instromen in aandelen werden opgetekend. Het effectenverkeer gaf een wederzijdse desinvestering te zien, waarin buitenlandse beleggers nettoverkopers werden van effecten van het eurogebied en beleggers in het eurogebied nettoverkopers van buitenlandse effecten. De verder oplopende spanningen op de financiële markten en de toegenomen bezorgdheid over de overheidsschuldencrisis creëerden een verhoogde risicoaversie. Deze lijkt op haar beurt te hebben geleid tot een 'thuisvoorkeur' bij de beleggers en tot een vlucht naar veiligheid. Bij de beleggers in het eurogebied verhoogde de MFI-sector zijn nettoverkopen van buitenlandse effecten, wat strookt met de aanhoudende inspanningen tot herstructurering van de balansen. Deze stijging van de nettoverkopen kan ook een manier zijn geweest om middelen

### Belangrijkste posten van de financiële rekening

(nettoinstromen; in € miljard; driemaands voortschrijdende gemiddelden; maandgegevens)



Bron: ECB.  
Toelichting: De meest recente waarneming dateert van december 2011.

<sup>1</sup> Voor zover transacties van de geldaanhoudende sector worden afgehandeld via ingezeten banken, komen deze tot uiting in de externe activa en passiva van de bancaire sector – een van de tegenposten van M3. De geldaanhoudende sector bestaat uit huishoudens, niet-financiële vennootschappen, niet-monetaire financiële intermediairs en overheden ongerekend centrale overheden. Voor meer informatie over de monetaire opstelling van de betalingsbalans, zie Bê Duc L., F. Mayerlen en P. Sola "The monetary presentation of the euro area balance of payments", *Occasional Paper Series*, nr. 96, ECB, september 2008. Zie ook het artikel "The external dimension of monetary analysis", *Monthly Bulletin*, ECB, augustus 2008.

vrij te maken tegen de achtergrond van nettoverkopen van MFI-effecten uit het eurogebied door buitenlandse beleggers. De inkrimping was bijzonder sterk voor schuldbewijzen – zowel obligaties als geldmarktinstrumenten –, wat een omslag betekende ten opzichte van de eerdere patronen inzake buitenlandse investeringen.

#### **GELDMARKTVOORWAARDEN BEÏNVLOED DOOR NIEUWE SPANNINGEN OP DE MARKTEN VOOR OVERHEIDSobligaties IN HET EUROGEBIED**

In de eerste helft van 2011 gingen de voorwaarden op de geldmarkten in het eurogebied tijdelijk verbeteren, wat leidde tot een geleidelijke verkleining van het liquiditeitsoverschot (afgemeten aan de bij het Eurosysteem geplaatste volumes). Hierop volgde in de tweede helft van 2011 echter een forse verslechtering, die te wijten was aan de verscherping van de overheidsschuldencrisis. Nieuwe spanningen op de markten voor overheidsobligaties in bepaalde landen van het eurogebied in augustus 2011 leidden tot een stijging van het gepercipieerde liquiditeits- en kredietrisico, met ongunstige effecten op het transmissiemechanisme van het monetair

beleid. Om het slecht functioneren van de effectenmarkten te verhelpen en om opnieuw een naar behoren werkend transmissiemechanisme van het monetair beleid tot stand te brengen, reactiveerde het Eurosysteem zijn programma voor de effectenmarkten en breidde het zijn pakket van niet-conventionele maatregelen uit. In Kader 1 worden de niet-conventionele maatregelen beschreven waar in 2011 een beroep op werd gedaan, en die cruciaal waren om een eventuele besmetting naar de geldmarktrentes in te dijken. In Kader 4 wordt aangetoond op welke manier, als de geldmarkt niet naar behoren functioneert, het voorzien in de liquiditeitsbehoeften van de banken door het Eurosysteem wordt weerspiegeld in de accumulatie, door de NCB's, van grote posities in het betalingssysteem TARGET2.

#### **Kader 4**

#### **TARGET2-SALDI IN HET EUROSYSTEEM IN EEN CONTEXT VAN GEBREKKIG FUNCTIONERENDE GELDMARKTEN**

Als een bank via het betalingssysteem TARGET2<sup>1</sup> een betaling doet aan een bank in een ander land, wordt de transactie verrekend in centralebankgeld, waardoor het saldo op de rekening van de banken bij hun respectieve centrale bank wordt gewijzigd. De verrekening van dergelijke grensoverschrijdende betalingen tussen banken in het eurogebied in TARGET2 resulteert dan ook in saldi binnen het Eurosysteem. Deze posities worden automatisch geaggregeerd en aan het einde van iedere dag gesaldeerd op het niveau van het Eurosysteem, wat resulteert in één netto bilaterale positie van elke NCB ten opzichte van de ECB. Bijgevolg hebben sommige NCB's ten opzichte van de ECB een TARGET2-vordering en andere een TARGET2-verplichting.

Vóór de financiële en overheidsschuldencrisis waren de TARGET2-vorderingen en -verplichtingen van de NCB's relatief stabiel. Dat was zo omdat de grensoverschrijdende betalingsstromen tussen de landen van het eurogebied doorgaans zogoed als in evenwicht waren. Het bankstelsel van een land kon de betalingsuitstroom als gevolg van de netto-invoer

<sup>1</sup> TARGET2 is het realtime brutoverrekeningssysteem van het Eurosysteem (zie Paragraaf 2 van Hoofdstuk 2). Het stelt commerciële banken in Europa in staat hun betalingstransacties in euro uit te voeren op een gedeeld platform en het wordt gebruikt om centralebanktransacties in het eurogebied te verrekenen.



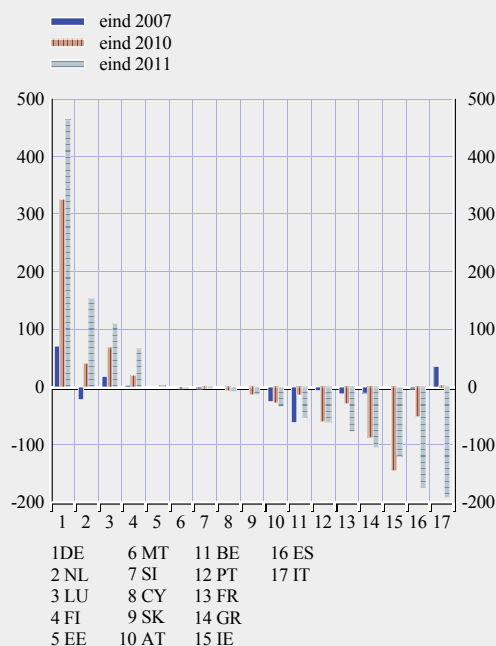
van goederen en diensten of de aankoop van activa van andere landen van het eurogebied compenseren met instromen, onder meer door op de grensoverschrijdende interbancaire markt middelen op te halen.

Door de crisis zijn de TARGET2-verplichtingen van een aantal NCB's aanzienlijk toegenomen (zie Grafiek A). Dat komt doordat het bankstelsel in die landen geconfronteerd werd met een betalingsuitstroom in euro die niet werd gecompenseerd door een betalingsinstroom in euro, zelfs niet als rekening wordt gehouden met de instroom van overheidsgeld (inclusief in de vorm van EU-IMF-leningen, die uiteindelijk in het bankwezen terechtkomen). Dit was het geval voor Ierland, Griekenland en Portugal en meer recentelijk ook voor andere landen. De toegang tot de interbancaire geldmarkt is drastisch verslechterd en de grensoverschrijdende leningen aan sommige bankstelsels zijn opgedroogd, terwijl eerder aangegane leningen moeten worden afgelost. Bovendien zijn de financieringsproblemen van de banken in sommige landen verscherpt door het terugtrekken van retaildeposito's door de private sector.

Het geld dat een bank kan gebruiken om een betaling te verrichten, moet evenwel worden gecompenseerd met een instroom. In een omgeving van gebrekkig functionerende interbancaire geldmarkten en de als reactie daarop door de ECB ten uitvoer gelegde niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, is de compensatie afkomstig van centrale-bankliquiditeit: een bank kan van haar centrale bank lenen op voorwaarde dat ze over toereikend onderpand beschikt. Dit leidde tot een uitzonderlijke toename van de liquiditeitsverschaffing door het Eurosysteem tijdens de crisis (zie Grafiek B). De onevenwichtige grensoverschrijdende betalingsstromen impliceren dat de bankstelsels in sommige landen meer centralebankliquiditeit nodig hebben dan in de landen waar er instroom vanuit de

**Grafiek A TARGET2-saldi van de NCB's van het eurogebied**

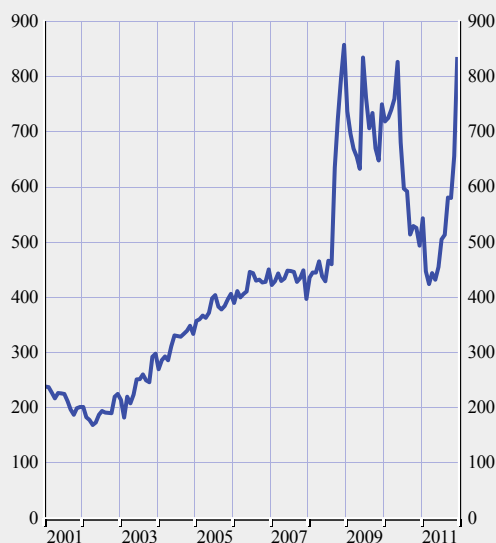
(in € miljard)



Bron: NCB's.

**Grafiek B Liquiditeitsvoorziening ten behoeve van monetairbeleidstransacties van het Eurosysteem met tegenpartijen van het eurogebied**

(in € miljard; eindmaandgegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming dateert van eind december 2011.

### Grafiek C Gestileerde balansen van NCB's met negatieve, positieve en neutrale TARGET2-saldi

NCB met een negatief TARGET2-saldo		NCB met een positief TARGET2-saldo		NCB met een neutraal TARGET2-saldo	
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Krediettransacties	Bankbiljetten	Krediettransacties	Bankbiljetten	Krediettransacties	Bankbiljetten
	Rekeningen-courant en deposito's	TARGET2-vordering	Rekeningen-courant en deposito's		Rekeningen-courant en deposito's
Overige (m.i.v. financiële activa)	TARGET2-verplichting		Overige (m.i.v. financiële activa)	Overige	Overige (m.i.v. financiële activa)
	Overige				

Bron: ECB.

Toelichting: Dit zijn gestileerde schema's van de balansen van de NCB's die geen effectieve gegevens weergeven.

De categorie 'Overige' op de actiefzijde omvat met name financiële activa, goudreserves en potentiële vorderingen binnen het Eurosysteem die verband houden met een geringere emissie van bankbiljetten in verhouding tot het aandeel van de NCB in het kapitaal van de ECB.

Op de passiefzijde stemt de post 'Bankbiljetten' overeen met bankbiljetten in omloop (in verhouding tot het aandeel van de NCB in het kapitaal van de ECB). De categorie Rekeningen-courant en deposito's omvat de liquide tegoeden van de banken op rekeningen-courant bij hun respectieve NCB, die in hoofdzaak worden aangehouden om te voldoen aan de reserveverplichtingen, alsook de deposito's van de banken in de depositofaciliteit en in de vorm van termijndeposito's aangehouden liquiditeiten. De categorie 'Overige' bestaat uit kapitaal en reserves, voorzieningen en herwaarderingsrekeningen, en overige verplichtingen (m.i.v. verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, zoals overheidsdeposito's en verplichtingen binnen het Eurosysteem die verband houden met een hogere emissie van bankbiljetten in verhouding tot het aandeel van de NCB in het kapitaal van de ECB, die alleen in het middelste deel aanzienlijk zijn).

commerciële banken is. Dit heeft tot gevolg dat de liquiditeitsverschaffing in het Eurosysteem ongelijkmatig verdeeld is: sommige NCB's verschaffen per saldo meer liquiditeit dan andere (in verhouding tot de omvang van het bankstelsel in hun land). De NCB's die meer liquiditeit in nettotermen verschaffen, zijn dus ook die welke TARGET2-verplichtingen hebben ten opzichte van de ECB. Omgekeerd hebben de NCB's die minder liquiditeit in nettotermen verschaffen, ook TARGET2-vorderingen ten opzichte van de ECB (zie Grafiek C): hun bankstelsels laten een nettobetalinginstroom optekenen vanuit de overige landen van het eurogebied. De verschaffing van centralebankliquiditeit aan deze bankstelsels is niet beperkt; de TARGET2-vordering is integendeel een bewijs van de ruime beschikbaarheid van bankliquiditeit in deze stelsels.

De sterke toename, tijdens de financiële crisis, van de TARGET2-verplichtingen van de NCB's van een aantal landen is derhalve het resultaat van de financieringsproblemen in de bankstelsels van die landen en het voorzien, door het Eurosysteem, in de daaruit voortvloeiende liquiditeitsbehoeften. Het zeer hoge peil van de netto grensoverschrijdende betalingsstromen is op zijn beurt het gevolg van de uitzonderlijke liquiditeitssteun van het Eurosysteem om de effectiviteit van het gemeenschappelijk monetair beleid te verzekeren. Het waarborgen van de toegang tot liquiditeit voor solvabele banken is een van de speerpunten van de niet-conventionele maatregelen van het Eurosysteem (zie Kader 1). Dit draagt bij tot de effectieve monetairbeleidstransmissie naar de ruimere economie van het eurogebied en, zodoende, tot het behoud van de prijsstabiliteit op middellange termijn in het eurogebied.

In de Monetaire Unie is het risico voor de centrale banken van het Eurosysteem (dat zijn de ECB en de NCB's van het Eurosysteem) verbonden aan de uitvoering van de monetairbeleidstransacties als dusdanig en niet aan de daaruit voortvloeiende TARGET2-saldi. Bij de uitvoering van het monetair beleid is een centrale bank steeds blootgesteld aan een tegenpartijrisico. Dit risico wordt echter getemperd door een risicobeheersingskader dat, voor de verschaffing van centralebankliquiditeit aan de banken, het gebruik omvat van toereikend onderpand, gewaardeerd tegen marktprijzen en onderworpen aan surpluspercentages. Naast het feit dat de banken onderpand moeten voorleggen, blijven ze volledig verantwoordelijk voor de leningen die ze van

het Eurosysteem ontvangen (zie Paragraaf 1 van Hoofdstuk 2). Het resterende risico dat ondanks de risicobeheersingsmaatregelen kan ontstaan, wordt doorgaans gedeeld door de NCB's van het eurogebied, in overeenstemming met hun respectief aandeel in het kapitaal van de ECB en het houdt geen verband met de TARGET2-posities van afzonderlijke centrale banken.

De vorderingen of verplichtingen in verband met TARGET2 worden regelmatig door alle centrale banken van het Eurosysteem gepubliceerd als onderdeel van hun balans. In de geconsolideerde balans van het Eurosysteem komen de saldi binnen het Eurosysteem (zoals die in verband met TARGET2) niet voor, aangezien de som ervan gelijk is aan nul. De sommen van de TARGET2-verplichtingen en de TARGET2-vorderingen van de NCB's van het eurogebied worden evenwel gedocumenteerd in Paragraaf 6.2 van de "Toelichting op de balans".

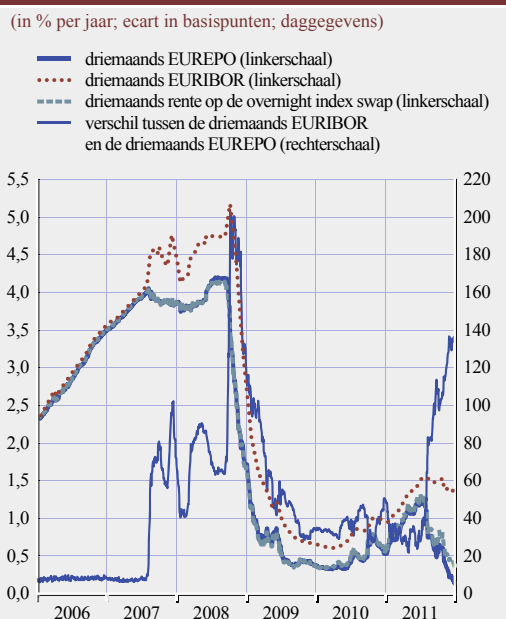
Grafiek 10 toont, voor 2011, de ontwikkelingen in een niet-gewaarborgd rentetarief (de driemaands EURIBOR) en in gewaarborgde rentetarieven (de driemaands EUREPO en rente op daggeldrenteswaps). Alle geldmarktrentes namen tijdens de eerste helft van het jaar gestaag toe. Toen de spanningen op de markten voor overheidsschuld in het eurogebied in de tweede helft van 2011 opnieuw opliepen, werd het verschil tussen gewaarborgde en niet-gewaarborgde geldmarktrentetarieven opnieuw veel groter. Het verhoogde tegen-

partijrisico en het feit dat de bedrijvigheid op de termijngeldmarkt beperkt bleef, waren de meest waarschijnlijke verklaringen voor deze ontwikkelingen.

Wat de zeer kortlopende geldmarktrentes betreft, vloeide het verloop van de EONIA in 2011 hoofdzakelijk voort uit het feit dat het Eurosysteem doorging met de overvloedige liquiditeitssteun die het sinds oktober 2008 aan de banken van het eurogebied verleende. In april en juli verhoogde de Raad van Bestuur van de ECB de basisrentetarieven van de ECB met in totaal 50 basispunten. Toen het liquiditeitsoverschot in de eerste helft van het jaar verkleinde, kwam de EONIA dichterbij de buurt van de rente op de basisherfinancieringstransacties. Het verloop ervan was echter enigszins volatiel (zie Grafiek 11). Naarmate de niveaus van het liquiditeitsoverschot daalden, volgde de EONIA – net als in de tweede helft van 2010 – een meer uitgesproken patroon binnen elke afzonderlijke aanhoudingsperiode, waarbij ze zich aan het begin van de aanhoudingsperiode op een hoger niveau bevond en ze tegen het einde van de periode geleidelijk terugliep. Dit patroon wordt algemeen toegeschreven aan de voorkeur van de banken om bij het begin van de aanhoudingsperiode aan de reserveverplichtingen te voldoen. Dit gedrag werd vastgesteld sinds de aanvang van de onrust in augustus 2007.

In de tweede helft van het jaar, toen de banken onder invloed van de opnieuw oploeiende overheidsschuldencrisis in

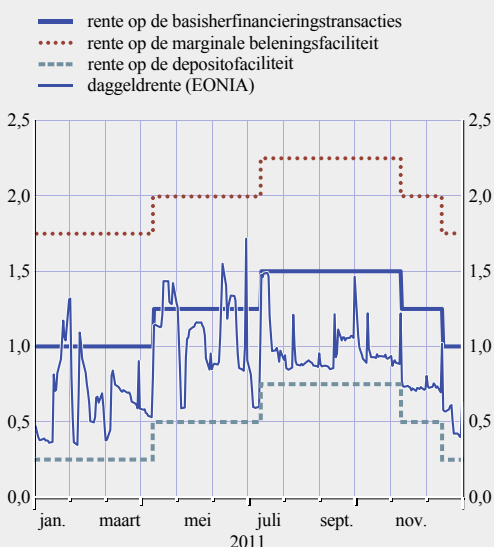
**Grafiek 10 Driemaands EUREPO, EURIBOR en rente op de overnight index swap**



Bronnen: ECB, Bloomberg en Thomson Reuters.

### Grafiek 11 ECB-rentetarieven en daggeldrente

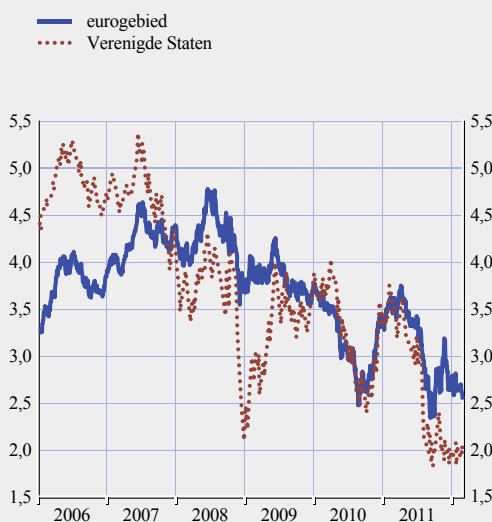
(in % per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB, Bloomberg en Thomson Reuters.

### Grafiek 12 Rendementen op tienjaars overheidsobligaties

(in % per jaar; daggegevens: 1 januari 2006 tot 2 maart 2012)



Bronnen: Thomson Reuters en ECB.

Toelichting: Het tienjaars rendement van het eurogebied omvat alleen landen die van Fitch een AAA-rating hebben gekregen.

het eurogebied weer op zoek gingen naar grote bedragen aan liquiditeiten, bleef de EONIA duidelijk onder de vaste rente op de basisherfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties van het Eurosysteem, en in de buurt van de rente op de depositofaciliteit. De Raad van Bestuur besloot de basisrentetarieven van de ECB zowel in november als in december met 25 basispunten te verlagen. In de loop van 2011 werden occasionele pieken in de EONIA opgetekend aan het einde van de aanhoudingsperiodes en aan het einde van de periodes van thesauriebeheer (bv. aan het einde van het jaar).

#### OPLOPENDE SPANNINGEN OP DE OVERHEIDSOBLIGATIEMARKTEN VAN HET EUROGEBIED IN 2011

De rendementen op langlopende overheidsobligaties met een AAA-rating liepen in 2011 algemeen terug, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten. Begin januari bedroegen ze in beide regio's nog zowat 3,3%, maar tegen eind december daalden ze tot 2,0% in de

Verenigde Staten en 2,6% in het eurogebied (zie Grafiek 12).

In de eerste drie kwartalen van 2011 vertoonden de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten een vergelijkbaar verloop, waarmee een tendens werd voortgezet die omstreeks medio 2010 had ingezet. In de rest van het jaar liepen de rendementen in de twee gebieden echter uiteen, voornamelijk omdat ze in het eurogebied beïnvloed werden door snelle schommelingen in het marktsentiment, die op hun beurt hoofdzakelijk verband hielden met ontwikkelingen in de overheidsschuldencrisis.

Het verloop van de rendementen op overheidsobligaties in 2011 kan in twee fases worden ingedeeld. Onder invloed van economische gegevens die bleven wijzen op een stevig economisch herstel, gingen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten in januari en februari omhoog. In het eurogebied werden ze extra ondersteund

door het marktsentiment, dat de verbeterde omstandigheden weerspiegelde op de markten voor overheidsschuld van landen die met budgettaire spanningen kampten als gevolg van de verwachte uitbreiding van de reikwijdte en omvang van de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS). In de Verenigde Staten trokken de markten voor overheidsobligaties extra profijt van de belastingplannen die de Amerikaanse regering in december 2010 had aangekondigd.

De tweede fase ving aan in maart, toen de opwaartse tendens van de rendementen op overheidsobligaties zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten stilviel en plaats maakte voor een langdurige periode van daling. De ommekeer in de tendens werd veroorzaakt door politieke spanningen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, en door de aardbeving in Japan. Deze factoren leidden tot een algemene vlucht naar veiligheid met beleggingsstromen naar, vooral, activa in VS-dollar en in euro. De daling van de rendementen had ook voor een deel te maken met een minder positieve beoordeling van de groei in de Verenigde Staten, op een ogenblik dat China zijn monetair beleid verkrapte en de grondstoffenprijzen terugliepen, wat marktdeelnemers associeerden met tekenen van een vertraging in de wereldeconomie. In het eurogebied deden, tegen de achtergrond van hoge liquiditeitspremies, de opnieuw oplopende spanningen op de markten voor overheidsschuld en de toenemende bezorgdheid over een mogelijke herstructurering van de Griekse overheidsschuld de rendementen in landen met een AAA-rating dalen.

Vanaf juli verspreidde de overheidsschuldencrisis in het eurogebied zich buiten de kleinere economieën en werden ook sommige grote landen getroffen. Hierdoor liepen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties met een AAA-rating verder terug, nadat de aankopen van obligaties fors waren toegenomen in het licht van de vlucht naar veiligheid. Hoewel de ratingverlaging van de VS-overheidsschuld door één van de drie grote ratingbureaus, alsook het

debat over het overheidsschuldenplafond in de VS de marktonzekerheid begin augustus deden toenemen, bleven de rendementen dalen tegen de achtergrond van de vlucht naar veiligheid, vermits nieuwe gegevens gewag maakten van verzwakkende economische vooruitzichten en de markten het toekomstig beloop van de korte rente bijstelden.

In het laatste kwartaal van het jaar namen de rendementen op in het eurogebied uitgegeven tienjaars overheidsobligaties met een AAA-rating gematigd toe tot ze eind november een hoogtepunt bereikten van iets meer dan 3%; vervolgens namen ze echter af tot ongeveer 2,7% omstreeks het einde van het jaar. In de Verenigde Staten, daarentegen, liepen de rendementen op overeenkomstige obligaties verder terug met ongeveer 20 basispunten tot 2%, een gevolg van de aanhoudend sterke voorkeur van internationale beleggers voor in VS-dollar luidende activa en de aankondiging van het Federal Open Market Committee dat het de gemiddelde looptijd van zijn aangehouden overheidsobligaties zou verlengen. De stijging van de rendementen op in het eurogebied uitgegeven obligaties met een AAA-rating in het vierde kwartaal van 2011 kan worden toegeschreven aan de ongelijke dynamiek van afzonderlijke landen van het eurogebied met een AAA-rating. Gedurende de eerste drie kwartalen van 2011 vertoonden de rendementen op Duitse en Franse overheidsobligaties een nagenoeg gelijk verloop, maar in oktober begonnen ze van elkaar af te wijken, wat getuigde van de toenemende verschillen in de beoordeling van het landenrisico. Dit was vooral merkbaar in de eerste helft van november, toen de rendementen op Duitse obligaties bleven dalen, in overeenstemming met de ontwikkelingen in de Verenigde Staten, terwijl de rendementen op Franse obligaties aanzienlijk stegen.

Een belangrijk kenmerk van de markten voor overheidsobligaties in het eurogebied in 2011 was de uiteenlopende ontwikkeling van de rendementen in de verschillende landen, dit als gevolg van hun respectieve kredietrating of

van de beoordeling, door de markten, van de budgettaire fundamentals van de afzonderlijke landen. Dalende langetermijnrendementen in sommige landen van het eurogebied met een AAA-rating en stijgende rendementen in landen van het eurogebied met een lagere rating zouden in het algemeen kunnen worden beschouwd als een indicatie dat de risicokloof

tussen de twee groepen landen in de ogen van de beleggers breder werd. Het positief parallel beloop van de premies voor *credit default swaps* (CDS's) op de overheidsschuld in alle landen van het eurogebied geeft echter aan dat de overheidsschuld van het hele eurogebied als risicovoller werd beoordeeld, zij het in verschillende mate (zie Kader 5).

## Kader 5

### ONRUST OP DE MARKTEN VOOR OVERHEIDSSCHULD IN HET EUROGEBIED EN OVERLOOPEFFECTEN NAAR DE FINANCIËLE SECTOR IN 2011

Na de invoering van de euro in 1999 vertoonden de rendementen op de markten voor langlopende overheidsschuld een vrijwel gelijk verloop in de verschillende landen van het eurogebied en, algemeen beschouwd, convergeerden ze. De samenhangende en geleidelijke stijging in de onderlinge correlaties tussen rendementen weerspiegelde de marktperceptie dat de risico's in de verschillende landen in het algemeen ongeveer even groot waren en dat ze een nagenoeg parallel verloop lieten optekenen. Dit patroon raakte evenwel grondig vertekend door de financiële onrust die in de zomer van 2007 was ontstaan en die nog toenam toen, ongeveer een jaar later, Lehman Brothers failliet ging. In feite liepen de correlaties tussen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied sinds de zomer van 2007 uiteen, een beweging die vooral werd aangestuurd door de marktperceptie over de landenspecifieke budgettaire fundamentals. De perceptie van een verhoogd risico, sinds de zomer van 2007, trof niet alleen de markten voor overheidsobligaties maar ook de financiële sector, zij het in sterk verschillende mate in de respectieve landen van het eurogebied. In dit Kader wordt kort ingegaan op de veranderende verhoudingen tussen de markten voor overheidsobligaties in het eurogebied en op de wijzigingen in de relaties tussen de markten voor overheidsschuld en de financiële sector.

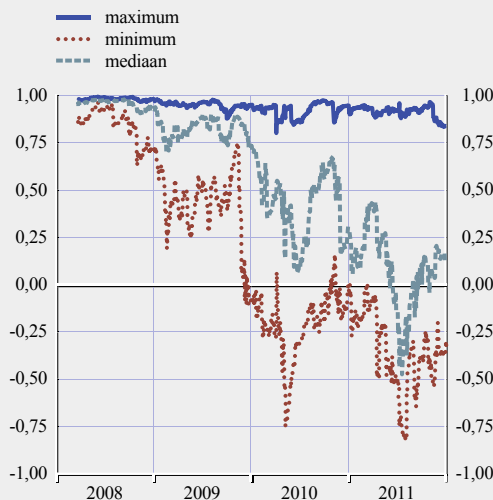
Tot medio 2007 waren de divergenties tussen de rendementen op overheidsobligaties en de premies voor *credit default swaps* (CDS's) op de overheidsschuld in het eurogebied verwaarloosbaar. Sindsdien zijn echter verschillen ontstaan die zijn uitgegroeid tot ongekende proporties, vooral voor de landen die met acute budgettaire problemen af te rekenen kregen, namelijk Ierland, Portugal en Griekenland, hoewel dat verschijnsel sinds 2010 in nog wel meer landen van het eurogebied wordt vastgesteld.

De wijzigingen in de verwevenheid tussen de rendementen op overheidsobligaties en de premies voor CDS's op de overheidsschuld kunnen doeltreffend worden aangetoond door gebruik te maken van tijdsvariërende correlaties aan de hand van de raming van een econometrisch model<sup>1</sup>. Grafiek A toont het bereik (te berekenen door van het maximum het

<sup>1</sup> Tijdsvariërende correlaties worden berekend aan de hand van een multivariaat Garch-model. Hoewel deze correlaties in principe ook gebaseerd zouden kunnen zijn op standaardcorrelaties tussen de veranderingen in de rendementen en in de CDS's die worden berekend binnen periodes met een vooraf bepaalde duur, gaat de voorkeur uit naar de raming op basis van het model, aangezien de periode waarover de correlaties worden berekend, optimaal wordt gekozen door het model zelf en de correlaties die eruit voortvloeien eerder als 'lokale correlaties' (dat wil zeggen gerefereerd aan de meest recente punten in het geraamde staal) dan als gemiddelde correlaties in het gegeven staal kunnen worden beschouwd.

**Grafiek A Maximum-, minimum- en mediaanwaarden van de bilaterale correlaties t.o.v. het Duitse tienjaars obligatierendement**

(daggegevens; 24 maart 2008 tot 6 januari 2012)



Bronnen: Thomson Reuters en ECB.  
Toelichting: Het maximum, het minimum en de mediaan op elke dag worden berekend aan de hand van de tien bilaterale correlaties van het Duitse obligatierendement t.o.v. de tienjaars obligatierendementen in België, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

**Grafiek B Maximum- minimum- en mediaanwaarden van de bilaterale correlaties t.o.v. de Griekse vijfjaars CDS-premie**

(daggegevens; 2 juni 2008 tot 6 januari 2012)



Bronnen: Thomson Reuters en ECB.  
Toelichting: Het maximum, het minimum en de mediaan op elke dag worden berekend aan de hand van de tien bilaterale correlaties van de Griekse vijfjaars CDS-premie t.o.v. de vijfjaars CDS-premie in België, Duitsland, Ierland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

minimum af te trekken) en de mediaan van de bilaterale correlaties van de rendementen op tienjaars overheidsobligaties ten opzichte van het rendement op Duitse tienjaars obligaties, en grafiek B toont het overeenkomstige bereik en de overeenkomstige mediaan van de bilaterale correlaties van CDS-premie in dezelfde groep landen ten opzichte van de Griekse vijfjaars CDS-premie<sup>2</sup>. Algemeen beschouwd, blijkt uit de twee grafieken dat, hoewel de rendementscorrelaties eind 2009 negatief werden, de correlaties voor de CDS's over het algemeen positief bleven, ook al deden zich sinds 2010 opmerkelijke schommelingen en een trendmatige daling voor. Debet aan de uiteenlopende ontwikkeling van de twee reeksen correlaties is het feit dat CDS's voornamelijk een maatstaf van wanbetalingsrisico zijn, terwijl de rendementen op obligaties ook worden beïnvloed door schommelingen in de voorkeur van de marktdeelnemers voor liquiditeit, die tijdens de recente spanningen op de financiële markten een sleutelrol hebben gespeeld. Naarmate de budgettaire spanningen in het eurogebied toenamen en zich verspreidden, ging de voorkeur van de beleggers immers in eerste instantie uit naar de obligatiemarkten die als relatief liquider en veiliger werden beschouwd, waarbij de Duitse obligatiemarkt een prominente plaats innam. Dat de correlaties tussen de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied negatief werden, moet daarom niet louter worden geïnterpreteerd als een teken dat het kredietrisico voor sommige landen verkleinde, terwijl het voor andere landen groter werd. De dalende maar nog steeds overwegend positieve bilaterale correlaties tussen de premies op CDS's op de overheidsschuld in het eurogebied en de CDS-premie die sinds medio 2010 werd

2 Met 11 tijdreeksen bestaat elke correlatiematrix uit 55 tijdreeksen, die niet in een eenvoudige grafiek weer te geven zijn. Om dat probleem op te lossen, worden voor elke dag in het staal kwantielen van de 55 bilaterale correlaties berekend, namelijk het 5de kwantiel, het 95ste kwantiel en de mediaan. Op die manier wordt de grote groep tijdreeksen van correlatiecoëfficiënten gesynthetiseerd door slechts drie tijdreeksen.

betaald voor de Griekse overheidsschuld, geven immers aan dat landenrisico's in het eurogebied onderling afhankelijk waren, zij het in verschillende mate.

Inzake de risico-interactie tussen de markt voor de overheidsschuld en de financiële sector hebben verschillende kanalen een rol gespeeld. Om te beginnen, vormde de blootstelling van het bankwezen van het eurogebied aan het landenrisico een bron van rechtstreekse risico-overdracht. Ten tweede zou het onderling verbonden netwerk van financiële instellingen en de complexiteit van hun onderlinge blootstellingen ertoe geleid kunnen hebben dat sommige financiële instellingen indirect aan het landenrisico werden blootgesteld. Ten derde is er de marktperceptie dat, bij een bankencrisis, een overheidsinterventie aanleiding zou geven tot budgettaire kosten en tot een verhoogd risico van wanbetaling door de overheid.

Ter illustratie van deze interacties wordt in Grafiek C het verloop getoond van twee vijfjaars iTraxx-indices, namelijk iTraxx SovX Western Europe en iTraxx Senior Financials<sup>3</sup>. De eerste index is een aggregatie van CDS's op de overheidsschuld in het eurogebied, terwijl de tweede index de CDS's voor 25 grote financiële instellingen van het eurogebied omvat (*senior tranches*). Hoewel wordt verondersteld dat deze financiële instellingen nauwelijks invloed ondervinden van de bewegingen van het landenrisico – ze houden immers bijzonder gediversifieerde portefeuilles aan –, nam hun wanbetalingsrisico, dat tot uiting komt in de premies op CDS's, mee toe met het risico van wanbetaling door de overheid, vooral

<sup>3</sup> iTraxx SovX Western Europe is een indexcontract dat gebaseerd is op West-Europese CDS-premies voor een bepaalde looptijd. iTraxx Senior Financials is een indexcontract dat gebaseerd is op de *senior tranche* CDS-premies voor een bepaalde looptijd van 25 grote financiële instellingen in het eurogebied. Voor de precieze samenstelling van deze indices, zie de website van Markit.

### Grafiek C Vijfjaars iTraxx SovX Western Europe en iTraxx Senior Financials indices

(daggegevens; 1 januari 2010 tot 18 januari 2012)

- iTraxx Senior Financials
- ..... iTraxx SovX Western Europe

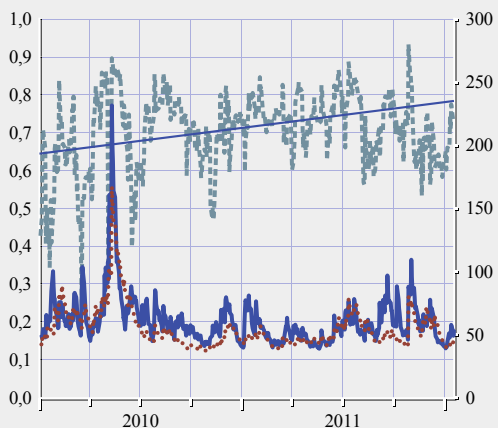


Bron: Bloomberg.

### Grafiek D Tijdsvariërende standaardafwijkingen en correlatie van een selectie van iTraxx indices

(daggegevens; 1 januari 2010 tot 18 januari 2012)

- standaardafwijking van de iTraxx Senior Financials index
- ..... standaardafwijking van de iTraxx SovX Western Europe
- - - - correlatie (linkerschaal)
- trend van de correlatie (linkerschaal)



Bronnen: Bloomberg en de ECB.  
Toelichting: De rechteras wordt uitgedrukt in % op jaarbasis. De tijdsvariërende standaardafwijkingen en de tijdsvariërende correlaties worden berekend via bivariate Garch-modellen voor de mutatiestempels van de twee iTraxx indices.



tussen maart en oktober 2011. De tijdsvariërende correlaties tussen deze twee *CDS*-indices, alsook de respectieve volatiliteit ervan, zijn sedert april 2011 toegenomen (zie Grafiek D). Vanaf augustus 2011, na de reactivering van het programma voor de effectenmarkten en de beslissingen op de EU-top van 21 juli, nam de correlatie af, hoewel ze in de eerste dagen van 2012 weer opliep tot het peil van eind augustus. De algemene opwaartse tendens in de correlatie bekleemtoonde het toegenomen risico dat zich tegelijkertijd in de overheidssector en de financiële sector ongunstige kredietgebeurtenissen zouden voordoen, dit door een toenemende blootstelling van het financieel stelsel aan landenrisico's.

De rendementsverschillen voor tienjaars overheidsobligaties ten opzichte van het overeenkomstig Duits obligatierendement begonnen in maart toe te nemen in Griekenland, Ierland en Portugal, onder invloed van de ratingverlaging van de overheidsschuld in deze landen. In april en mei liepen de verschillen verder op, toen de noodzakelijke herstructurering van de Griekse overheidsschuld nadrukkelijker in beeld kwam (zie de grafiek in Kader 1). Begin juni 2011 bedroegen de spreads in Griekenland, Ierland en Portugal gemiddeld ruim 500 basispunten meer dan in mei 2010, toen de spanningen op de markten voor overheidsschuld voor het eerst waren toegenomen. Vanaf juni 2011 begonnen de schuldgerelateerde spanningen over te slaan naar grotere landen, vooral Italië en Spanje, tegen de achtergrond van de gesprekken en de onzekerheid over de oplossing van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied. Tegen het einde van het jaar werden de spreads tussen de rendementen op tienjaars obligaties en de rendementen op overeenkomstige Duitse obligaties, die in de laatste week van november een piek hadden bereikt, aanzienlijk kleiner. Dat was te danken aan het verbeterde marktsentiment in de aanloop naar de bijeenkomst van de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied op 9 december, alsook aan de verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB en de aanvullende niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen. Bovendien droegen ook de maatregelen die een aantal centrale banken in belangrijke economische regio's hadden genomen ter versterking van hun vermogen om de liquiditeit in het mondiaal financieel stelsel te ondersteunen, bij tot het wegebben van de spanningen op de markten voor overheidsschuld.

Na een matige stijging in het eerste kwartaal van 2011, begonnen de reële rendementen te dalen als gevolg van de toegenomen geopolitieke risico's en de verslechterende mondiale vooruitzichten. Begin juni was het rendement op vijfjaars geïndexeerde overheidsobligaties van het eurogebied gezakt tot nog slechts 0,5%, terwijl het rendement op tienjaars obligaties 1,2% bedroeg. Nadien bleef de daling van de reële rendementen verder versnellen, zoals blijkt uit het feit dat de vijfjaars en tienjaars huidige reële rendementen in december respectievelijk 0,2% en 0,8% beliepen. De daling van de reële rendementen over het jaar was al met al consistent met de aanwijzingen voor de verslechterende economische vooruitzichten en deed zich algemeen genomen voor tegen de achtergrond van grotendeels stabiele inflatieverwachtingen. Eind 2011 bedroeg de vijfjaars break-eveninflatie vijf jaar vooruit 2,4%, dat is 10 basispunten meer dan een jaar eerder. Soortgelijke aanwijzingen komen naar voren in de inflatieswapovereenkomsten.

#### **AANDELENKOERSEN IN HET EUROGEBIED FORS NAAR OMLAAG IN 2011**

In totaal liepen de aandelenkoersen in het eurogebied in 2011 met zowat 20% terug, terwijl ze in de Verenigde Staten over dezelfde periode zogoed als stabiel bleven (zie Grafiek 13). Terzelfder tijd daalden de brede aandelenindices met 7% in het Verenigd Koninkrijk en met 19% in Japan. Dat de index van het eurogebied in 2011 sterker terugliep dan zijn tegenhanger in de VS, was vooral het gevolg van ontwikkelingen in de tweede helft van het jaar en weerspiegelde grotendeels het feit dat de overheidsschuldencrisis in het eurogebied verslechterde en dat de winst er trager groeide.

### Grafiek 13 Belangrijkste aandelenkoersindices

(indices met als aangepaste basis 4 januari 2011 = 100; daggegevens: 1 januari 2006 tot 2 maart 2012)



Bron: Thomson Reuters.

Aan het einde van 2010 en in de eerste drie maanden van 2011 stegen de aandelenindices in het eurogebied en in de Verenigde Staten onder impuls van gunstige economische gegevens, positieve winstaankondigingen en een lichte opleving van de risicobereidheid. Tussen eind november 2010 en eind maart 2011 stegen de Dow Jones EURO STOXX-index en de Standard & Poor's 500-index algemeen beschouwd met respectievelijk 9% en 12%. In het eurogebied stegen de aandelenkoersen in de financiële sector tijdens die periode sterker dan de totale index, namelijk met ongeveer 15%. Terzelfder tijd lieten ook de prijzen in de industriële sector en in de olie- en gasector een aanzienlijke stijging optekenen, tegen de achtergrond van de gunstige economische groei.

In april 2011 kwam er een einde aan de positieve tendens in de aandelenkoersen, hoofdzakelijk als gevolg van de politieke spanningen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, de werkelijke en verwachte gevolgen van de aardbeving in Japan en meer acute spanningen op de markten voor overheidsschuld in het eurogebied. Later, in de loop van het tweede kwartaal van het jaar, liepen de aandelenkoersen zowel in de Verenigde

Staten als in het eurogebied in een gematigd tempo terug, naarmate de marktdeelnemers rekening begonnen te houden met de gevolgen van een herziening van de vooruitzichten voor de mondiale groei.

In het derde kwartaal liepen de aandelenkoersen sneller terug, wat uiting gaf aan de negatieve marktreactie op de ratingverlaging van de VS-overheidsschuld door een van de drie grote ratingbureaus en ook aan de toenemende onzekerheid over de mate waarin de overheidsschuldencrisis in het eurogebied zich zou verspreiden. In de drie maanden tot eind september daalde de Dow Jones EURO STOXX-index met in totaal ongeveer 23%, terwijl de Standard & Poor's 500-index 14% verloor. Terzelfder tijd liepen de financiële aandelen in het eurogebied met zowat 30% terug in vergelijking met eind mei, en ook industriële en nutsbedrijven boekten zware verliezen. Een vergelijkbaar verloop werd opgetekend in de Verenigde Staten, waar de financiële en industriële aandelenkoersen over dezelfde periode meer dan 20% zakten.

De aandelenkoersen verloren in het derde kwartaal van 2011 niet alleen terrein onder invloed van de bovengenoemde factoren, maar ook door berichten over zwakke bedrijfswinsten. De groei op jaarbasis van de winst per aandeel van de in de Dow Jones EURO STOXX-index opgenomen ondernemingen in het eurogebied vertraagde van 29% in mei tot 20% in augustus. Ook de verwachte groei van de winst per aandeel op korte termijn nam af van 12% in mei tot 10% in augustus.

In het laatste kwartaal van het jaar begonnen de aandelenkoersen zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten opnieuw te stijgen, ondanks de toenemende impliciete volatiliteit van de brede aandelenindices, aanzienlijke spanningen in een aantal marktsegmenten en onzekerheid over de mondiale economische groei. Zo stegen de brede Dow Jones EURO STOXX-index en de Standard & Poor's 500-index in dat kwartaal met respectievelijk ongeveer 5% en 10%. Gedurende heel deze periode bleven

veranderingen in het marktsentiment ten aanzien van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied de aandelenkoersen in het eurogebied drukken. Vooral in november en in december werden de aandelenkoersen echter ondersteund door de beter dan verwachte economische gegevens die in de Verenigde Staten werden bekendgemaakt, door positieve ontwikkelingen in het marktsentiment aan de vooravond van de bijeenkomsten van de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied op 26 oktober en 9 december, door gecoördineerde maatregelen van een aantal centrale banken wereldwijd ter versterking van hun vermogen om de liquiditeit in het mondiaal financieel stelsel te ondersteunen, en door de verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB en de goedkeuring van nieuwe niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen.

Aan het einde van het jaar liepen de sectorale ontwikkelingen in de aandelenindices van het eurogebied uiteen, met dalingen in de financiële, telecommunicatie- en nutssector, en stijgende koersen in alle andere sectoren, vooral in de olie- en gasector. De slechte prestaties van de financiële aandelen in het eurogebied hadden te maken met de ontwikkelingen in de overheidsschuldencrisis in het eurogebied en de gevolgen daarvan voor de soliditeit van de banksector via de overheidsobligaties die deze sector aanhoudt, alsook met ratingverlagingen en toegenomen spanningen op de financieringsmarkten van de banken.

#### **KREDIETOPNEMING DOOR HUISHOUDENS BLIJFT GEMATIGD**

De jaar-op-jaar groei van de totale kredietverlening aan huishoudens nam in 2011 af tot naar schatting 1,5% in december, tegen 2,5% in december 2010. Dit was het resultaat van de geringere bijdrage van de leningen aan huishoudens die op de balans van de MFI's bleven (d.w.z. niet gecorrigeerd voor verkopen of effectisering). Die bijdrage was nagenoeg gehalveerd ten opzichte van 2010, terwijl de bijdrage van het jaar-op-jaar groeitempo van de leningen van niet-MFI's fors aantrok en positief werd (de groei op jaarbasis van die leningen bedroeg 2,3% in december 2011, tegen

-2,4% in december 2010). Het tegengestelde verloop van de MFI- en de niet-MFI-leningen aan huishoudens is grotendeels toe te schrijven aan het feit dat de niet-MFI-leningen voor het overgrote deel uit effectiseringsstromen bestaan. Dergelijke stromen waren in de tweede helft van 2011 omvangrijk, na de uitermate beperkte effectiseringsactiviteit in 2010.

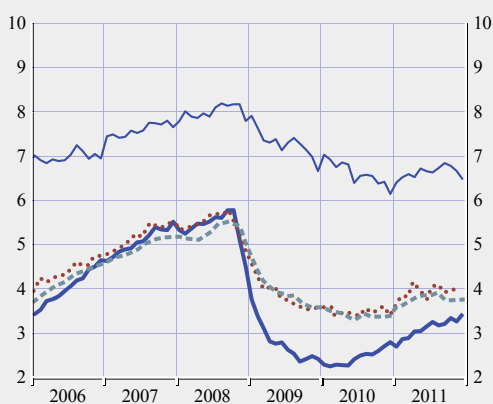
Kredieten voor de aankoop van een woning bleven de voornaamste groeikatalysator van de MFI-leningen aan huishoudens. Het groeitempo op jaarbasis van kredieten voor de aankoop van een woning (gecorrigeerd voor verkopen van leningen en effectisering), dat eind 2010 3,1% bedroeg, bleef tijdens de eerste helft van het jaar vrijwel onveranderd, alvorens in de tweede jaarhelft geleidelijk terug te lopen tot 1,9% in december 2011. Het groeiprofiel van kredieten aan huishoudens voor de aankoop van een woning weerspiegelde vermoedelijk zowel aanbod- als vraagfactoren. De vertraging in de economische bedrijvigheid en de verslechterende vooruitzichten voor de huizenmarkt waren volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied de belangrijkste factoren in de aanzienlijke daling van de nettovraag naar woninghypotheken, vooral in de tweede helft van het jaar. Aan de aanbodzijde gaf de enquête een stijging aan van het nettoprocentage van banken die een aanscherping van hun kredietverleningscriteria rapporteerden, meer bepaald tegen het einde van het jaar. Ondanks een daling van de marktrentes lieten de bancaire rentetarieven op kredieten voor de aankoop van een woning in 2011 immers een gematigde stijging optekenen (met gemiddeld 36 basispunten); de grootste stijgingen werden daarbij opgetekend voor kredieten met een variabele rente of met een rentevaste periode tot één jaar.

Het jaar-op-jaar groeitempo van het consumptief krediet bleef in 2011 negatief en zwakte enigszins af tot -2,0% in december, tegen -1,2% in december 2010. De zwakte van het consumptief krediet had voornamelijk te maken met factoren aan de vraagzijde en strookte met de resultaten van consumenten-enquêtes, vooral

### Grafiek 14 Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen

(in % per jaar; exclusief kosten; rentetarieven op nieuwe contracten)

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

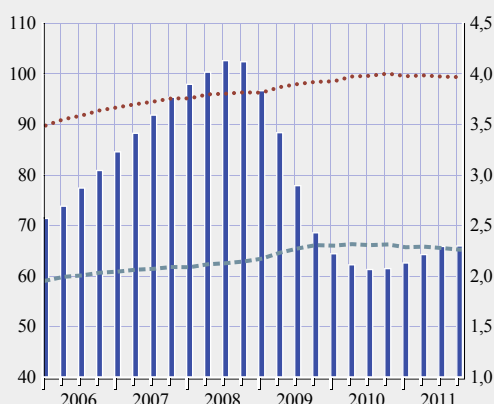


Bron: ECB.

### Grafiek 15 Schuld en rentelasten van de huishoudens

(in %)

- rentelasten in % van het bruto beschikbaar inkomen (rechterschaa)
- ..... schuld van de huishoudens in verhouding tot het bruto beschikbaar inkomen (linkerschaa)
- - - - - schuld van de huishoudens in verhouding tot het bbp (linkerschaa)



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.

wat de geringe bereidheid van de consumenten betrof om grote aankopen te doen. De matige groei van het reëel beschikbaar inkomen van huishoudens en het feit dat de schuldenlast van de huishoudens bijzonder hoog blijft, hebben de vraag naar consumptief krediet wellicht gedrukt. In de enquête naar de bancaire kredietverlening was sprake van zowel een afnemende vraag als een aanscherping van de kredietverleningscriteria voor dit type leningen. De bancaire rentetarieven voor consumptieve kredieten stegen in 2011 met gemiddeld 32 basispunten, waardoor de in 2010 opgetekende daling deels ongedaan werd gemaakt (zie Grafiek 14).

### SCHULDENLAST VAN HUISHOUDENS DAALT LICHT, MAAR BLIJFT HOOG

In 2011 nam de uitstaande schuld van de huishoudens in het eurogebied in nominale termen gematigd toe (met naar raming 1,5%). Die toename werd evenwel overtroffen door

de stijging van het nominaal inkomen, zowel afgemeten aan het bruto beschikbaar inkomen als aan het bbp. Daardoor liepen de schuldquoten van de huishoudens in 2011 naar schatting zeer licht terug in vergelijking met eind 2010 (van 100,1% tot 99,4% in verhouding tot het bruto beschikbaar inkomen, en van 66,3% tot 65,2% in verhouding tot het bbp; zie Grafiek 15). De rentelasten van de huishoudens (met andere woorden de rentebetalingen in procenten van het bruto beschikbaar inkomen) namen in 2011 licht toe, hoofdzakelijk omdat de bancaire rentetarieven matig stegen.

### KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VOOR NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN BLIJVEN IN 2011 GEMATIGD

De reële kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen liepen eind 2011 licht terug ten opzichte van eind 2010. Na een daling in de eerste helft van het jaar, bleven de

totale reële kosten van externe financiering in de tweede jaarhelft grotendeels onveranderd, tegen de achtergrond van oplopende spanningen op de financiële markten als gevolg van de overheidsschuldencrisis. De algemene ontwikkelingen verhullen een aantal verschillen tussen de diverse financieringsbronnen. Zowel de uitgifte van schuld papier als de kortlopende bancaire kredieten werden in de tweede helft van 2011 in reële termen aanzienlijk duurder, terwijl de bancaire rentetarieven voor lange looptijden over het hele jaar grotendeels onveranderd bleven en de reële kosten van aandelenkapitaal rond een historisch hoogtepunt schommelden (zie Grafiek 16). Al met al bleven de reële kosten van externe financiering in 2011 gematigd op een peil net onder het historisch gemiddelde.

Wat de kosten van de financiering via banken betreft, stegen de reële door de MFI's gehanteerde rentetarieven op kortlopende leningen van ongeveer 1,4% in december 2010

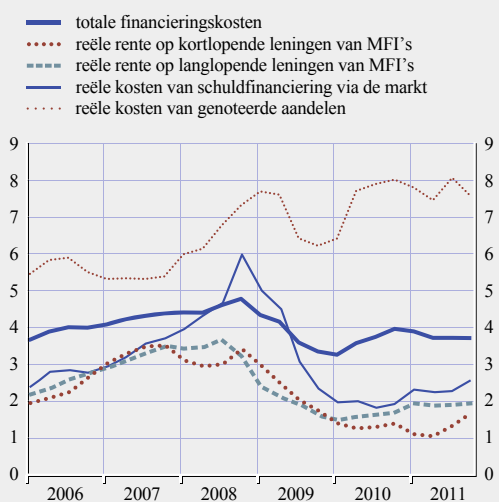
tot 1,7% eind 2011. De bancaire rentetarieven voor korte looptijden weerspiegelden grotendeels het verloop van de ontwikkelingen in de geldmarktrentes. De driemaands EURIBOR steeg tussen eind 2010 en eind 2011 met ongeveer 40 basispunten. Het verloop van de rente op kortlopende leningen weerspiegelde mogelijk ook de verslechterende kredietwaardigheid van ondernemingen in sommige rechtsgebieden evenals de spanningen in de financieringsvoorwaarden voor de banken. In het eurogebied bleef de spread tussen de door de MFI's gehanteerde rentetarieven op kortlopende leningen en de driemaands geldmarktrente tijdens de eerste drie kwartalen van 2011 grotendeels stabiel; in het laatste kwartaal werd hij groter. Bij de lange looptijden stegen in het eerste kwartaal van 2011 zowel de reële als de nominale rentetarieven van de MFI's met zowat 20 basispunten; vervolgens bleven ze nagenoeg ongewijzigd. De spreads tussen de bancaire rentetarieven op langlopende leningen en de rendementen op langlopende overheidsobligaties met een AAA-rating verkleinden aan het begin van 2011 en werden in de loop van het jaar groter. Dat verloop resulteerde hoofdzakelijk uit de schommelingen in de rendementen op overheidsobligaties, een gevolg van de vlucht naar als veilig beschouwd Duits schuld papier.

De mogelijkheid bestaat dat de tijdens de tweede helft van het jaar opnieuw oplopende spanningen op de financiële markten niet volledig tot uiting zijn gekomen in het in 2011 opgetekende verloop van de MFI-rentetarieven. Volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied zagen de banken in de tweede helft van 2011 hun toegang tot marktfinanciering en hun liquiditeitsposities aanzienlijk verslechteren, wat ertoe bijdroeg dat de kredietverleningscriteria voor leningen aan de private sector fors werden aangescherpt.

De reële kosten van schuld financiering via de markt stegen tussen december 2010 en december 2011 met ongeveer 70 basispunten, hoewel ze naar historische maatstaven op een vrij gunstig peil bleven. Deze stijging werd voor

**Grafiek 16 Reële kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied**

(in % per jaar)



Bronnen: ECB, Thomson Reuters, 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 gedeleerd aan de hand van de inflatieverwachtingen (zie Kader 4, ECB Maandbericht, maart 2005).

het grootste deel opgetekend in de tweede helft van 2011, toen de spanningen op de markten voor overheidsobligaties oversloegen naar andere segmenten van de financiële markten. De financieel investeerders verlegden hun terrein naar meer liquide en veiliger activa, waardoor de spreads op bedrijfsobligatierendementen (gemeten als het verschil tussen het rendement op bedrijfsobligaties en het rendement op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied) in alle ratingcategorieën enigszins toenamen, hoewel de stijging meer uitgesproken was voor de hoogrentende obligaties.

De reële kosten verbonden aan de uitgifte van genoteerde aandelen schommelden enigszins in de loop van het jaar en in december 2011 stonden ze zowat 50 basispunten lager dan in december 2010. Gemiddeld bleven de reële kosten van aandelenkapitaal in 2011 in de buurt van de historische piekwaarden.

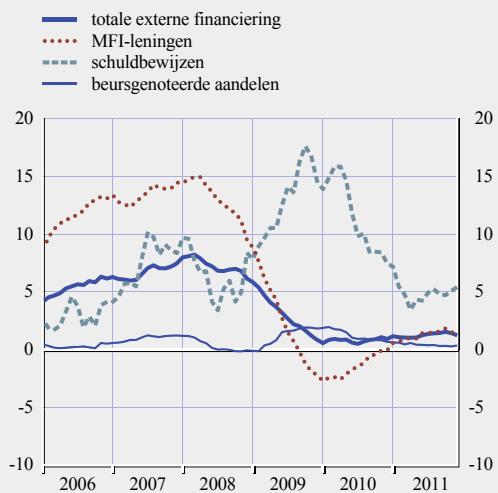
### GEMATIGD BEROEP OP EXTERNE FINANCIERING IN 2011

De jaar-op-jaar groei van de externe financiering van niet-financiële vennootschappen in het eurogebied bleef in 2011 algemeen beschouwd onveranderd op een gematigd peil, aangezien de gestage uitbodeming van de kredietverlening door MFI's grotendeels werd gecompenseerd door de slinkende uitgifte van schuldbewijzen via de markt en de aanhoudend gematigde emissie van beursgenoteerde aandelen (zie Grafiek 17). Dit herintermediatieproces, dat begin 2010 inzette, lijkt in de tweede helft van 2011 tot stilstand te zijn gekomen, tegen de achtergrond van een algemeen gematigd beroep op externe financiering.

Na de opmerkelijke inkrimping tussen 2008 en 2010 kwam de normalisering van de bancaire financiering van de bedrijvensector vooral tot uiting in de verlening van kortlopende kredieten. Gemiddeld beschouwd, gaf de jaar-op-jaar groei van kortlopende leningen (dat zijn leningen met een vaste initiële looptijd van minder dan een jaar) in 2011 een herstel te zien van ongeveer 10 procentpunt ten opzichte van het jaar voordien, terwijl de groei op jaarbasis van

**Grafiek 17 Uitsplitsing van externe financiering van niet-financiële ondernemingen naar instrument**

(jaar-op-jaar mutaties in %)



Bron: ECB.  
Toelichting: Genoteerde aandelen luiden in euro.

langlopende leningen (leningen met een vaste initiële looptijd van meer dan vijf jaar) enigszins afnam. Wat de financiering via de markt betreft, bleef de gemiddelde groei op jaarbasis van de uitgifte van schuldbewijzen in 2011 duidelijk onder het groeitempo van 2010. De uitgifte van beursgenoteerde aandelen bleef dan weer gematigd en liep in 2011 verder terug.

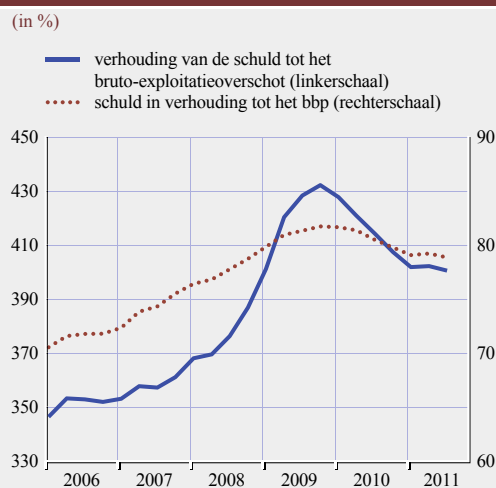
De relatief geringe algemene vraag naar externe financiering zou deels kunnen worden toegeschreven aan krappe kredietvoorwaarden en een verzwakking van de economische bedrijvigheid in de tweede helft van het jaar. Volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied werd de vraag naar bedrijfsleningen in de eerste twee kwartalen van 2011 gestimuleerd door de grotere behoefte om investeringen en voorraden te financieren, maar in de tweede helft van het jaar nam die vraag opnieuw af. De gematigde dynamiek van de externe financiering zou eveneens kunnen worden verklaard door de beschikbaarheid van interne financiële middelen, vooral voor grote en middelgrote ondernemingen. Op basis van de jaarrekeningen van beursgenoteerde niet-financiële vennootschappen

blijkt immers dat de rentabiliteit – afgemeten aan de ratio van de nettowinst in verhouding tot de omzet – in de eerste drie kwartalen van 2011 het hoge peil van 2010 wist aan te houden. Vooral dankzij de nog steeds krachtige buitenlandse handel gedurende de eerste helft van 2011 bleef de nettoverkoop van de bedrijven stijgen, zij het wat trager dan in 2010. Voor kleine ondernemingen kwam uit de ECB-enquêtes naar de toegang tot financiering van de kmo's in het eurogebied een somberder beeld naar voren, met winstvoorwaarden die tot in het derde kwartaal van 2011 zwak waren en in het laatste kwartaal mogelijk zelfs nog zouden zijn verslechterd<sup>3</sup>.

#### SCHULDENLAST VAN ONDERNEMINGEN STABILISEERT ZICH IN 2011

Op basis van geaggregeerde gegevens namen de bedrijfswinsten in de eerste helft van 2011 enigszins af ten opzichte van eind 2010, tegen de achtergrond van een matiging van de economische bedrijvigheid. In diezelfde periode leidde een al met al behoedzaam dividendbeleid tot een stabilisering, op een relatief hoog niveau, van de spaarquote van de niet-financiële bedrijvensector in het eurogebied. Als gevolg daarvan bleef de financieringskloof (algemeen beschouwd de mate waarin niet-financiële ondernemingen een beroep moeten doen op externe financieringsbronnen om in hun investeringsbehoeften te voorzien) in de eerste helft van 2011 gematigd, gelet op de investeringen in vaste activa die grotendeels werden gefinancierd met hoge bedragen aan intern gegenereerde financiële middelen. Doordat de kredietvraag van de bedrijven zich normaliseerde, deed de bedrijvensector in dezelfde periode echter een iets groter beroep op externe financiering. Bijgevolg werd de neerwaartse tendens die de schuldenlast van de ondernemingen in 2010 had laten optekenen, in de eerste helft van 2011 onderbroken (zie Grafiek 18). Gedurende de eerste drie kwartalen bleven met name de schuldquote in verhouding tot het bbp en de schuld in procenten van het bruto-exploitatatieoverschot, algemeen beschouwd, stabiel op respectievelijk ongeveer 79% en 400%. Hoewel de ondernemingen

**Grafiek 18 Schuldratio's van niet-financiële ondernemingen**



Bronnen: ECB, Eurostat en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De schuld is ontleend aan de Europese sectorrekeningen op kwartaalbasis en omvat leningen, uitgegeven schuldbewijzen en reserves van pensioenfondsen. Deze grafiek verstrekt informatie tot en met het derde kwartaal van 2011.

sedert eind 2009 hun financiële positie en hun balans hebben verbeterd, blijven de schuldquoten naar historische maatstaven hoog. De bedrijvensector van het eurogebied blijft derhalve kwetsbaar voor het risico van hogere externe financieringskosten of een gematigde economische bedrijvigheid.

### 2.3 PRIJS- EN KOSTENONTWIKKELINGEN

De totale HICP-inflatie steeg van 0,3% in 2009 en 1,6% in 2010 tot gemiddeld 2,7% in 2011. Vanaf eind 2010 bleef de inflatie op jaarbasis duidelijk boven 2%, voornamelijk als gevolg van de forse stijging, op jaarbasis, van de energie- en voedingsmiddelenprijzen die voortvloeide uit stijgingen van de mondiale grondstoffenprijzen. In sommige economieën van het eurogebied droegen ook de verhogingen van de indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen bij tot de hogere HICP-inflatiecijfers.

<sup>3</sup> Zie, bijvoorbeeld, het verslag "Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – April to September 2011", ECB, december 2011.

Zoals blijkt uit het verloop van de industriële producentenprijzen en uit enquêtegegevens, was de externe prijsdruk gedurende de hele eerste helft van 2011 bijzonder zwaar als gevolg van de prijsstijgingen voor olie en andere grondstoffen. Deze druk leek vervolgens af te nemen, grotendeels naar aanleiding van een matiging van de grondstoffenprijzen.

Door de in de eerste helft van het jaar verbeterde situatie op de arbeidsmarkt, namen de arbeidskosten in 2011 geleidelijk toe. De groei van de lonen versnelde aanzienlijk, maar hij bereikte niet het in 2008 opgetekende niveau. Als gevolg van een forse vertraging van de bedrijvigheid vanaf het tweede kwartaal van 2011, groeide de arbeidsproductiviteit op jaarbasis minder snel dan in 2010. Bijgevolg vertoonden de arbeidskosten per eenheid product een sterke stijging, terwijl ze gedurende heel 2010 negatief waren gebleven.

Tegen de achtergrond van de in 2011 hogere inflatie namen de gevoelsinflatie en de kortetermijnverwachtingen van de consumenten verder toe ten opzichte van hun zeer lage niveaus van 2009. De in enquêtes gemeten inflatieverwachtingen op lange termijn waren daarentegen zeer stabiel.

#### **HICP-INFLATIE GEDURENDE 2011 DUIDELIJK BOVEN 2%**

De grondstoffenprijzen waren in 2011 een van de belangrijkste stuwende krachten achter de inflatie in het eurogebied. Tijdens de mondiale neergang na de val van Lehman Brothers in 2008 liepen ze scherp terug, maar begin 2011 stonden ze opnieuw op hun vroegere recordhoogte. In Kader 6 worden de stijgingen vergeleken van de grondstoffenprijzen in 2011 en 2008, alsook de invloed ervan op de HICP-inflatie in het eurogebied.

### **Kader 6**

#### **VERLOOP VAN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN EN HICP-INFLATIE IN HET EUROGEBIED: EEN VERGELIJKING VAN DE STIJGINGEN VAN 2008 EN 2011**

De grondstoffenprijzen waren in 2011 sterk bepalend voor de inflatie in het eurogebied. De scherpe daling van die prijzen tijdens de mondiale neergang na het faillissement van Lehman Brothers sloeg snel om en begin 2011 bevonden de grondstoffenprijzen zich dicht in de buurt van hun vorige recordniveaus. Tegen die achtergrond wordt in dit Kader de stijging van de grondstoffenprijzen in 2011 vergeleken met die in 2008 en wordt nagegaan wat de impact ervan was op de HICP-inflatie in het eurogebied.

#### **Grondstoffenprijzen**

De grondstoffenprijzen met de meest directe invloed op de consumptieprijsinflatie zijn de olie- en voedingsmiddelenprijzen<sup>1</sup>. Het verloop ervan wordt in hoge mate bepaald door de mondiale economische conjunctuur en zowel de stijging van 2008 als die van 2011 weerspiegelde een bijzonder krachtige vraag vanuit de sterk groeiende opkomende economieën. Tegelijkertijd werden de prijzen van olie en voedingsgrondstoffen beïnvloed door idiosyncratische invloeden aan de aanbodzijde, zoals geopolitieke spanningen of extreme weersomstandigheden in grondstoffenproducerende landen. Kenmerkend voor de beide bestudeerde periodes is dat dergelijke aanbodverstoringen zich voordeden op een ogenblik dat de vraag reeds zeer krachtig was. In 2008 werd de daaruit voortvloeiende krapte op de oliemarkt nog verergerd door bezorgdheid over de relatief lage voorraadniveaus.

<sup>1</sup> De prijzen van industriële grondstoffen zijn niet rechtstreeks waarneembaar in de consumptieprijsen en worden bijgevolg niet in dit Kader besproken.

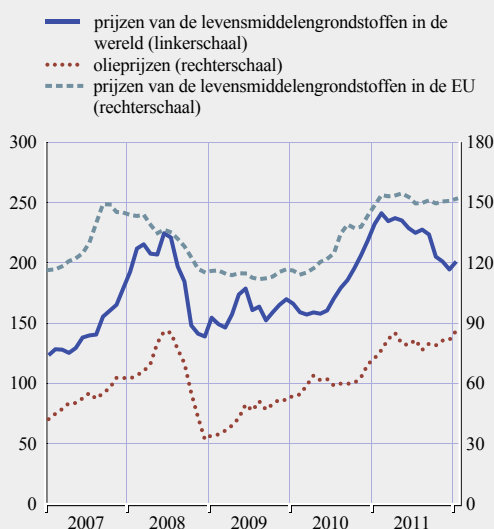


Gemeten in VS-dollar lag, wat de olieprijsen betreft, de piek van de prijsstijging in 2011 lager dan de recordhoogte van 2008 maar, gemeten in euro, lagen beide pieken ongeveer even hoog, namelijk op €85 per vat (zie Grafiek A). Bij de in eurotermen gemeten prijzen voor voedingsgrondstoffen lag de tijdens de prijsstijging van 2011 bereikte piek hoger dan die tijdens de prijsstijging van 2008. In beide periodes werden de prijzen opgevoerd door de krachtige vraag vanuit de opkomende markteconomieën naar eiwitrijke voeding, zoals vlees en zuivelproducten, en uit de industrielanden naar granen en oliehoudende zaden in het kader van de snel groeiende productie van biobrandstof. Aangezien de mondiale aanvoeromstandigheden enige aanpassingstijd hadden gekregen, is het evenwel mogelijk dat de door dergelijke veranderingen in de voedingsgewoonten of in het energiebeleid veroorzaakte krachtige vraag in 2011 minder invloed heeft gehad.

Bij de prijzen voor voedingsgrondstoffen moet voor ogen worden gehouden dat, binnen het eurogebied, het Gemeenschappelijk Landbouwbeleid van de EU een belangrijke rol speelt in de transmissie van schokken van de voedingsmiddelenprijzen. Hoewel de in het kader van dit beleid bepaalde prijzen eveneens een hogere piek bereikten bij de prijsstijging van 2011 dan bij die van 2008, was het verschil minder uitgesproken dan bij de internationale grondstoffenprijzen. Er zij opgemerkt dat de gezamenlijke prijzen van voedingsgrondstoffen in de EU in bepaalde categorieën een sterk verschillend verloop verhullen (zie Grafiek B). Bij granen en zuivelproducten, bijvoorbeeld, bereikten de prijzen in 2011 niet het in 2008 genoteerde peil, terwijl ze voor het aggregaat hoger lagen. Bovendien deden de respectieve prijspielen zich ook op enigszins andere tijdstippen voor. Zo hadden de prijzen voor zuivelproducten reeds eind 2007 een recordhoogte bereikt, terwijl dat voor de vleesprijzen pas begin 2009 het geval was. Dergelijke verschillen zijn belangrijk, aangezien de structuur van de doorwerking van grondstoffenprijzen naar consumptieprijzen verschillend is naargelang van het type voedingsmiddel.

**Grafiek A Verloop van de grondstoffenprijzen**

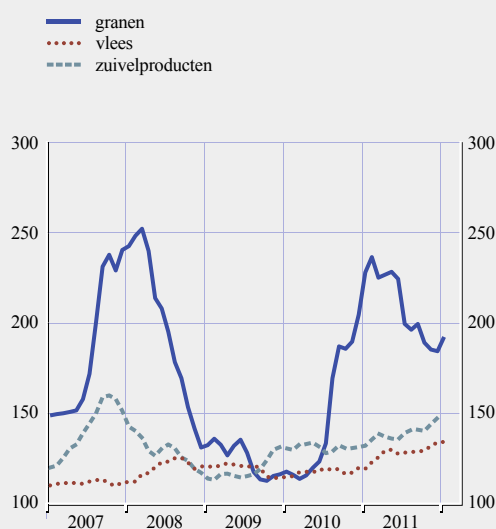
(voedselprijzindices: 2005 = 100; olieprijsen in euro)



Bronnen: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, Directoraat-generaal landbouw en plattelandsontwikkeling van de Europese Commissie en berekeningen van de ECB.

**Grafiek B Prijsverloop van de voedingsgrondstoffen**

(indexcijfer: 2005 = 100)



Bron: Directoraat-generaal landbouw en plattelandsontwikkeling van de Europese Commissie.

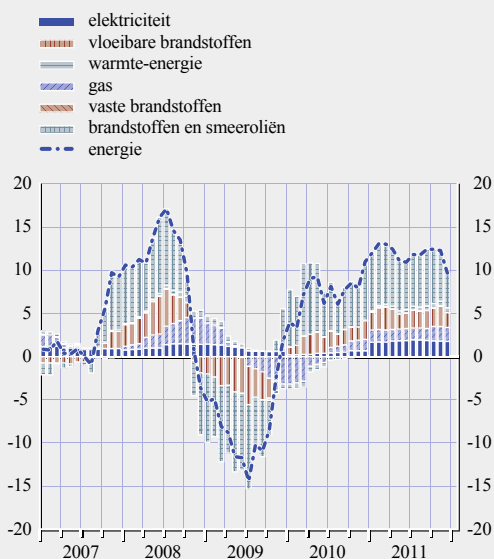
## Impact op de HICP-inflatie

Stijgingen van grondstoffenprijzen werken het snelst en het duidelijkst door in de HICP-inflatie via hun directe invloed op de consumptieprijzen van energie en voedingsmiddelen. Toen de grondstoffenprijzen medio 2008 en begin 2011 recordhoogtes bereikten, verklaarden deze twee componenten ongeveer 60% van de in het eurogebied opgetekende hoge HICP-inflatiecijfers.

De energieprijzinflatie bedroeg begin 2011 ongeveer 12%. Dit cijfer ligt iets lager dan de medio 2008 opgetekende gemiddelde inflatie (zie Grafiek C). Bewegingen in de olieprijs hebben een bijna onmiddellijk effect op de brandstofprijzen binnen de HICP-energiecomponent, vooral op de componenten voor personenwagens. Bijgevolg, en ook vanwege hun gewicht, verklaarden de brandstofprijzen het grootste gedeelte van het peil en het patroon van de energieprijzinflatie in de beide beschouwde periodes. Belastingen hadden gedurende de forse stijging van 2011 een grotere opwaartse invloed, maar die werd gecompenseerd doordat de raffinagemarges minder dan de helft bedroegen van die in 2008. Gas- en elektriciteitsprijzen worden niet onmiddellijk beïnvloed door bewegingen in de olieprijs, maar reageren eerder met enkele maanden vertraging. De verschillen tussen de inflatiepieken van 2008 en 2011 houden hoofdzakelijk verband met de relatieve bijdragen van deze twee componenten van de energieprijz: de gasprijzen leverden een grotere bijdrage in 2008, terwijl de elektriciteitsprijs een grotere bijdrage leverde in 2011. Een mogelijke reden voor de kleinere rol van de gasprijzen in 2011 is het feit dat zich de laatste jaren geleidelijk contantmarkten hebben ontwikkeld die de invloed van geïndexeerde gasprijzen mogelijksterwijs hebben afgezwakt. De grotere bijdrage van de elektriciteitsprijzen in 2011 lijkt in hoge mate verband te houden met de hogere prijzen voor hernieuwbare energiebronnen en met belastingwijzigingen.

### Grafiek C Bijdragen tot de energieprijzinflatie

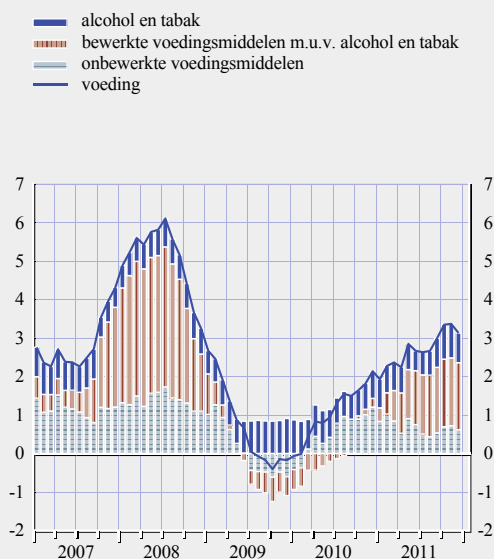
(in procentpunt; jaar-op-jaar mutaties in %)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

### Grafiek D Bijdragen tot de voedselprijzinflatie

(in procentpunt; jaar-op-jaar mutaties in %)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

In tegenstelling tot de energieprijzinflatie bleef de inflatie van de voedingsmiddelenprijzen in 2011 onder die in 2008. Met ongeveer 3% bedroeg de inflatie van de voedingsmiddelenprijzen in 2011 immers ongeveer de helft van het percentage in 2008 (zie Grafiek D). Bewegingen in de prijzen voor voedingsgrondstoffen en regionale aanvoeromstandigheden hebben een directe en bijna onmiddellijke invloed op de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen. De bijdrage van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen tot de totale inflatie van de voedingsmiddelenprijzen was in 2011, algemeen beschouwd, even groot als in 2008 ofschoon er verschillen waren in bepaalde subcomponenten zoals vlees en groenten. Het verschil tussen de inflatiepieken van de voedingsmiddelenprijzen in 2011 en 2008 komt grotendeels op rekening van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen (ongerekend alcohol en tabak), waarvoor de invloed van de grondstoffenprijzen indirect werkt via de producentenprijzen.

De bijdrage van de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen tot de inflatiepiek van begin 2011 bedroeg slechts de helft van die tijdens de piek van 2008. De bijdragen van meer bepaald zuivelproducten en brood en granen waren in 2008 veel groter. Dit strookt met het patroon van de overeenstemmende grondstoffenprijzen in de EU en met de bevinding dat, voor zuivelproducten, de doorwerking aanzienlijk sterker is dan voor andere vormen van bewerkte voedingsmiddelen<sup>2</sup>. In 2011 waren de bijdragen tot de inflatie van de bewerkte voedingsmiddelenprijzen bijgevolg vrij gelijklopend over de verschillende subcomponenten, waarbij de categorie bestaande uit koffie, thee en cacao en de categorie bestaande uit oliën en vetten nagenoeg in gelijke mate bijdroegen als de zuivelproducten. Tegelijkertijd heeft de kleinere bijdrage van de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen tot de totale inflatie van de voedingsmiddelenprijzen in 2011 wellicht te maken met het moeilijker economisch klimaat van de afgelopen jaren, waardoor de doorwerking van de grondstoffenprijzdruk werd afgezwakt.

Ter afronding: in dit Kader is aangetoond dat een vergelijkbaar verloop van de prijzen van olie en voedingsgrondstoffen in de prijsstijgingen van 2008 en 2011 gepaard ging met uiteenlopende patronen in de overeenkomstige componenten van de HICP-inflatie in het eurogebied. Enerzijds kwam de inflatiepiek op het vlak van de energieprijzen in 2011, algemeen beschouwd, overeen met de piek van 2008 en met het patroon van het verloop van de olieprijsen in die jaren. Anderzijds was de inflatie van de voedingsmiddelenprijzen in 2011 meer gematigd dan in 2008. Dit was het gevolg van een beperktere doorwerking als gevolg van de verschillende structuur van gedesaggregeerde grondstoffenprijzen en een in de afgelopen jaren over het algemeen moeilijker klimaat voor doorwerking. Al met al stroken de ontwikkelingen in 2011 evenwel met de opvatting dat de HICP-inflatie in het eurogebied zeer gevoelig is voor het verloop van de grondstoffenprijzen en dat directe effecten op de HICP-inflatie grotendeels onvermijdelijk zijn. Bijgevolg is een gepast loon- en prijsvormingsgedrag noodzakelijk om te voorkomen dat zich tweederonde-effecten zouden voordoen en dat er zich op middellange termijn een aanhoudende invloed op de inflatie zou concretiseren.

<sup>2</sup> Zie Ferrucci G., R. Jiménez-Rodríguez en L. Onorante, "Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities", *Working Paper Series*, nr. 1168, ECB, april 2010.

Tegen de achtergrond van de hoge olieprijsen bleef het twaalfmaands mutatietempo van de HICP-energiecomponent – die 10,4% van de totale HICP uitmaakt – gedurende heel 2011 boven 10%, met een twaalfmaands gemiddelde van 11,9%. Dit had de zwaarste impact op de prijzen van de rechtstreeks oliegerelateerde componenten,

zoals vloeibare brandstoffen en brandstoffen en smeerolie voor personenvervoersmiddelen. Daarnaast was er een manifeste prijsstijging voor elektriciteit, gas en stookolie.

Net als de internationale prijzen van voedingsgrondstoffen bleven de HICP-

**Tabel I Prijsontwikkelingen**

(jaar-op-jaar mutaties in %, tenzij anders vermeld)

	2009	2010	2011	2010 kw 4	2011 kw 1	2011 kw 2	2011 kw 3	2011 kw 4	2012 jan.	2012 feb.
<b>HICP en componenten</b>										
Totale index <sup>1)</sup>	0,3	1,6	2,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	2,6	2,7
Energie	-8,1	7,4	11,9	9,2	12,7	11,5	12,0	11,5	9,2	.
Onbewerkte voedingsmiddelen	0,2	1,3	1,8	2,7	2,3	1,9	1,3	1,8	1,6	.
Bewerkte voedingsmiddelen	1,1	0,9	3,3	1,3	2,1	3,0	3,7	4,2	4,1	.
Industriële goederen m.u.v. energie	0,6	0,5	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	1,2	0,9	.
Diensten	2,0	1,4	1,8	1,3	1,6	1,9	2,0	1,9	1,9	.
<b>Overige prijs- en kostenindicatoren</b>										
Industriële producentenprijzen	-5,1	2,9	5,9	4,8	6,5	6,3	5,9	5,1	3,7	.
Olieprijzen (€ per vat)	44,6	60,7	79,7	64,4	77,3	81,3	79,3	80,7	86,2	89,7
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie	-18,5	44,6	12,2	48,6	42,9	11,6	3,8	-2,5	-4,6	.

Bronnen: Eurostat, ECB en berekeningen van de ECB gebaseerd op gegevens van Thomson Reuters.

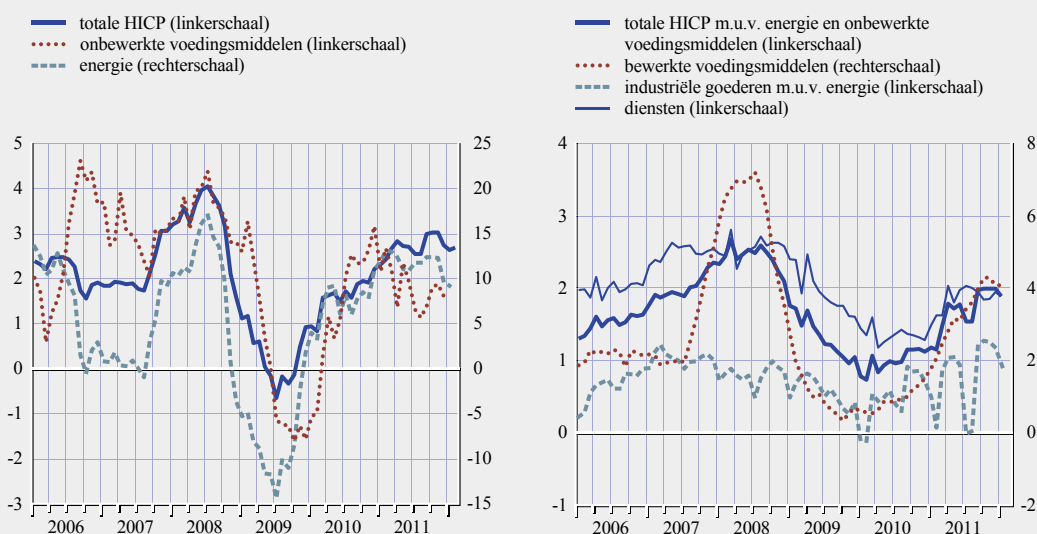
1) De HICP-inflatie in februari 2012 berust op de voorlopige raming van Eurostat.

voedingsmiddelenprijzen stijgen, in het bijzonder de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen die gedurende heel 2011 gestaag toenamen. In 2011 bedroeg het gemiddelde jaar-op-jaar mutatietempo van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen 3,3%, wat veel hoger was dan dat voor 2010 (0,9%) en 2009 (1,1%). De prijzen van onbewerkte

voedingsmiddelen vertoonden in 2011 daarentegen een neerwaartse trend, in een op maandbasis enigszins volatiel klimaat. Op gemiddelde jaarbasis namen de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen eveneens toe, zij het trager dan de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen (1,8% in 2011, tegen 1,3% in 2010 en 0,2% in 2009).

**Grafiek 19 Uitsplitsing van de HICP-inflatie: belangrijkste componenten**

(jaar-op-jaar mutaties in %, maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Ongerekend energie en voedingsmiddelen, lag de gemiddelde HICP-inflatie in 2011 hoger dan in 2010 als gevolg van een aantal externe en binnenlandse factoren. De inflatie van industriële goederen met uitzondering van energie bleef in stijgende lijn gaan. Dit kwam doordat eerdere wisselkoersdepreciaties en stijgingen van grondstoffenprijzen, alsook verhogingen van indirecte belastingen in zekere mate werden doorberekend. Bovendien was het mutati tempo voor deze component veeleer volatiel vanwege de nieuwe regelgeving inzake de behandeling van seizoengebonden producten in de HICP, die vooral effect sorteerde op de subcomponent van de semi-duurzame goederen (kleding, textiel, boeken, enz.).

Overeenkomstig het verloop van de loongroei nam de inflatie van de dienstenprijzen in de eerste helft van 2011 aanzienlijk toe; tegen het einde van het jaar stabiliseerde ze zich op ongeveer 2%. Dit patroon was merkbaar in alle belangrijke subcomponenten van de diensten, met uitzondering van de communicatiediensten.

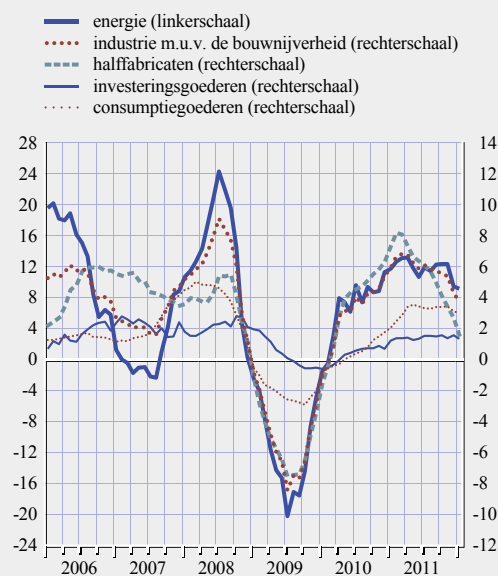
### INFLATIE VAN PRODUCENTENPRIJZEN DAALT IN 2011

Hoofdzakelijk vanwege de steviger mondiale vraag naar grondstoffen nam de prijsdruk die uitgaat van de aanbodketen, vanaf zijn dieptepunt in de zomer van 2009 tot medio 2011 gestaag toe. Als gevolg daarvan liep de inflatie van de industriële producentenprijzen eind 2010 en in de eerste helft van 2011 op. Daarna daalde ze, grotendeels als gevolg van de schommelingen in de grondstoffenprijzen. De producentenprijzen in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid) in het eurogebied stegen in 2011 met gemiddeld 5,9%, tegen 2,9% in 2010 en een daling met 5,1% in 2009 (zie Grafiek 20). Het jaar-op-jaar mutati tempo van de producentenprijzen voor energie bedroeg 11,9%, tegen 6,4% in 2010 en een daling met 11,8% in 2009.

Ongerekend de bouwnijverheid en de energiesector, lag het twaalfmaands stijgings-tempo van de industriële producentenprijzen

**Grafiek 20 Uitsplitsing van de industriële producentenprijzen**

(jaar-op-jaar mutaties in %; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

eveneens hoger dan in de voorgaande jaren (3,8% in 2011, tegen 1,6% in 2010 en een daling met 2,9% in 2009). De geringere prijsdruk in de tweede helft van het jaar kwam duidelijker tot uiting in de beginstadia van de prijsketen (producentenprijzen voor halfabricaten) dan in de latere stadia ervan (producentenprijzen voor consumptiegoederen).

### GELEIDELIJKE STIJGING VAN DE ARBEIDSKOSTEN IN 2011

Als gevolg van de in de eerste helft van het jaar verbeterde situatie op de arbeidsmarkt liepen de arbeidskosten in 2011 geleidelijk op. Het jaar-op-jaar groeitempo van de contractlonen trok in de loop van het jaar gestaag aan van 1,7% in 2010 tot gemiddeld 2,0% over heel 2011 (zie Tabel 2). De geleidelijke opleving van deze indicator, die de hoofdcomponent bevat van de lonen die vooraf worden vastgelegd in collectieve overeenkomsten, kan het resultaat zijn van een vertraagde reactie van de contractuele overeenkomsten op de verbeterde arbeidsmarktsituatie, wat

**Tabel 2 Arbeidskostenindicatoren**

(jaar-op-jaar mutaties in %, tenzij anders vermeld)

	2009	2010	2011	2010 kw 4	2011 kw 1	2011 kw 2	2011 kw 3	2011 kw 4
Contractlonen	2,6	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Totale arbeidskosten per uur	2,7	1,6	.	1,7	2,5	3,2	2,7	.
Loonsom per werknemer	1,4	1,6	.	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>P.m.-posten</i>								
Arbeidsproductiviteit	-2,5	2,4	.	1,9	2,2	1,3	1,0	.
Arbeidskosten per eenheid product	4,0	0,8	.	-0,3	0,2	1,2	1,3	.

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

geleid heeft tot een versterking van de onderhandelingspositie van de werknemers. Ook de inflatiestijging vanaf eind 2010 kan een rol hebben gespeeld.

Anders dan in 2010, trok in 2011 ook het twaalfmaands stijgingstempo van de arbeidskosten per uur aan. Het jaar-op-jaar groeicijfer van de loonsom per werknemer kwam tijdens de eerste drie kwartalen van 2011 op gemiddeld 2,4% uit, een duidelijk hoger cijfer dan het gemiddelde van 1,6% in 2010. Aangezien de groei van de arbeidsproductiviteit per werknemer beduidend lager lag dan de loonsom per werknemer, lieten de arbeidskosten per eenheid product een scherpe stijging optekenen.

### INFLATIE VAN HUIZENPRIJZEN NEEMT AF

De huizenprijzen in het eurogebied, die niet zijn opgenomen in de HICP, stegen in het derde kwartaal van 2011 met 1,0% op jaarbasis (gemiddeld 1,1% in 2010). Het groeicijfer bleef aldus duidelijk onder het tussen 1999 en 2010 opgetekende gemiddelde van 4,5% (zie Grafiek 21). In het derde kwartaal van 2011 lag de index van de huizenprijzen in het eurogebied 1,1% lager dan de piek die hij in het tweede kwartaal van 2008 had bereikt.

### VERLOOP VAN DE INFLATIEVERWACHTINGEN

Uit gegevens van Consensus Economics, de Euro Zone Barometer en de Survey of Professional Forecasters van de ECB blijkt dat

de op enquêtes gebaseerde inflatieverwachtingen voor de lange termijn (vijf jaar vooruit) dicht in de buurt van 2,0% lagen. Ook marktgebonden indicatoren zoals de break-eveninflatie afgeleid van inflatiegeïndexeerde obligaties en vergelijkbare rentes afgeleid van inflatieswaps, waren volledig in overeenstemming met de definitie van prijsstabiliteit van de Raad van Bestuur.

**Grafiek 21 Beloop van de huizenprijzen in het eurogebied**

(jaar-op-jaar mutaties in %; twaalfmaands gegevens)



Bron: Berekeningen van de ECB gebaseerd op niet-geharmoniseerde nationale gegevens.

Toelichting: De gegevens voor 2011 omvatten de gegevens tot het derde kwartaal.

## 2.4 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

### GROEITEMPO VERTRAAGT IN DE LOOP VAN 2011

Na een herstel in 2010 is de reële bbp-groei in 2011 vertraagd. De reële bbp-groei op jaarbasis bedroeg 1,5%, tegen 1,9% in 2010 (zie Tabel 3). Het patroon van de bbp-groei in 2011 werd grotendeels beïnvloed door de investeringen en de uitvoer. Hoewel de groei in de laatste helft van 2011 in alle bestedingscomponenten vertraagde, werd het groeiprofiel het sterkst bepaald door de investeringen en de uitvoer, aangezien deze componenten de meest uitgesproken teruggang vertoonden.

Op kwartaalbasis steeg het reële bbp in het eurogebied tijdens het eerste kwartaal van 2011 met 0,8%, tegen 0,3% in het vierde kwartaal van 2010. De groei werd in het eerste kwartaal echter beïnvloed door enkele bijzondere factoren en bijgevolg werd voor het tweede kwartaal

een aanzienlijke vertraging in het hersteltempo verwacht. Het bbp nam in dat kwartaal met, op kwartaalbasis, 0,2% toe. Hoewel het bbp in het derde kwartaal van 2011 nog steeds groeide (met 0,1%), waren er reeds tekenen die erop wezen dat eerder vastgestelde neerwaartse risico's bewaarheid werden. Die risico's kwamen tot uiting in de verslechterende resultaten van de enquêtes onder producenten en consumenten, en omvatten een minder snelle groei van de mondiale vraag en ongunstige effecten op de algemene financieringsvoorwaarden ten gevolge van aanhoudende spanningen op de markten voor overheidsschuld in het eurogebied. De eerste raming van Eurostat voor het vierde kwartaal gaat uit van een groei op kwartaalbasis met -0,3%. Op dit ogenblik is er nog geen uitsplitsing beschikbaar, maar de voorhanden informatie wijst op een zwak verloop van de industriële bedrijvigheid (met inbegrip van de bouwnijverheid), terwijl de dienstensector blijkbaar ietwat beter stand heeft gehouden.

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

(mutaties in %; seizoengezuiverd, tenzij anders vermeld)

	Twaalfmaands cijfers <sup>1)</sup>								Kwartaalcijfers <sup>2)</sup>				
	2009	2010	2011	2010 kw 4	2011 kw 1	2011 kw 2	2011 kw 3	2011 kw 4	2010 kw 4	2011 kw 1	2011 kw 2	2011 kw 3	2011 kw 4
Reëel bruto binnenlands product	-4,3	1,9	1,5	2,0	2,4	1,6	1,3	0,7	0,3	0,8	0,2	0,1	-0,3
<i>waarvan:</i>													
Binnenlandse vraag <sup>3)</sup>	-3,7	1,1	.	1,5	1,6	0,7	0,4	.	0,2	0,5	-0,2	-0,1	.
Particuliere consumptie	-1,2	0,9	.	1,1	0,9	0,2	0,0	.	0,3	0,0	-0,5	0,2	.
Overheidsconsumptie	2,5	0,6	.	-0,1	0,5	0,1	0,0	.	0,0	0,2	-0,1	-0,1	.
Bruto-investeringen in vaste activa	-12,0	-0,6	.	1,3	3,6	1,6	1,3	.	-0,4	1,8	-0,1	-0,1	.
Voorraadwijziging <sup>3),4)</sup>	-0,9	0,5	.	0,7	0,3	0,3	0,1	.	0,1	0,0	0,2	-0,1	.
Netto-uitvoer <sup>3)</sup>	-0,6	0,8	.	0,5	0,8	0,9	0,9	.	0,1	0,3	0,3	0,2	.
Uitvoer <sup>3)</sup>	-12,8	11,5	.	12,0	10,4	6,8	5,8	.	1,5	1,8	1,2	1,2	.
Invoer <sup>5)</sup>	-11,7	9,7	.	11,2	8,5	4,6	3,7	.	1,3	1,1	0,5	0,8	.
Reële bruto toegevoegde waarde													
<i>waarvan:</i>													
Industrie m.u.v. de bouwnijverheid	-13,3	6,6	.	6,7	5,7	4,2	3,5	.	1,3	1,2	0,6	0,3	.
Bouwnijverheid	-6,8	-4,4	.	-2,9	0,7	-0,8	-0,6	.	-1,2	1,4	-0,2	-0,5	.
Diensten	-1,6	1,4	.	1,3	1,5	1,3	1,0	.	0,2	0,5	0,2	0,1	.

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De twaalfmaands gegevens worden berekend aan de hand van niet-seizoengezuiverde gegevens. De tweede publicatie door Eurostat van de nationale rekeningen voor het vierde kwartaal van 2011 (die de splitsing naar uitgaven omvat) werd uitgebracht na de afsluitingsdatum voor de gegevens (2 maart 2012).

1) Mutaties in % tegenover de overeenkomstige periode van het voorgaande jaar.

2) Mutaties in % tegenover het voorgaande kwartaal.

3) Als bijdrage tot de reële bbp-groei; in procentpunt.

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

5) Invoer en uitvoer betreffen zowel goederen als diensten en omvatten mede het intern grensoverschrijdend handelsverkeer binnen het eurogebied.

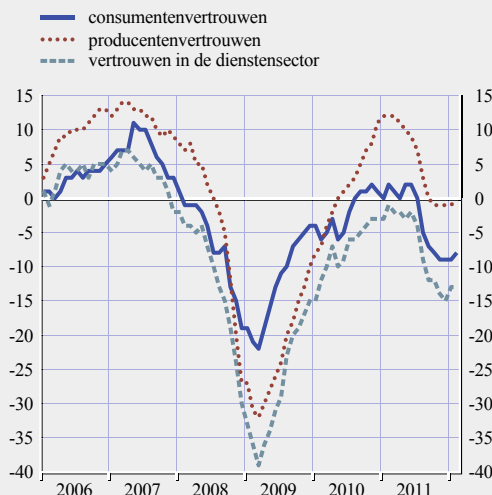
De particuliere consumptie groeide in 2011 minder sterk dan in 2010, toen ze met 0,9% toenam. Deze vertraging is blijkbaar het gevolg van de tragere groei van de consumptie van detailhandelsgoederen en, in mindere mate, van diensten. Uit het aantal registraties van nieuwe personenauto's blijkt dat de autoaankopen in 2011 terugliepen, zij het niet zo scherp als in 2010. De zwakte van de consumptie strookt met de aantasting van het reëel inkomen ten gevolge van de oplopende inflatie. Daarentegen nam de werkgelegenheid in 2011 gemiddeld toe, wat de inkomensgroei enigszins ondersteunde. Het matig inkomensverloop in 2011 heeft wellicht bijgedragen tot de verdere daling van de spaarquote, aangezien de huishoudens hun spaargeld dienden aan te spreken. De indicator van het consumentenvertrouwen, die een vrij getrouw beeld geeft van het trendmatig verloop van de consumptie, daalde scherp in de tweede helft van 2011, na een periode van stabiliteit in de eerste helft van het jaar. In december 2011 stond die indicator op hetzelfde peil als in het najaar van 2009 (zie Grafiek 22).

De groei van de totale investeringen in vaste activa was in 2011 relatief krachtig en dus veel hoger dan in 2010, toen de investeringen met 0,6% krompen. Die forse groei is echter grotendeels toe te schrijven aan een zeer sterk eerste kwartaal, ten gevolge van de krachtige bouwinvesteringen, met name voor de bouw van woningen. Dat moet op zijn beurt worden beschouwd als een herstel na de verzwakking die omstreeks het einde van 2010 werd veroorzaakt door de ongewoon koude weersomstandigheden in delen van het eurogebied. In de loop van 2011 vertraagde de groei van zowel de bouwinvesteringen als de niet-bouwinvesteringen.

De groei op jaarbasis van de overheidsconsumptie was in 2011, naar alle waarschijnlijkheid, licht positief en dus lager dan in 2010, toen hij 0,6% beliep. Indien dit wordt bevestigd, zou dat het laagste groeicijfer op jaarbasis zijn sinds 1996. De trage groei weerspiegelt het verder streven naar begrotingsconsolidatie in een aantal landen. Deze consolidatie-inspanningen vloeien

**Grafiek 22 Vertrouwensindicatoren**

(saldi in %; 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.

met name voort uit een beperking van de lonen van het overheidspersoneel, die ongeveer de helft van de totale overheidsconsumptie uitmaken. Ook andere componenten van de overheidsconsumptie, zoals de intermediaire consumptieve bestedingen, zijn slechts gematigd gestegen in het licht van de consolidatievereisten.

De bijdrage van de voorraden tot de groei bleef in 2011 wellicht beperkt. Dit zou betekenen dat de voorraadvorming vertraagde ten opzichte van 2010, toen de voorraden ten belope van 0,5 procentpunt bijdroegen tot de bbp-groei. In overeenstemming met de slinkende groei en een verslechtering van de vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid, werd de bijdrage van de voorraden tot de totale groei in het derde kwartaal van 2011 negatief op kwartaalbasis.

De handel van het eurogebied bleef zich tot het derde kwartaal van 2011 herstellen. Het tempo van de expansie lag echter ruim onder de dubbelcijferige groei tijdens dezelfde periode een jaar eerder. De reële uitvoer van goederen



en diensten steeg tot het derde kwartaal van 2011 met 5,8%, terwijl de reële invoer met 3,7% toenam. Gedurende deze periode kwam de uitvoer op kwartaalbasis steeds hoger uit dan de invoer. Hierdoor waren de bijdragen van de netto-uitvoer tot de bbp-groei op kwartaalbasis in elk kwartaal positief, waardoor ze tijdens die periode het herstel in het eurogebied ondersteunden. Al met al weerspiegelde de handelsdynamiek tot het derde kwartaal van 2011 grotendeels de ongelijkmatige expansie van de wereldeconomie. De groei van de handel binnen het eurogebied en de invoer vanuit landen buiten het eurogebied waren veeleer gematigd, doordat de aanslepende overheidsschuldencrisis de vraag in het eurogebied drukte. De uitvoer naar landen buiten het eurogebied, met name naar Azië en Latijns-Amerika (zie Grafiek 23) was robuust, terwijl de uitvoer naar de meeste geavanceerde economieën – inclusief de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk – langzaam aantrok. Het volume van de

goederenuitvoer naar landen buiten het eurogebied nam tot het derde kwartaal van 2011 voor alle belangrijke productcategorieën toe. De matige stijging van de invoervolumes was daarentegen grotendeels toe te schrijven aan de halffabricaten (die ook worden gebruikt als grondstof voor uitgevoerde producten), terwijl de invoer van consumptiegoederen daalde vanwege de zwakke particuliere consumptie in het eurogebied. De lopende rekening van het eurogebied als geheel bleef in 2011 nagenoeg in evenwicht.

#### INDUSTRIËLE PRODUCTIE BLIJFT STIJGEN VOORALEER ZE BEGINT TERUG TE LOPEN

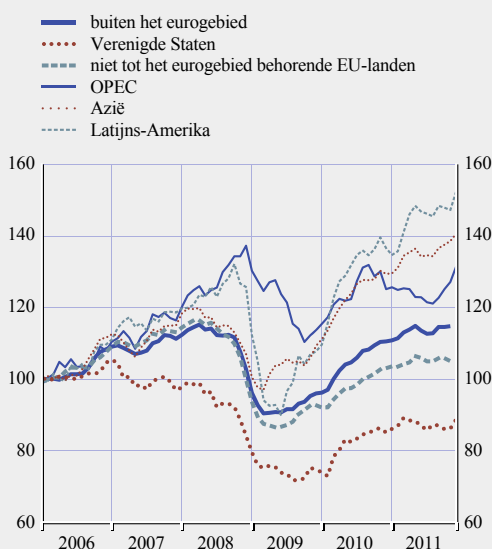
Op sectoraal niveau deed de grootste productiestijging in 2011 zich voor in de industriële sector. De toegevoegde waarde in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid) steeg gedurende de eerste drie kwartalen van het jaar met gemiddeld 4,5% op jaarbasis, na een toename met 6,6% in 2010. De groeidynamiek verzwakte echter tijdens het jaar, in overeenstemming met de vertraging van de bbp-groei. Dit wordt ook bevestigd door de twaalfmaands mutatie van de industriële productie (ongerekend de bouwnijverheid), die scherp daalde van bijna 7% in januari 2011 tot -1,6% in december 2011.

Onder de componenten van de industriële productie (ongerekend de bouwnijverheid) namen de halffabricaten en de investeringsgoederen in 2011 het sterkst toe, terwijl de productie van consumptiegoederen meer gematigd was (zie Grafiek 24). Tegelijkertijd liep de productie van energie scherp terug.

Na een langdurige vertraging kromp de productie in de bouwnijverheid in 2011 verder in. Na een krimp met 4,4% in 2010, verminderde de toegevoegde waarde in de bouwnijverheid met gemiddeld 0,2% op jaarbasis tijdens de eerste drie kwartalen van 2011. De twaalfmaands groei van de toegevoegde waarde in de dienstensector bedroeg in dezelfde periode gemiddeld 1,3% en bleef dus grotendeels ongewijzigd ten opzichte van het jaarcijfer voor 2010.

**Grafiek 23 Uitvoervolumes van het eurogebied naar specifieke handelspartners**

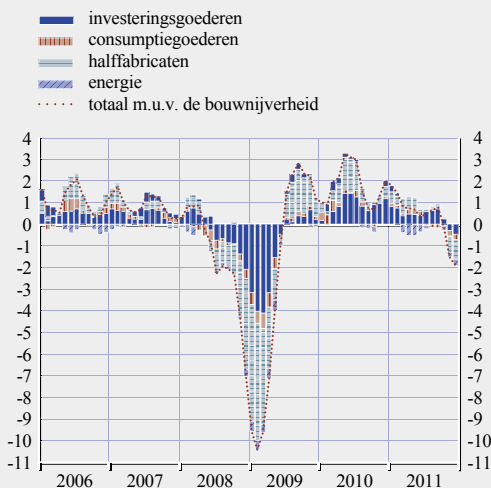
(index: 2006 kw 1 = 100; seizoengezuiverd; driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.  
Toelichting: De meest recente waarneming dateert van december 2011, behalve voor de landen buiten het eurogebied en de niet tot het eurogebied behorende EU-landen (november 2011).

### Grafiek 24 Groei van de industriële productie en bijdragen

(groei tempo en bijdragen in procentpunt; maandgegevens; seizoengezuiverd)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De getoonde gegevens zijn berekend als driemaands voortschrijdende gemiddelden ten opzichte van het overeenkomstige gemiddelde drie maanden eerder.

### Grafiek 25 Arbeidsmarktontwikkelingen

(groei op kwartaalbasis; in % van de beroepsbevolking; seizoengezuiverd)



Bron: Eurostat.

### VERBETERING OP DE ARBEIDSMARKT KOMT TOT STILSTAND

De werkgelegenheid, die zich eind 2010 begon te herstellen, vertoonde in de eerste helft van 2011 een positieve groei op kwartaalbasis. De werkgelegenheidsgroei werd in het derde kwartaal evenwel negatief; hij liep terug met 0,1% (zie Grafiek 25). Enquêtegegevens wijzen op een aanhoudende zwakte in het vierde kwartaal van 2011. Vanuit sectoraal oogpunt deed de sterkste verbetering tijdens het jaar als geheel zich voor in de dienstensector. De werkgelegenheid in de industrie (ongerekend

de bouwnijverheid) steeg in mindere mate. Het totaal aantal gewerkte uren nam in 2011 sterker toe dan het aantal werkenden, vooral aan het begin van het jaar. Dit moet louter worden beschouwd als een omslag ten opzichte van het verloop tijdens de neergang, aangezien de totale arbeidsaanpassing toen grotendeels tot stand kwam via een verlaging van het aantal gewerkte uren per werknemer en niet via een vermindering van het aantal werkenden. In Kader 7 worden de arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied sinds de start van de financiële crisis vergeleken met die in de Verenigde Staten.

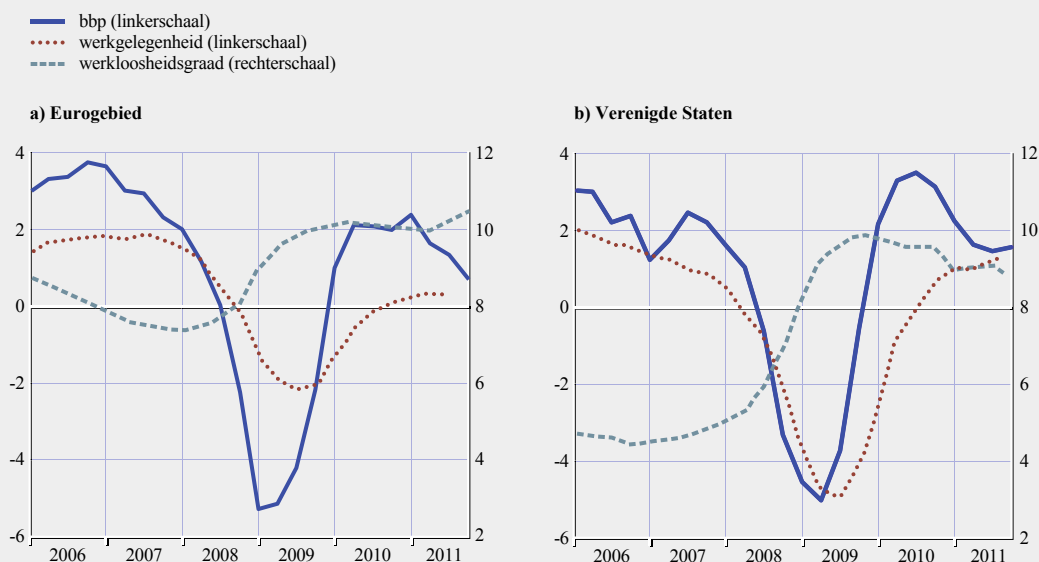
### Kader 7

#### AANPASSINGEN OP DE ARBEIDSMARKT IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN SEDERT DE CRISIS

Het uitbreken van de financiële crisis – en de daaruit voortvloeiende inkrimping van de economische bedrijvigheid – had in het eurogebied en in de Verenigde Staten een zware impact op de arbeidsmarkten. Dit resulteerde in forse dalingen van de werkgelegenheid en aanzienlijke stijgingen van de werkloosheid (zie Grafiek A). Terwijl uit recente gegevens blijkt dat de

## Grafiek A Verloop van het bbp, de werkgelegenheid en de werkloosheid in het eurogebied en de Verenigde Staten

(jaar-op-jaar mutaties in %; werkloosheidsgraad in % van de beroepsbevolking)



Bronnen: Eurostat, het Amerikaans Bureau of Economic Analysis en het Amerikaans Bureau of Labor Statistics, en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 2011 kw 4 voor alle reeksen, behalve voor de werkgelegenheid in het eurogebied (2011 kw 3).

inkrimping van de bedrijvigheid in de beide economieën algemeen beschouwd vrij vergelijkbaar was – een daling van het reëel bbp met ongeveer 5% tussen hoogte- en dieptepunt –, ziet het er naar uit dat de aanpassingen op de arbeidsmarkt in de Verenigde Staten ietwat scherper en ingrijpender zouden zijn geweest dan die in het eurogebied<sup>1</sup>. Dat kwam tot op zekere hoogte door de sterkere concentratie van activiteitsverlies in de arbeidsintensieve sectoren (bv. de bouw en het financiewezen) in de Verenigde Staten en meer intensieve labour hoarding in het eurogebied. In dit Kader wordt nader ingegaan op de aanpassing van de arbeidsinput in het eurogebied en in de Verenigde Staten sedert het uitbreken van de crisis, en worden de voornaamste verschillen in het aanpassingsproces belicht.

### Dynamiek van de arbeidsmarkt sedert de crisis

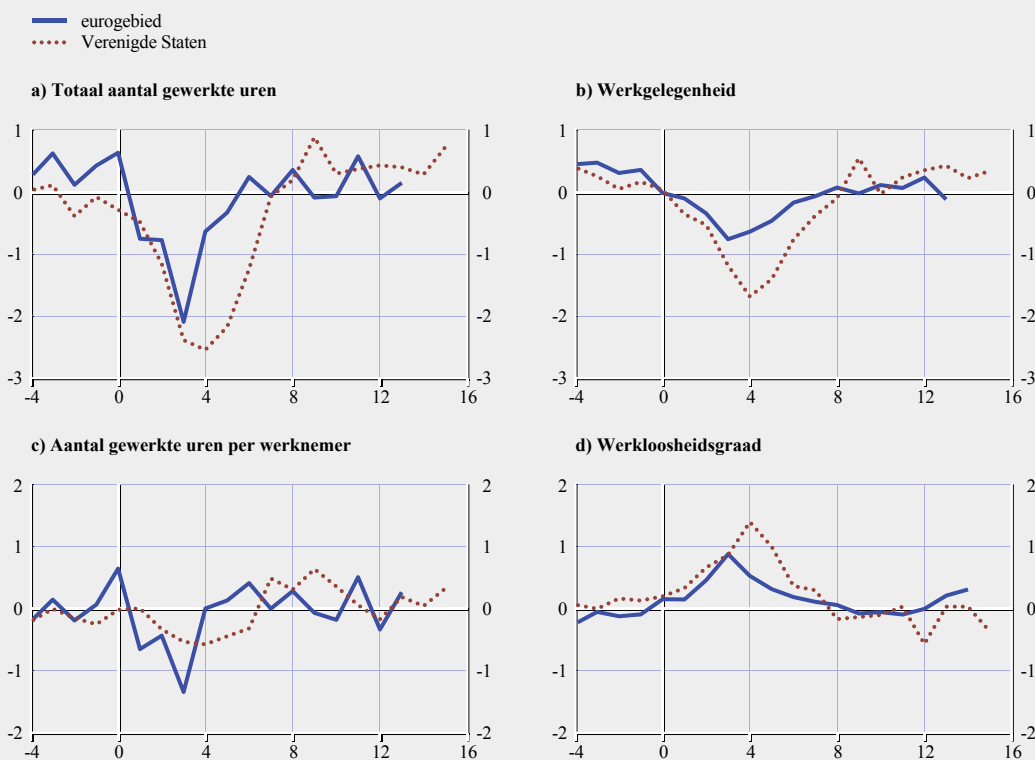
Grafiek B synchroniseert de conjuncturele aanpassingen in de beide economieën op het ogenblik van de eerste kwartaal-op-kwartaal inkringing van het bbp in 2008, dit teneinde de verschillen aan te tonen tussen de aanpassingstrajecten en -mechanismen in de beide economieën.

Het begin van de recessie (punt '0' in ieder onderdeel van Grafiek B) bespoedigde in de beide economieën een zeer sterke daling van het totale aantal gewerkte uren, aangezien de bedrijven hun arbeidsinput aanpasten in verhouding tot de teruglopende bestellingen en de afnemende vraag naar productie. In de Verenigde Staten leidde de inkringing van de bedrijvigheid tot een snelle aanpassing van de werkgelegenheid en, derhalve, tot een toename van de werkloosheidsgraad, een proces dat tot begin 2010 aanhield. In het eurogebied, daarentegen, bleven werkgelegenheid

<sup>1</sup> Voor informatie over de methodologische verschillen in de werkgelegenheidscijfers voor het eurogebied en de Verenigde Staten, zie het artikel "Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan", *Monthly Bulletin*, ECB, april 2005.

## Grafiek B Verloop van de werkgelegenheid, het aantal gewerkte uren en de werkloosheid in het eurogebied en de Verenigde Staten

(kwartaal-op-kwartaal mutaties in %; kwartaal-op-kwartaal veranderingen in procentpunt van de werkloosheidsgraad)



Bronnen: Eurostat, OESO, het Amerikaans Bureau of Labor Statistics en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: '0' op de x-as staat voor het eerste kwartaal van bbp-inkrimping in iedere economie (2008 kw 1 in de Verenigde Staten; 2008 kw 2 in het eurogebied). De meest recente waarnemingen betreffen alle reeksen tot 2011 kw 4, behalve de reeksen van de werkgelegenheid en de uren, die eindigen in 2011 kw 3.

en werkloosheid tot op zekere hoogte gespaard van de volle impact van de forse daling van het bbp dankzij een vrij ingrijpende aanpassing van het aantal per werknemer gewerkte uren. Terwijl in het eurogebied de strengere wetgeving inzake arbeidsbescherming wellicht een rol heeft gespeeld bij het temperen van een gedeelte van de arbeidsmarktaanpassing, is de geringere werkgelegenheidsaanpassing er voor een deel ook ongetwijfeld toe te schrijven aan de stelsels voor arbeidsduurvermindering (vaak overheidsgesteund), die in tal van landen op ruime schaal werden toegepast (vooral in België, Duitsland en Italië).

Tijdens de recessie is het aantal werkenden in het eurogebied met ongeveer 3,8 miljoen eenheden gedaald (2,6%), terwijl in de Verenigde Staten meer dan 8 miljoen banen verloren gingen (circa 6%). De verschillende reacties in de beide economieën op het vlak van werkgelegenheid en uren leidden in het eurogebied tot een veel tragere stijging van de geregistreerde werkloosheid, zij het vanaf een duidelijk hoger initieel niveau en ondanks een nogal verschillende dynamiek van het arbeidsaanbod<sup>2</sup>. Zo steeg, tijdens de crisis, de werkloosheidsgraad in het eurogebied

<sup>2</sup> Na de aanvang van de recessie, ging de groei van de beroepsbevolking in het eurogebied doorgaans stagneren. Dat kan ongeveer gelijkmatig worden toegeschreven aan de vertraagde bevolkingsgroei en aan de tragere toename van de participatiegraad. In de Verenigde Staten, daarentegen, kromp de beroepsbevolking met ongeveer 0,5%, grotendeels als gevolg van de sterke daling van de participatiegraad, terwijl de groei van de bevolking slechts licht vertraagde.

van net iets minder dan 7,4% in het eerste kwartaal van 2008 tot 10,2% in het tweede kwartaal van 2010. In de Verenigde Staten nam de werkloosheidsgraad daarentegen toe van 4,4% aan de vooravond van de crisis tot een piek van 10% in het laatste kwartaal van 2009.

### **Arbeidsmarkt trekt ietwat sneller aan in het eurogebied dan in de Verenigde Staten**

Sedert de recessie – en ondanks de minder ingrijpende aanpassing tijdens de crisis – lijken de arbeidsmarkten in het eurogebied ietwat sneller op het economisch herstel te hebben gereageerd dan die in de Verenigde Staten. Zowel de groei van het aantal gewerkte uren (in het bijzonder de uren per werknemer) als die van de werkgelegenheid werd in het eurogebied iets sneller opnieuw positief dan die in de Verenigde Staten, ondanks een snellere opleving van de Amerikaanse bedrijvigheid. Dit kan deels het gevolg zijn van het feit dat de inkrimping in de Verenigde Staten ietwat langer duurde dan in het eurogebied, waar de recessie een kwartaal langer aanhield. Het heeft echter ook te maken met het enigszins intensiever inzetten van de overblijvende arbeidskrachten in de Verenigde Staten na de opleving van de bedrijvigheid, wat na de recessie leidde tot een forse stijging van de Amerikaanse arbeidsproductiviteit<sup>3</sup>.

Tot medio 2011 vertoonde de situatie op de arbeidsmarkt in de beide economieën tekenen van verbetering. Het aantal gewerkte uren en de werkgelegenheid begonnen te stijgen – zij het geleidelijk – en de werkloosheid liep ietwat terug. De werkgelegenheid in het eurogebied nam sedert het dieptepunt met in totaal ongeveer 900 000 banen toe (dat is 0,6%), terwijl in de Verenigde Staten om en nabij 2 miljoen banen werden gecreëerd (1,5%). De geringere werkgelegenheidscreatie in het eurogebied na de crisis is tot op zekere hoogte een natuurlijk gevolg van de hogere mate van labour hoarding tijdens de recessie. Derhalve bleef de werkloosheid in het eurogebied na de recessie hoog; in het vierde kwartaal van 2011 steeg ze tot 10,4%. In de Verenigde Staten was de werkloosheid in hetzelfde kwartaal daarentegen met bijna 1 procentpunt teruggelopen tot 8,7%.

### **Langdurige werkloosheid neemt aan beide zijden van Atlantische Oceaan toe**

Na het uitbreken van de crisis nam de werkloosheidsduur aan beide zijden van de Atlantische Oceaan toe. Langere werkloosheidsperiodes kunnen ervoor zorgen dat het menselijk kapitaal en de band met de arbeidsmarkt fors verslechtert, wat op zijn beurt schadelijke gevolgen kan hebben voor het groeipotentieel van een economie op lange termijn. Het aandeel van de langdurige werkloosheid is doorgaans veel kleiner in de Verenigde Staten dan in het eurogebied; het aandeel van hen die reeds meer dan zes maanden werkloos zijn, bevindt zich na de recessie in de Verenigde Staten over het algemeen op een hoogtepunt van circa 25%, tegen ongeveer 65% van het totaal in het eurogebied. Tijdens de jongste recessie is dat aandeel in de Verenigde Staten evenwel aanzienlijk toegenomen en bedraagt het sedert begin 2010 meer dan 40%, hoewel dit nog steeds 20 procentpunt minder is dan in het eurogebied. Deze toename heeft voor een deel ongetwijfeld te maken met de ernst van de recessie en met het gebrek aan nieuwe werkgelegenheidskansen op een nog steeds futloze Amerikaanse arbeidsmarkt, maar ze zou ook deels kunnen worden toegeschreven aan het feit dat de periode waarin men recht heeft op werkloosheidsuitkeringen

<sup>3</sup> Zie het Kader 'Recente sectorale productiviteitsontwikkelingen in het eurogebied en in de Verenigde Staten', ECB Maandbericht, december 2011.

sedert juni 2008 verlengd is van 26 tot 99 weken<sup>4</sup>. De persistente kloof op het vlak van de langdurige werkloosheid heeft wellicht te maken met grotere institutionele verschillen tussen de Europese en de Amerikaanse arbeidsmarkt.

De recente recessie heeft op de arbeidsmarkten aan beide zijden van de Atlantische Oceaan een zware tol geëist. De bezetting van de arbeidscapaciteit heeft nog steeds niet haar niveau van vóór de crisis bereikt. De situatie op de arbeidsmarkt is vooral in de Verenigde Staten sterk verslechterd. De toename van de werkgelegenheid zal zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten wellicht nog enige tijd gematigd blijven. Verbeteringen op langere termijn voor de arbeidsmarkt van het eurogebied zullen vermoedelijk sterk afhankelijk zijn van het vermogen om verder te herstructureren teneinde innovatie en efficiënte werkmethoden te stimuleren, wat op langere termijn aan de werkgelegenheid ten goede zou komen. Het is niet uitgesloten dat in het eurogebied supplementaire hervormingen nodig zijn om de arbeidsmarkttransities te helpen vergemakkelijken, vooral voor jonge nieuwkomers in de beroepsbevolking, die tot dusver bovenmatig door de crisis zijn getroffen, alsook voor het toenemende aantal langdurig werklozen.

4 Het wordt algemeen aanvaard dat het verlengen van de periode waarin men recht heeft op werkloosheidsuitkeringen ook de periode verlengt waarin een baan wordt gezocht, hoewel de ramingen aanzienlijk verschillen. Wat de recente periode betreft, concluderen Daly, Hobijn en Valletta dat het feit dat de maximale betalingsduur van de Amerikaanse werkloosheidsverzekering aanzienlijk werd verlengd, wellicht slechts in zeer bescheiden mate heeft bijgedragen tot de in de Verenigde Staten sedert 2008 opgetekende toename van de werkloosheidsduur (zie Daly M., B. Hobijn en R. Valletta, "The recent evolution of the natural rate of employment", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, nr. 2011-05, september 2011). Voor deze periode werd ter zake wellicht een belangrijker rol gespeeld door de grote dalingen van de werkgelegenheid in sommige sectoren en door de daaruit voortvloeiende mismatch tussen de op de arbeidsmarkt aangeboden en gevraagde vaardigheden, alsook door de afgenomen geografische mobiliteit als gevolg van de implosie van de Amerikaanse huizenmarkt.

Aangezien de arbeidsmarktontwikkelingen meestal achterblijven bij het algemeen conjunctuurverloop, groeide de werkgelegenheid in 2011 sterker dan in 2010. In combinatie met een vertraging van de bbp-groei hield dit in dat de productiviteitsgroei per werknemer in 2011 afnam. De productiviteitsgroei daalde van 2,2% op jaarbasis in het eerste kwartaal van 2011 tot 1,0% in het derde kwartaal. De lagere productiviteitsgroei was een algemeen verschijnsel in de verschillende sectoren. Ook de groei van de totale productiviteit afgemeten aan het aantal gewerkte uren liep terug, zij het in mindere mate.

Na in april 2011 zijn laagste punt te hebben bereikt, veerde de werkloosheidsgraad weer op tot boven zijn vorige piek van mei 2010 (zie Grafiek 25). In december 2011 bedroeg de

werkloosheidsgraad 10,6%, of 0,7 procentpunt méér dan het dieptepunt in april.

## 2.5 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

In het eurogebied mondde de financiële en economische crisis uit in een overheidsschuldencrisis, met ernstige gevolgen voor het vertrouwen. In het licht van de bezorgdheid van de markt over de banksector en de verhoogde onzekerheid omtrent de macro-economische vooruitzichten, verzwakte het vertrouwen in de houdbaarheid van de overheidsschuld en nam het rendement op overheidsobligaties in tal van landen aanzienlijk toe. De crisis beïnvloedde ook de financiële activa en passiva van de overheid (voor meer informatie, zie Kader 8).

### FINANCIËLE ACTIVA EN PASSIVA VAN DE OVERHEID IN HET EUROGEBIED

De houdbaarheid van de overheidsschuld is zowel voor de financiële markten als voor de beleidsmakers een prominent item geworden. Vanuit solvabiliteitsoogpunt, met andere woorden wanneer de houdbaarheid van de overheidsschuld wordt beoordeeld, is het zaak om rekening te houden met zowel de passiva als de activa van de overheid. In dit Kader wordt gesteld dat er een onvolledig beeld zou kunnen ontstaan, mocht enkel de brutoschuld van de overheid worden bekeken, aangezien activa tot op zekere hoogte een buffer vormen en een overheid in principe haar activa zou kunnen verkopen om schuld af te lossen. Bovendien gaat de toename van de overheidspassiva in sommige gevallen gepaard met een gelijktijdige stijging van de overheidsactiva, bijvoorbeeld wanneer schuldgefinancierd kapitaal wordt geïnjecteerd in een private financiële instelling.

In dat opzicht zijn financiële activa de meest relevante tegenpost van financiële passiva. De niet-financiële activa die de overheid aanhoudt, hebben normaliter een veel hogere waarde dan financiële activa. Ze zijn echter moeilijk te waarderen en misschien minder liquide, en vergelijkbare gegevens zijn schaars. De liquiditeitsgraad, die aangeeft hoe gemakkelijk de overheid financiële of niet-financiële activa zou kunnen kopen of verkopen, is daarbij een kernaspect. De waarde van de financiële activa van de overheid kan immers in de tijd variëren, afhankelijk van de situatie op de financiële markten, en een kennelijke urgente behoefte om activa te verkopen, kan het rendement beperken. De waarde van de tegen de achtergrond van een financiële crisis verworven financiële activa kan vaak moeilijk worden ingeschat. Bovendien kan de privatisering van overheidsbedrijven tijd vergen, en de activa van de overheid zouden deels door overheidspensioenfondsen kunnen worden aangehouden en overeenstemmen met de verplichtingen van die fondsen tegenover hun premiebetalers. Uit deze bedenkingen blijkt dat de netto financiële positie van de overheid zeer behoedzaam moet worden berekend, aangezien de financiële activa en passiva van de overheid doorgaans uiteenlopende kenmerken vertonen en een volledige saldering wellicht niet gerechtvaardigd is<sup>1</sup>. Voorts moet bij de beoordeling van de potentiële risico's voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën terdege rekening worden gehouden met buiten de balans geboekte activa en passiva. Wegens de problemen in verband met de berekening van de overheidsactiva is grote voorzichtigheid geboden bij landenvergelijkingen van de netto financiële overheidspositie.

De financiële passiva van de overheid omvatten leningen aan de overheid, door de overheid uitgegeven schuldbewijzen en andere instrumenten, zoals financiële derivaten. De financiële activa van de overheid bestaan uit chartaal geld en deposito's, door overheden verstrekte leningen, effecten met uitzondering van aandelen, aandelen en deelnemingen, en overige vorderingen. Aangezien deze instrumenten in de overheidsbalans van de nationale rekeningen zijn opgenomen, worden ze geregistreerd tegen marktwaarde, in overeenstemming met het ESR 1995.

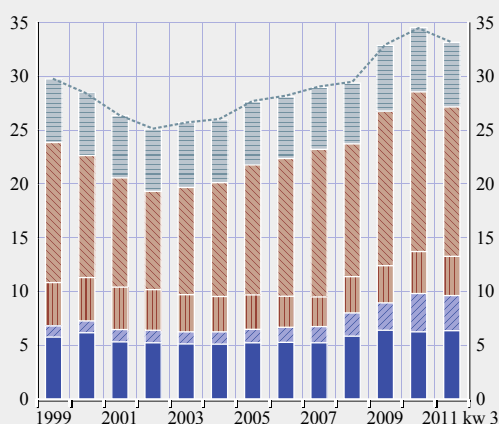
De overheden in het eurogebied hebben gestaag financiële activa opgebouwd (zie Grafiek A). In het derde kwartaal van 2011 bedroeg de marktwaarde van de totale financiële activa die de overheden in het eurogebied op geconsolideerde basis aanhielden, 33,3% bbp. Voor het eurogebied

<sup>1</sup> Voor meer informatie, zie Hartwig Lojsh D., M. Rodríguez-Vives en M. Slavik "The size and composition of government debt in the euro area", *Occasional Paper Series*, ECB, nr. 132, oktober 2011.

**Grafiek A Samenstelling van de financiële activa van de overheid in het eurogebied**

(in % bbp)

- chartaal geld en deposito's
- leningen
- overige vorderingen
- effecten m.u.v. aandelen
- aandelen en deelnemingen
- totale financiële activa

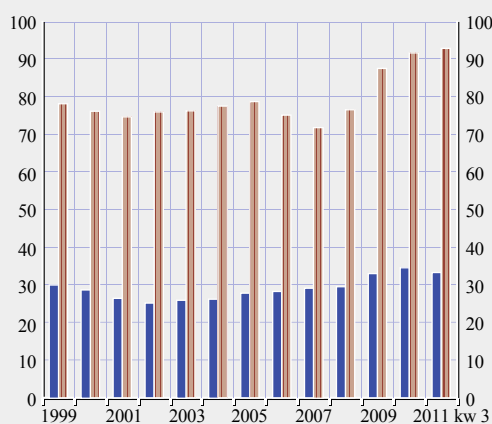


Bron: Berekeningen van de ECB (gebaseerd op gegevens van Eurostat en nationale gegevens).

**Grafiek B Financiële activa en passiva van de overheid in het eurogebied**

(in % bbp)

- financiële activa
- financiële passiva



Bron: Berekeningen van de ECB (gebaseerd op gegevens van Eurostat en nationale gegevens).

als geheel vertegenwoordigde de marktwaarde van de financiële activa van de overheid meer dan een derde van de marktwaarde van de overheidspassiva, die in dezelfde periode 92,9% bbp beliep (zie Grafiek B). Tussen het uitbreken van de financiële crisis in het najaar van 2008 en het derde kwartaal van 2011 hadden de overheden financiële activa verworven ten belope van ongeveer 4,2% bbp. Gedurende deze periode was de stijging van de effecten met uitzondering van aandelen het gevolg van de nettoaankopen, door de overheden van het eurogebied, van door financiële instellingen uitgegeven effecten. Voor Duitsland weerspiegelde die stijging grotendeels de aankoop van activa in verband met de oprichting van FMS Wertmanagement, een bij de overheid ingedeelde openbare vereffeninginstelling. De stijging van het chartaal geld en de deposito's hangt samen met de versterking van de reserves in contanten doordat tijdens de financiële crisis liquiditeitsbuffers werden opgebouwd, maar ze kan ook door openbare vereffeninginstellingen aangehouden chartaal geld en deposito's omvatten. Evenzo weerspiegelt de groei van aandelen en overige deelnemingen de kapitaalinjecties in noodlijdende financiële instellingen in tal van landen<sup>2</sup>, of effectenverkeer dat vooral uitgaat van wettelijke socialeverzekeringsinstellingen met veel activa.

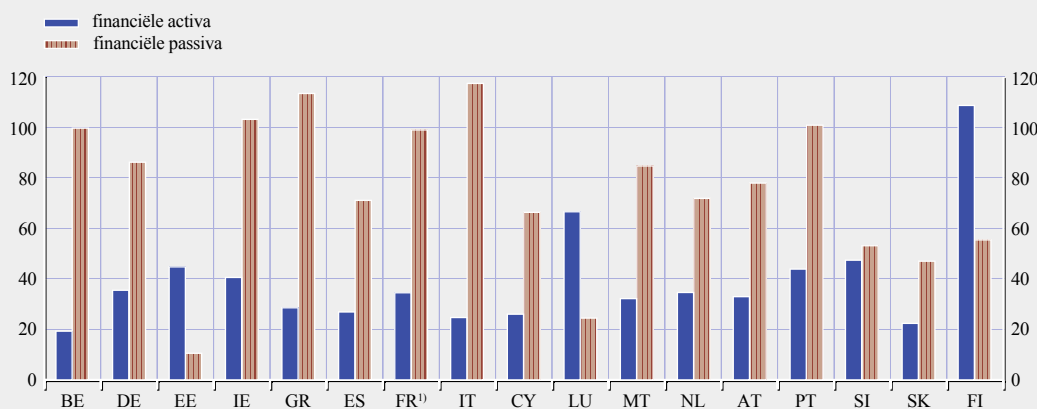
Uit de gegevens voor het derde kwartaal van 2011 (zie Grafiek C) blijkt dat de meeste landen van het eurogebied financiële activa opbouwden met een marktwaarde die ruim boven 20% bbp lag. Met name Estland, Ierland, Portugal en Slovenië bezaten omstreeks het einde van het derde kwartaal van 2011 activa ter waarde van meer dan 40% bbp, terwijl Finland en Luxemburg, die traditioneel landen met veel activa zijn, financiële activa ten belope van respectievelijk ongeveer 111% en 68% bbp aanhielden. De marktwaarde van de financiële passiva van de overheid varieerde van 11% bbp in Estland tot 121% bbp in Italië tijdens dezelfde periode.

<sup>2</sup> Voor Ierland vloeit die groei voort uit de kapitaalinjecties in Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank en de Bank of Ireland; voor Nederland uit de herkapitalisatie van Fortis, ABN AMRO en ING; en voor België uit de herkapitalisatie van Fortis, Dexia en KBC.



### Grafiek C Financiële activa en passiva van de overheid in de landen van het eurogebied in het derde kwartaal van 2011

(in % bbp)



Bron: Berekeningen van de ECB (gebaseerd op gegevens van Eurostat en nationale gegevens).

Toelichting: De voorraadgegevens in kwartaal  $t$  worden uitgedrukt in procenten van de som van het bbp in  $t$  en de voorgaande drie kwartalen.

1) De gegevens voor Frankrijk hebben betrekking op het vierde kwartaal van 2010.

Al met al vormen de financiële activa van de overheid een nuttige aanvullende indicator voor de analyse van de solvabiliteit van de overheid. De beschikbaarheid van financiële overheidsactiva kan in principe een belangrijke rol spelen bij de vermindering van de overheidsschuld, maar ze zou op zich geen reden voor privatisering mogen zijn. De privatisering van bepaalde overheidsactiva zou in plaats daarvan moeten worden ingegeven door de bijdrage die ze levert tot de verbetering van de algemene economische efficiëntie en de langetermijnvooruitzichten voor de economische groei. In sommige gevallen zou het voor deze verbetering nodig zijn dat de privatisering gepaard gaat met een hervorming van de regelgeving die een concurrerende omgeving waarborgt. Daarnaast moet voor ogen worden gehouden dat privatiseringsinkomsten in de huidige zwakke macro-economische omgeving gering kunnen uitvallen, wat de positieve invloed ervan op de houdbaarheid van de begroting inperkt. Tegelijkertijd kan té veel aandacht voor alleen maar de netto-overheidsschuld misleidend zijn omdat de financiële activa en passiva van de overheid doorgaans uiteenlopende kenmerken vertonen. In het bijzonder moeten aannames worden vastgelegd voor de prijzen, de verhandelbaarheid of de liquiditeit van overheidsactiva. Zoals het stabiliteits- en groeipact bepaalt, blijft de in nominale waarde uitgedrukte brutoschuld van de overheid de hoeksteen van het begrotingstoezicht in de EU.

De crisis heeft aangetoond dat gezonde overheidsfinanciën een basisvoorwaarde zijn voor algemene macro-economische en financiële stabiliteit, alsook voor de vlotte werking van de Monetaire Unie. Als reactie op de overheidsschuldencrisis en de negatieve overloopeffecten namen verschillende landen, waaronder die welke het zwaarst werden getroffen, maatregelen die gericht waren op begrotingsconsolidatie en structurele hervormingen teneinde de geloofwaardigheid te herstellen, en versterkten ze hun binnenlandse

begrotingskaders. Na de goedkeuring van het versterkte EU-kader voor economische *governance* werden bovendien op Europees niveau een aantal stappen ondernomen om de begrotingsdiscipline verder te verbeteren.

#### BEGROTINGSCONSOLIDATIE IN 2011

Volgens de economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie liep het totale overheidstekort voor het eurogebied sterk terug van 6,2% bbp in 2010 tot 4,1% bbp in 2011 (zie Tabel 4). De verkleining van

**Tabel 4 Begrotingsposities in het eurogebied en in de landen van het eurogebied**

(in % bbp)

	Overschot (+)/tekort(-) van de overheid				Brutoschuld van de overheid			
	Prognose van de Europese Commissie			Stabiliteitsprogramma	Prognose van de Europese Commissie			Stabiliteitsprogramma
	2009	2010	2011	2011	2009	2010	2011	2011
België	-5,8	-4,1	-3,6	-3,6	95,9	96,2	97,2	97,5
Duitsland	-3,2	-4,3	-1,3	-2,5	74,4	83,2	81,7	82,0
Estland	-2,0	0,2	0,8	-0,4	7,2	6,7	5,8	6,0
Ierland	-14,2	-31,3	-10,3	-10,6	65,2	94,9	108,1	-
Griekenland	-15,8	-10,6	-8,9	-7,8	129,3	144,9	162,8	-
Spanje	-11,2	-9,3	-6,6	-6,0	53,8	61,0	69,6	67,3
Frankrijk	-7,5	-7,1	-5,8	-5,7	79,0	82,3	85,4	84,6
Italië	-5,4	-4,6	-4,0	-3,9	115,5	118,4	120,5	-
Cyprus	-6,1	-5,3	-6,7	-4,0	58,5	61,5	64,9	61,6
Luxemburg	-0,9	-1,1	-0,6	-1,0	14,8	19,1	19,5	17,5
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	67,8	69,0	69,6	67,8
Nederland	-5,6	-5,1	-4,3	-3,7	60,8	62,9	64,2	64,5
Oostenrijk	-4,1	-4,4	-3,4	-3,9	69,5	71,8	72,2	73,6
Portugal	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	83,0	93,3	101,6	101,7
Slovenië	-6,1	-5,8	-5,7	-5,5	35,3	38,8	45,5	43,3
Slowakije	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	35,5	41,0	44,5	44,1
Finland	-2,5	-2,5	-1,0	-0,9	43,3	48,3	49,1	50,1
Eurogebied	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	79,8	85,6	88,0	-

Bronnen: Economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie, in april 2011 bijgewerkte stabiliteitsprogramma's en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de ESR 95-definities. Er werd gebruik gemaakt van de economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie voor de vergelijkbaarheid tussen de landen en omdat de door Eurostat samengestelde begrotingsresultaten voor 2011 nog niet beschikbaar waren toen dit Verslag werd geschreven. De in het financieel steunprogramma van de EU en het IMF opgenomen doelstellingen zijn gerapporteerd voor Ierland, Griekenland en Portugal, terwijl voor Italië de in september 2011 herziene doelstellingen zijn gerapporteerd.

het begrotingstekort was zowel te danken aan consolidatiemaatregelen (met name inkrimpingen van de overheidsinvesteringen en de werkgelegenheid, alsook verhogingen van de indirecte belastingen) als aan enkele gunstige ontwikkelingen van de inkomsten als gevolg van een meer ondersteunend conjunctuurklimaat. De totale overheidsontvangsten en de totale overheidsuitgaven bedroegen in 2011 respectievelijk 45,3% en 49,4% bbp, tegen 44,7% en 50,9% in 2010.

Volgens de economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie nam de gemiddelde bruto-overheidsschuld van het eurogebied verder toe van 85,6% in 2010 tot 88,0% in 2011, dit als gevolg van omvangrijke tekorten. De schuldquote lag eind 2011 in 12 van de 17 landen van het eurogebied hoger dan de referentiewaarde van 60% bbp.

De in het najaar van 2011 gepubliceerde begrotingsprognoses van de Europese Commissie waren voor sommige landen

gunstiger dan de voornemens die in de bijgewerkte stabiliteitsprogramma's van april 2011 waren geformuleerd (zie Tabel 4). In de meeste landen vielen de tekorten echter groter uit dan verwacht. Dit was met name het geval voor Griekenland, Spanje, Cyprus, Nederland en Slowakije. Van de landen waarvoor een financieel steunprogramma van de EU en het IMF van kracht is, zagen Griekenland en Ierland in 2011 hun begroting zeer zwaar ontsporen, terwijl de begrotingssituatie in Portugal tijdens dezelfde periode aanmerkelijk verbeterde, deels ten gevolge van een omvangrijke tijdelijke transactie. Het onderstaand kort overzicht van de recente begrotingsontwikkelingen is beperkt tot de landen waarvoor een financieel steunprogramma van de EU en het IMF van kracht is.

#### **LANDEN WAARVOOR EEN EU/IMF-PROGRAMMA VAN KRACHT IS**

In Griekenland hadden de structurele hervormingsmoeheid, de instabiliteit van de regering en de slechter dan verwachte

economische situatie een negatieve invloed op het resultaat van het financieel steunprogramma van de EU en het IMF. De economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie wijst voor 2011 op een tekort van 8,9% bbp. Het voor 2011 verwachte niet-bereiken van de doelstelling inzake het tekort (7,8% bbp) was te wijten aan slechter dan verwachte macro-economische ontwikkelingen, aan een vertraagde tenuitvoerlegging van begrotingsmaatregelen en structurele hervormingen, alsook aan veranderingen in het overeengekomen ontwerp van de maatregelen die hun tekortreducerend potentieel verkleinen en mogelijk ook de binnenlandse vraag verder hebben afgeremd. De houdbaarheid van de begroting in Griekenland zou moeten worden hersteld door een combinatie van aanvullende consolidatiemaatregelen en vrijwillige betrokkenheid van de private sector bij de afbouw van de overheidsschuld. In juni en oktober 2011 gaf de Griekse regering nadere informatie over aanvullende consolidatiemaatregelen ten belope van meer dan 14% bbp tot en met 2015. Aan de ontvangstenzijde omvatten die maatregelen een breed gamma aan belastingen; ze waren gericht op een verruiming van de belastinggrondslag (door de belastingvrije drempel te verlagen en belastingvrijstellingen op te heffen) alsook op een verbetering van de belastingmoraal. Aan de uitgavenzijde waren de grootste bijdragen afkomstig van een verlaging van de overheidssalarissen, besnoeiingen in de pensioenen en andere sociale uitkeringen, en een inkrimping van de overheidsconsumptie en de openbare dienstverlening ongerekend lonen. Op 20 februari 2012 bereikte de Eurogroep overeenstemming over een beleidspakket met aanvullende financiering door de overheidssector ten belope van €130 miljard tot eind 2014, waarbij van de Griekse overheid verdere ambitieuze inspanningen werden geëist om de overheidsbestedingen terug te schroeven.

In Ierland werd het economisch aanpassingsprogramma in 2011 uitgevoerd overeenkomstig de oorspronkelijke doelstellingen. De economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie wijst voor 2011 op een tekort van

10,3% bbp. Structurele begrotingshervormingen gingen van start en de Irish Fiscal Advisory Council werd opgericht met de opdracht de officiële prognoses te beoordelen en na te gaan of het begrotingsbeleid passend is en de begrotingsplannen overeenstemmen met de begrotingsregels. De overheidsuitgaven werden grondig herzien teneinde de overheidsbestedingen gericht te verlagen en de efficiëntie van de overheidssector te verbeteren. De Ierse regering bleef vastbesloten om te voldoen aan de doelstellingen van het stabiliteitsprogramma en aan haar begrotingsverklaring van november 2011 voor de middellange termijn, waarin ze zich ertoe verbond de begrotingsconsolidatie na de voltooiing van het programma voort te zetten, zodat het buitensporig tekort tegen de tijdslimiet van 2015 gecorrigeerd zal zijn.

Voor Portugal wijst de economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie op een tekort van 5,8% bbp in 2011, zodat het land op koers ligt om de in het financieel steunprogramma van de EU en het IMF vastgelegde begrotingsdoelstelling van 5,9% bbp te halen. Als reactie op de afwijkingen van de begrotingsdoelstelling voor 2011 die tijdens de tenuitvoerlegging van het economisch aanpassingsprogramma aan het licht kwamen, voerde de nieuwe regering aanvullende compenserende maatregelen in, waaronder een buitengewone belasting op de kerstgratificatie en een verhoging van het btw-tarief op elektriciteit en gas. Bovendien droegen private banken in december 2011 eenmalig pensioenfondsen over aan het socialezekerheidsstelsel, ten belope van ongeveer 3,5% bbp. Bijgevolg zou het tekort voor 2011 circa 4% bbp bereiken, wat ruim minder is dan de doelstelling.

#### **CONJUNCTUURGEZUIVERDE INDICATOREN**

Zoals blijkt uit Tabel 5, bevestigen alle drie de begrotingsindicatoren waarin rekening wordt gehouden met de economische conjunctuur (namelijk het conjunctuurgezuiverd begrotingssaldo, het conjunctuurgezuiverd primair saldo en het structureel saldo), dat het eurogebied als geheel in 2011 een opmerkelijke begrotingsinspanning heeft geleverd. Met

**Tabel 5 Veranderingen in het conjunctuurgezuiverd saldo, het conjunctuurgezuiverd primair saldo en het structureel saldo in het eurogebied en in de landen van het eurogebied**

(in procentpunt bbp)

	Verandering in het conjunctuurgezuiverd begrotingssaldo			Verandering in het conjunctuurgezuiverd primair begrotingssaldo			Verandering in het structureel begrotingssaldo		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
België	-2,3	1,1	0,1	-2,5	0,9	0,0	-1,6	0,5	0,2
Duitsland	-0,1	-2,3	2,2	-0,2	-2,5	2,1	-0,6	-1,0	1,1
Estland	5,6	1,6	-1,5	5,6	1,5	-1,4	3,9	0,7	-0,1
Ierland	-4,6	-17,4	20,2	-4,0	-16,3	20,7	-2,6	0,1	0,6
Griekenland	-4,6	6,4	3,4	-4,4	6,9	4,6	-5,6	6,4	4,0
Spanje	-4,6	2,1	2,5	-4,4	2,3	2,8	-4,2	1,5	2,1
Frankrijk	-2,3	0,4	1,1	-2,8	0,4	1,3	-2,2	0,5	1,0
Italië	-0,1	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,8	-0,6	0,6	0,4
Cyprus	-5,6	0,8	-1,1	-5,9	0,5	-1,0	-5,9	0,6	-0,2
Luxemburg	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	-0,8	0,3	-0,6	-0,8	0,1
Malta	2,2	-0,4	0,2	2,1	-0,5	0,4	1,9	-0,9	1,2
Nederland	-3,3	0,2	0,4	-3,4	0,0	0,3	-3,3	0,3	0,3
Oostenrijk	-0,8	-0,8	0,3	-0,6	-0,9	0,3	-0,8	-0,4	0,1
Portugal	-5,5	-0,2	4,5	-5,6	-0,1	5,8	-4,1	-0,8	2,7
Slovenië	0,8	0,3	-0,2	1,0	0,6	0,1	0,9	0,2	0,9
Slowakije	-3,4	0,1	1,9	-3,2	0,0	2,1	-3,4	0,4	2,6
Finland	-1,9	-1,2	0,7	-2,2	-1,2	0,8	-1,9	-1,2	0,6
Eurogebied	-1,8	-0,4	1,8	-2,0	-0,4	1,9	-1,9	0,3	1,0

Bron: Economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie.

Toelichting: Positieve cijfers stemmen overeen met verbeteringen van de begrotingspositie en negatieve met verslechtingen ervan. Voor Ierland omvatten de veranderingen in het conjunctuurgezuiverd en het conjunctuurgezuiverd primair saldo de in 2009 en 2010 genomen steunmaatregelen voor de financiële sector ten belope van respectievelijk 2,5% en 19,8% bbp.

name het conjunctuurgezuiverd saldo en het conjunctuurgezuiverd primair saldo (dit laatste laat de effecten van de rentebetalingen buiten beschouwing) verbeterden in 2011 in het eurogebied met respectievelijk 1,8

en 1,9 procentpunt bbp. Het structureel begrotingssaldo van het eurogebied (het saldo met uitzondering van eenmalige en tijdelijke maatregelen) verbeterde tijdens dezelfde periode met 1,0 procentpunt bbp. Deze cijfers

**Tabel 6 Buitensporigtekortprocedures in de landen van het eurogebied**

(in % bbp)

	Begrotingssaldo 2011	Aanvang	Tijdslimiet	Aanbevolen gemiddelde structurele aanpassing per jaar
België	-3,6	2010	2012	$\frac{3}{4}$
Duitsland	-1,3	2011	2013	$\geq 0,5$
Estland	0,8	-	-	-
Ierland	-10,3	2010	2015	ten minste $9\frac{1}{2}$ gedurende 2011-15
Griekenland	-8,9	2010	2014	10 gedurende 2009-14
Spanje	-6,6	2010	2013	$>1,5$
Frankrijk	-5,8	2010	2013	$>1,0$
Italië	-4,0	2010	2012	$\geq 0,5$
Cyprus	-6,7	2010	2012	$1\frac{1}{2}$
Luxemburg	-0,6	-	-	-
Malta	-3,0	2010	2011	$\frac{3}{4}$
Nederland	-4,3	2011	2013	$\frac{3}{4}$
Oostenrijk	-3,4	2011	2013	$\frac{3}{4}$
Portugal	-5,8	2010	2013	$1\frac{1}{4}$
Slovenië	-5,7	2010	2013	$\frac{3}{4}$
Slowakije	-5,8	2010	2013	1,0
Finland	-1,0	2010	2011	$\frac{1}{2}$

Bron: Europese Commissie.

moeten behoedzaam worden geïnterpreteerd omdat realtime ramingen van de conjuncturele invloed op de begrotingssaldi behept zijn met enige onzekerheid.

In alle landen van het eurogebied, behalve in Duitsland, Estland, Luxemburg, Malta en Finland, liep het tekort in 2011 op tot boven de referentiewaarde van 3% bbp. Tegen eind 2011 waren 14 landen van het eurogebied onderworpen aan een procedure bij buitensporige tekorten. De uiterste tijdslimiet om de tekorten te verlagen tot onder de referentiewaarde van 3% bbp ligt tussen 2011 voor Malta en 2015 voor Ierland (zie Tabel 6). De buitensporigtekortprocedure voor Finland werd in juli 2011 door de Raad van de Europese Unie ingetrokken, aangezien uit de definitieve gegevens bleek dat het tekort in 2010 niet boven de referentiewaarde van 3% bbp uitkwam en het volgens de economische voorjaarsprognose 2011 van de Europese Commissie in 2011 verder zou dalen tot 1% bbp.

#### VERDERE BEGROTINGSCONSOLIDATIE VERWACHT

In 2012 wordt een verdere verbetering van de begrotingssituatie van het eurogebied

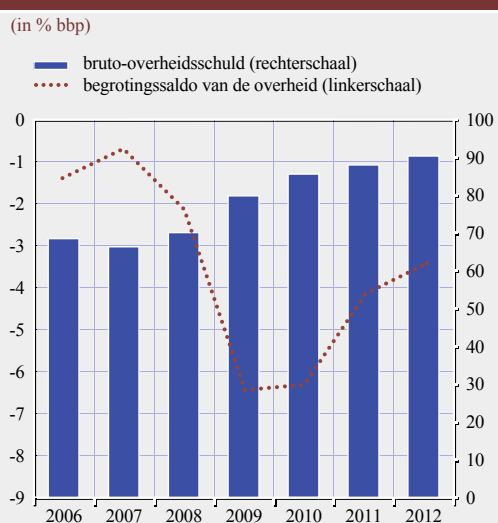
verwacht, zij het in een trager tempo. Volgens de economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie zal het gemiddeld overheidstekort in het eurogebied met 0,7 procentpunt dalen, tot 3,4% bbp (zie Grafiek 26). De gemiddelde inkomsten van het eurogebied zouden met 0,5 procentpunt bbp toenemen, terwijl de uitgaven met 0,2 procentpunt bbp zouden teruglopen. De gemiddelde overheidsschuld in het eurogebied zal naar verwachting blijven toenemen, meer bepaald met 2,4 procentpunt tot 90,4% bbp in 2012, waarbij de overheidsschuld ratio in vier landen boven 100% bbp zou uitkomen, namelijk in Ierland, Griekenland, Italië en Portugal.

#### VOORZICHTIG BEGROTINGSBELEID CRUCIAAL OM MARKTVERTROUWEN TE HERSTELLEN

Wat het institutioneel kader voor het begrotingsbeleid betreft, was de goedkeuring van het nieuwe hervormingspakket voor de *governance*, na intensieve onderhandelingen over de hervorming van het EU-kader voor economische *governance*, een stap in de juiste richting, maar niet de vereiste ‘grote sprong voorwaarts’ (zie Deel 1 van Hoofdstuk 4). De nieuwe bestuursregels werden in september 2011 overeengekomen door de Europese Raad, het Europees Parlement en de Europese Commissie. Ze werden formeel goedgekeurd in november en traden in werking in december 2011. Het hervormingspakket voor de *governance* bestaat uit zes wetteksten (ook wel het ‘sixpack’ genoemd) met als doel de economische *governance* in de EU en met name in het eurogebied te versterken. Het goedgekeurd wetgevend pakket omvat een aantal elementen om het begrotingsbeleid in de EU en in het eurogebied te verbeteren, op voorwaarde dat de nieuwe regels strikt worden toegepast, hoewel diepgaander hervormingen gerechtvaardigd zijn. Daarnaast zal het begrotingsverdrag (als onderdeel van het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de economische en monetaire unie) de begrotingsdiscipline op nationaal vlak nog versterken.

Al met al moeten de consolidatiestrategieën zich strikt aan de bepalingen van het stabiliteits-

**Grafiek 26 Begrotingsontwikkelingen in het eurogebied**



Bron: Economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie.  
Toelichting: Begrotingssaldi exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

en groeipact houden om het vertrouwen van de financiële markten te herstellen. Vooral de landen die financiële bijstand van de EU en het IMF ontvangen, moeten integraal voldoen aan de toezeggingen in hun programma's. Alle landen die aan een buitensporigtekortprocedure zijn onderworpen, moeten erop toezien hun begrotingsdoelstellingen volledig te bereiken. De begrotingsplannen op middellange termijn moeten voldoende geloofwaardige maatregelen bevatten, met begrotingsstrategieën die er duidelijk op gericht zijn de buitensporige tekorten te corrigeren.

De risico's voor de houdbaarheid van de begrotingen zouden ook moeten worden aangepakt via structurele groeistimulerende hervormingen en via een grotere stabilisering van het bankwezen, terwijl specifieke evenwichtsverstoringen per land moeten worden weggewerkt. Welke strategie passend is om de gezondheid van de begroting te herstellen en te verstevigen, verschilt van het ene euroland tot het andere en is afhankelijk van de oorsprong van de begrotingsonevenwichtigheden. Elk land moet daarom een individuele strategie volgen, terwijl het strikt de aanbevelingen naleeft die ingevolge het Europees Semester (de cyclus van economischbeleidscoördinatie) werden geformuleerd. Structurele hervormingen moeten zo spoedig mogelijk worden uitgevoerd om het concurrentievermogen te versterken, de flexibiliteit van de economieën te verhogen en de productiviteitsgroei op te voeren, en aldus de groei op langere termijn te bevorderen.

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

#### ECONOMISCHE BEDRIJVGHEID

In de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied bleef de productie zich in 2011 herstellen (zie Tabel 7). Naar het einde van het jaar toe waren er echter steeds meer tekenen die wezen op een vertraging aangezien deze landen negatief werden beïnvloed door de verslechterende economische groei en de toegenomen financiële onrust in het eurogebied. De volatiliteit in het groeiprofiel en de verschillen tussen de landen bleven aanzienlijk. Hoewel de binnenlandse vraag belangrijker werd als stuwende kracht achter de economische groei, in het bijzonder in Letland, Litouwen en Polen, bleef de netto-uitvoer in 2011 in de meeste landen bijdragen aan de economische groei. In verschillende landen werd het herstel tegengewerkt door de zwakke arbeidsmarkt, de lage bezettingsgraad van het productievermogen en de begrotingsconsolidatie. Daarenboven werd de binnenlandse vraag geleidelijk steeds meer afgeremd door het verslechterend economisch sentiment, de schuldaufbouw in de banksector, landenspecifieke factoren en de noodzaak om de balansen van de private sector te herstellen.

Nadere beschouwing van de voornaamste componenten van de binnenlandse vraag leert

dat, als gevolg van de bovenvermelde factoren, de particuliere consumptie in de meeste landen nog gematigd bleef. De werkloosheidsgraad bleef in alle EU-landen buiten het eurogebied hoog, en slechts in enkele onder hen leidde de economische opleving tot een verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt. Ondanks de futloosheid op de arbeidsmarkten en de slechte toestand in de overheidssector, gingen de lonen in 2011 in de meeste landen sneller groeien als gevolg van, onder meer, compositie-effecten en knelpunten op de arbeidsmarkten. De kredietverlening aan de private sector bleef in de meeste EU-landen buiten het eurogebied zwak groeien door zowel krappe voorwaarden aan de aanbodzijde – het resultaat van de druk inzake kapitaalvereisten en financiering – als de zwakke vraag die een gevolg was van de gematigde economische bedrijvigheid en de schuldaufbouw. In een context van hoge reservecapaciteit, werd in de meeste landen geleidelijk weer meer geïnvesteerd, vaak dankzij EU-middelen.

Van de EU-lidstaten buiten het eurogebied tekenden Letland, Litouwen, Polen en Zweden in 2011 (de eerste drie kwartalen) een bijzonder stevige groei van het reële bbp op. Dat waren

**Tabel 7 Reële bbp-groei in de EU-lidstaten buiten het eurogebied en in het eurogebied**

(jaar-op-jaar mutaties in %)								
	2008	2009	2010	2011 <sup>3)</sup>	2011 kw 1	2011 kw 2	2011 kw 3	2011 <sup>3)</sup> kw 4
Bulgarije	6,2	-5,5	0,2	.	1,5	2,2	2,3	.
Tsjechië	3,1	-4,7	2,7	.	3,1	2,0	1,2	.
Denemarken	-0,8	-5,8	1,3	1,1	1,9	1,7	0,1	0,6
Letland	-3,3	-17,7	-0,3	.	3,5	5,6	6,6	.
Litouwen	2,9	-14,8	1,4	5,9	5,9	6,5	6,7	4,4
Hongarije	0,9	-6,8	1,3	1,7	2,5	1,5	1,4	1,4
Polen	5,1	1,6	3,9	4,3	4,1	4,7	4,3	4,3
Roemenië	7,4	-7,1	-1,3	.	1,7	1,4	4,4	.
Zweden	-0,6	-5,0	6,1	4,0	6,1	4,4	4,5	1,1
Verenigd Koninkrijk	-1,1	-4,4	2,1	.	1,3	1,6	0,4	.
EU7 <sup>1)</sup>	4,4	-3,2	2,2	.	3,3	3,3	3,5	.
EU10 <sup>2)</sup>	0,4	-4,3	2,5	.	2,4	2,4	1,6	.
Eurogebied	0,4	-4,3	1,9	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7

Bron: Eurostat.

Toelichting: De kwartaalgegevens zijn voor alle landen gecorrigeerd voor seizoeninvloeden en voor het aantal werkdagen, behalve voor Roemenië. Voor dit laatste land zijn ze enkel seizoengezuiverd.

1) Het EU7-aggregaat omvat de zeven niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die in 2004 of in 2007 tot de EU zijn toegetreden.

2) Het EU10-aggregaat omvat, op 31 december 2011, de tien EU-lidstaten buiten het eurogebied.

3) De cijfers voor 2011 zijn flashramingen, d.w.z. voorlopige gegevens.

de landen waar de bijdrage van de binnenlandse vraag het grootst was. In het Verenigd Koninkrijk, daarentegen, liet de bbp-groei een duidelijke vertraging optekenen als gevolg van de verzwakking van de binnenlandse vraag. Ook in Tsjechië vertraagde de bbp-groei, terwijl hij in Hongarije enigszins versnelde. Na twee jaar van inkrimping werd de bbp-groei in Roemenië in 2011 positief dankzij voorraadaanvulling en een positieve bijdrage van de binnenlandse vraag.

### PRIJSONTWIKKELINGEN

De gemiddelde jaar-op-jaar inflatie nam in 2011 in de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied toe (zie Tabel 8). De breed gebaseerde toename was het gevolg van zowel binnenlandse als externe factoren. De opwaartse druk was afkomstig van de voedingsmiddelen- en energieprijzen, vooral in de eerste helft van het jaar, alsook van wijzigingen in de indirecte belastingen, de door de overheid gereguleerde prijzen en de accijnzen en van een wisselkoersdepreciatie in enkele landen. De stijging van de internationale grondstoffenprijzen had blijkbaar een zwaardere impact op de inflatie in de Centraal- en Oost-Europese landen dan in de andere EU-landen buiten het eurogebied, dit vanwege het zwaardere gewicht van de voedingsmiddelen en de energie in hun HICP-manden. Als gevolg

van het geleidelijk herstel van de binnenlandse vraag steeg in de meeste landen bovendien ook de jaar-op-jaar inflatie ongerekend energie- en voedingsmiddelenprijzen, zij het in sommige landen vanaf een zeer laag of zelfs negatief niveau.

De verschillen tussen de landen wat de jaar-op-jaar HICP-inflatie betreft, bleven aanzienlijk. De hoogste gemiddelde inflatie werd opgetekend in Roemenië (5,8%), waar de btw in 2010 fiks was verhoogd. In de meeste andere landen schommelde de inflatie tussen 3,4% en 4,5%. In Tsjechië en in Denemarken bedroeg de inflatie respectievelijk 2,1% en 2,7%, terwijl Zweden de laagste inflatie optekende onder de EU-landen die geen deel uitmaken van het eurogebied (1,4%). De ontwikkelingen in de loop van het jaar verschilden van land tot land. Het desinflatoir effect van de wijzigingen in de voedingsmiddelen- en energieprijzen tijdens de tweede helft van het jaar werd tot op zekere hoogte geneutraliseerd door landenspecifieke factoren zoals btw-verhogingen (bv. in Letland, Polen en het Verenigd Koninkrijk), stijgingen van de accijnzen (in Letland) en verhogingen van de door de overheid gereguleerde prijzen (in Tsjechië), of door wisselkoersdepreciaties (bv. in Hongarije en in Polen). In Roemenië liep de inflatie in de tweede helft van het

**Tabel 8 HICP-inflatie in de EU-lidstaten buiten het eurogebied en in het eurogebied**

(jaar-op-jaar mutaties in %)								
	2008	2009	2010	2011	2011	2011	2011	2011
					kw 1	kw 2	kw 3	kw 4
Bulgarije	12,0	2,5	3,0	3,4	4,5	3,4	3,1	2,5
Tsjechië	6,3	0,6	1,2	2,1	1,9	1,8	2,0	2,8
Denemarken	3,6	1,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5
Letland	15,3	3,3	-1,2	4,2	3,8	4,6	4,4	4,1
Litouwen	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	4,7	4,6	4,0
Hongarije	6,0	4,0	4,7	3,9	4,3	3,9	3,4	4,1
Polen	4,2	4,0	2,7	3,9	3,6	4,0	3,7	4,2
Roemenië	7,9	5,6	6,1	5,8	7,5	8,3	4,2	3,4
Zweden	3,3	1,9	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	0,9
Verenigd Koninkrijk	3,6	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
EU7 <sup>1)</sup>	6,5	3,7	3,2	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
EU10 <sup>2)</sup>	4,7	2,7	3,2	4,0	3,9	4,2	4,0	4,0
Eurogebied	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9

Bron: Eurostat.

1) Het EU7-aggregaat omvat de zeven niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die in 2004 of in 2007 tot de EU zijn toegetreden.

2) Het EU10-aggregaat omvat, op 31 december 2011, de tien EU-lidstaten buiten het eurogebied.



jaar aanzienlijk terug dankzij, met name, het statistisch basiseffect dat gepaard ging met de verdwijnende impact van de verhoging van het btw-tarief en een goede binnenlandse oogst.

### BEGROTINGSBELEID

Alle EU-lidstaten buiten het eurogebied behalve Bulgarije, Hongarije en Zweden hebben in 2011 naar verwachting begrotingstekorten opgetekend die uitstegen boven de referentiewaarde van 3% bbp (zie Tabel 9). In Hongarije, daarentegen, werd het begrotingsoverschot van 3,6% bbp sterk beïnvloed door eenmalige inkomsten die afkomstig waren van de nationalisering van de verplichte particuliere pensioenpijler. Het Verenigd Koninkrijk bleef een zeer groot tekort optekenen van naar raming 9,4% bbp, dit vanwege een heel wat minder gunstig dan verwachte macro-economische omgeving. Over het algemeen waren de begrotingsresultaten voor 2011 in de meeste landen in overeenstemming met de doelstellingen uit de convergentieprogramma's van april 2011. De in 2011 verbeterde begrotingssaldi waren

voornamelijk toe te schrijven aan de structurele begrotingsconsolidatie (ook in Letland en Roemenië, die gebonden waren aan EU/IMF-regelingen), alsook aan positieve conjuncturele ontwikkelingen (in Hongarije en Zweden). Enkel Denemarken zag zijn begrotingssaldo in 2011 verslechteren.

Behalve voor Zweden gold aan het einde van 2011 voor alle EU-lidstaten buiten het eurogebied een besluit van de EU-Raad inzake het bestaan van een buitensporig tekort. De termijn om de buitensporigtekortsituatie te herstellen, liep voor Bulgarije en Hongarije af in 2011; voor Letland, Litouwen, Polen en Roemenië is dat 2012, voor Tsjechië en Denemarken 2013 en voor het Verenigd Koninkrijk het (financieel jaar) 2014/15.

De bruto-overheidsschuldquote zou in 2011 in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied opgelopen zijn, behalve in Litouwen, Hongarije en Zweden. In Hongarije liep de overheidsschuldquote uitsluitend terug als gevolg van de eerder vermelde gedeeltelijke

**Tabel 9 Overheidsfinanciën**

(in % bbp)

	Begrotingssaldo					Brutoschuld				
	Prognose Europese Commissie				Bijwerkingen van het convergentieprogramma in april 2011	Prognose Europese Commissie				Bijwerkingen van het convergentieprogramma in april 2011
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
Bulgarije	1,7	-4,3	-3,1	-2,5	-2,5	13,7	14,6	16,3	17,5	16,4
Tsjechië	-2,2	-5,8	-4,8	-4,1	-4,2	28,7	34,4	37,6	39,9	41,4
Denemarken	3,2	-2,7	-2,6	-4,0	-3,8	34,5	41,8	43,7	44,1	43,0
Letland	-4,2	-9,7	-8,3	-4,2	-4,5	19,8	36,7	44,7	44,8	48,3
Litouwen	-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-5,3	15,5	29,4	38,0	37,7	38,1
Hongarije	-3,7	-4,6	-4,2	3,6	2,0	72,9	79,7	81,3	75,9	75,5
Polen	-3,7	-7,3	-7,8	-5,6	-5,6	47,1	50,9	54,9	56,7	54,9
Roemenië	-5,7	-9,0	-6,9	-4,9	-4,9	13,4	23,6	31,0	34,0	33,3
Zweden	2,2	-0,7	0,2	0,9	0,6	38,8	42,7	39,7	36,3	36,8
Verenigd Koninkrijk	-5,0	-11,5	-10,3	-9,4	-7,9	54,8	69,6	79,9	84,0	84,1
EU7 <sup>1)</sup>	-3,5	-7,0	-6,5	-3,9	-4,2	38,1	44,1	48,7	49,6	49,0
EU10 <sup>2)</sup>	-3,3	-8,5	-7,5	-6,3	-5,6	47,3	58,0	64,5	66,2	66,1
Eurogebied	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	70,1	79,8	85,6	88,0	-

Bronnen: Economische najaarsprognose 2011 van de Europese Commissie, in april 2011 bijgewerkte convergentieprogramma's en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de ESR 95-definities. De cijfers voor 2011 in de bijwerkingen van april 2011 van de convergentieprogramma's zijn opgesteld door de nationale regeringen en kunnen derhalve verschillen van de eindresultaten.

1) Het EU7-aggregaat omvat de zeven niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die in 2004 of in 2007 tot de EU zijn toegetreden.

2) Het EU10-aggregaat omvat, op 31 december 2011, de tien EU-lidstaten buiten het eurogebied.

aanwending van de activa van de vroegere particuliere pensioenpijler ter aflossing van de overheidsschuld. In Hongarije en in het Verenigd Koninkrijk bleef de overheidsschuldquote boven de referentiewaarde van 60%.

### BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

De gecombineerde balans van de lopende rekening en de kapitaalrekening van de EU-lidstaten buiten het eurogebied (in % bbp) liet in 2011 in de meeste onder hen ofwel een verbetering optekenen ofwel bleef ze overwegend ongewijzigd (zie Tabel 10). Bulgarije noteerde voor het eerst sedert zijn toetreding tot de EU een surplus op de gecombineerde lopende rekening en kapitaalrekening, terwijl het overschot in Hongarije groter werd. In Roemenië verkleinde het tekort. Letland en Litouwen bleven overschotten optekenen, maar ondanks hun levendige uitvoer vielen die surplussen geringer uit dan in 2010. Dit was grotendeels het gevolg van de steviger invoervraag, die werd gestimuleerd door de forse groei van het bbp, en van een verslechtering van hun inkomensrekening. Polen en Tsjechië, die aan het begin van de mondiale financiële crisis

kleinere tekorten hadden, zagen de balans van hun gecombineerde lopende rekening en kapitaalrekening niet ingrijpend veranderen. Intussen werd het tekort in het Verenigd Koninkrijk kleiner, terwijl de omvangrijke overschotten in Denemarken en Zweden verder toenamen.

Inzake financiering liet de instroom van buitenlandse directe investeringen in de meeste, niet tot het eurogebied behorende landen die in 2004 of later tot de EU waren toegetreden, in 2011 een vertraging optekenen. Het Verenigd Koninkrijk werd een netto-uitvoerder van directe investeringen, terwijl Denemarken en Zweden een verdere netto-uitstroom optekenden. Denemarken en Hongarije registreerden een omvangrijke kapitaalvoer uit hoofde van effectenverkeer, terwijl Letland en het Verenigd Koninkrijk een aanzienlijke kapitaalvoer optekenden. Wat de overige investeringen betreft, bleven tal van landen in 2011 een nettokapitaalvoer registreren ofwel een verminderde nettokapitaalvoer, wat wellicht te maken had met het aanhoudende proces van schuldaufbouw. De private kapitaalvoer

**Tabel 10 Betalingsbalans van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en van het eurogebied**

(in % bbp)

	Balans van de lopende rekening en de kapitaalrekening				Nettostromen van directe investeringen				Nettostromen van overige investeringen			
	2008	2009	2010	2011 <sup>1)</sup>	2008	2009	2010	2011 <sup>1)</sup>	2008	2009	2010	2011 <sup>1)</sup>
Bulgarije	-22,3	-7,6	-0,5	2,2	17,5	7,2	4,4	2,9	17,0	-2,0	-3,0	-4,6
Tsjechië	-1,4	-1,0	-2,2	-2,2	0,9	1,0	2,6	0,8	1,7	-1,4	-1,8	2,1
Denemarken	2,9	3,3	5,6	6,9	-3,3	-0,8	-3,5	-2,3	2,1	3,8	4,1	-11,2
Letland	-11,6	11,1	4,9	1,3	3,0	0,6	1,5	5,1	7,6	-9,8	-1,1	-3,6
Litouwen	-11,1	7,8	4,2	3,2	3,4	-0,4	1,8	2,9	5,8	-10,7	-9,0	-2,5
Hongarije	-6,3	1,0	2,9	3,0	2,7	-0,2	0,4	-0,3	16,9	9,2	0,4	-2,7
Polen	-5,4	-2,2	-2,8	-2,7	2,0	1,9	0,7	1,2	6,0	3,1	2,0	0,8
Roemenië	-11,1	-3,6	-4,3	-4,2	6,7	3,0	1,8	0,7	6,5	2,3	4,9	1,9
Zweden	8,6	6,9	6,5	7,4	1,2	-3,9	-5,6	-4,9	9,4	-9,9	-9,0	-7,1
Verenigd Koninkrijk	-1,3	-1,5	-3,1	-2,7	-2,6	1,2	0,9	-1,5	-9,8	-3,0	0,0	10,0
EU7 <sup>2)</sup>	-6,8	-1,4	-1,7	-1,6	3,4	1,8	1,4	1,1	7,1	1,8	0,9	0,2
EU10 <sup>3)</sup>	-1,4	-0,2	-1,0	-0,5	-0,7	0,7	0,0	-1,3	-2,5	-1,9	-0,5	3,8
Eurogebied	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	-0,8	0,3	-1,9	-0,6	-2,8	-3,1

Bron: ECB.

1) De gegevens voor 2011 hebben betrekking op het vierkwartaals gemiddelde tot het derde kwartaal van 2011.

2) Het EU7-aggregaat omvat de zeven niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die in 2004 of in 2007 tot de EU zijn toegetreden.

3) Het EU10-aggregaat omvat, op 31 december 2011, de tien EU-lidstaten buiten het eurogebied.

in Letland en Roemenië werd nog steeds aangevuld met financiële steun afkomstig van internationale organisaties.

### WISSELKOERSVERLOOP

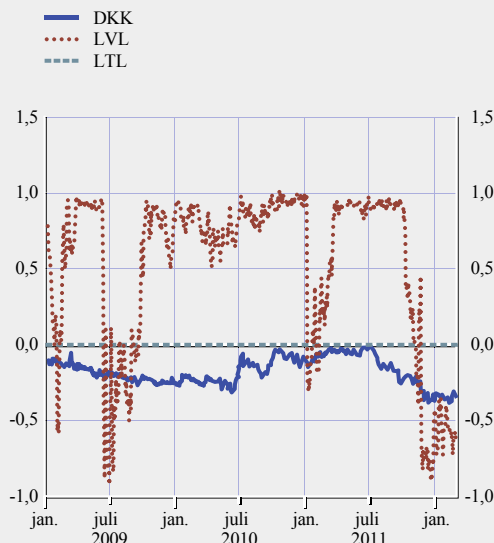
Het wisselkoersverloop in de EU-lidstaten buiten het eurogebied werd in 2011 sterk beïnvloed door de wisselkoersstelsels van de afzonderlijke landen. De valuta's van Denemarken, Letland en Litouwen namen deel aan het wisselkoersarrangement II (ERM II). Voor de Letse lats en de Litouwse litas gold een standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$  rond hun spilkoers ten opzichte van de euro; voor de Deense kroon gold een smallere marge van  $\pm 2,25\%$  (zie Grafiek 27). Deelname aan ERM II ging, in sommige gevallen, gepaard met unilaterale verbintenissen van de landen in kwestie om nauwere schommelingsmarges te handhaven of hun *currency board* stelsel aan te houden. Deze eenzijdige verbintenissen impliceren voor de ECB geen extra

verplichtingen. Met name de Litouwse litas trad tot het ERM II toe met behoud van een *currency board* stelsel, terwijl de Letse overheid besloot de wisselkoers van de lats te handhaven op de spilkoers ten opzichte van de euro met een schommelingsmarge van  $\pm 1\%$ . De Litouwse litas bleef in 2011 op zijn spilkoers, terwijl de Letse lats schommelde binnen de eenzijdig vastgestelde marge van  $\pm 1\%$  ten opzichte van de euro.

In het wisselkoersverloop van de valuta's van de EU-lidstaten buiten het eurogebied die in 2011 niet deelnamen aan het ERM II, kunnen twee fasen worden onderscheiden. In de eerste helft van het jaar lieten de Tsjechische kroon, de Hongaarse forint en de Roemeense leu een matige appreciatie optekenen en de Poolse zloty bleef ten opzichte van de euro overwegend stabiel (zie Grafiek 28). Deze ontwikkelingen waren in de eerste plaats het gevolg van de gunstige economische vooruitzichten voor de landen in

**Grafiek 27 Verloop van de tot het ERM II behorende EU-valuta's**

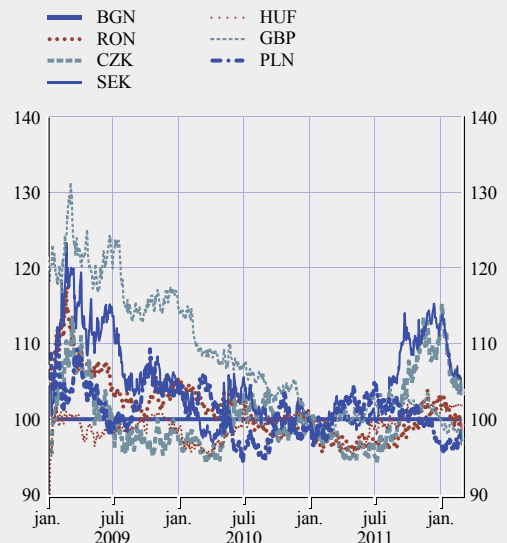
(daggegevens, afwijking van de spilkoers in procentpunt)



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 geldt een fluctuatiemarge van  $\pm 2,25\%$ . Voor de andere valuta's geldt de standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$ . De meest recente waarneming dateert van 2 maart 2012.

**Grafiek 28 Verloop van de niet tot het ERM II behorende EU-valuta's ten opzichte van de euro**

(daggegevens; index: 3 januari 2011 = 100)



Bron: ECB.  
Toelichting: Een toename (afname) wijst op een depreciatie (appreciatie) van de valuta. De meest recente waarneming dateert van 2 maart 2012.

kwestie en van het verbeterend sentiment in het eurogebied, dat de voornaamste handelspartner van deze landen is. In de tweede helft van het jaar, daarentegen, droeg de toenemende wereldwijde risicoaversie ertoe bij dat deze valuta's ten opzichte van de euro deprecieerden. In Hongarije verzwakte de forint tegen de achtergrond van nieuwe bezorgdheid over de onafhankelijkheid van de centrale bank en het afbreken van de gesprekken tussen het IMF, de EU en de Hongaarse regering over een nieuwe uit voorzorg ingegeven leningsovereenkomst (zie ook Kader 9). Precies het tegenovergestelde gebeurde met de wisselkoers van het Britse pond. In de eerste helft van 2011 deprecieerde de Britse valuta ten opzichte van de euro; later in het jaar steeg ze sterk in waarde. Nadat de Zweedse kroon in 2009 en 2010 scherp was geapprecieerd ten opzichte van de euro, onder invloed van de sterke opleving van de Zweedse economie, bleef ze in 2011 overwegend stabiel. Ook de Bulgaarse lev bleef ten opzichte van de euro ongewijzigd als gevolg van zijn op de euro gebaseerd *currency board* stelsel.

### FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

In de EU-lidstaten buiten het eurogebied is de situatie op de financiële markten in de loop van 2011 over het algemeen verslechterd. Terwijl de lange rente, zoals afgemeten aan het rendement op tienjaars overheidsobligaties, in alle landen daalde of grotendeels ongewijzigd bleef, behalve in Hongarije en Litouwen, gingen de kredietrisicopremies zoals afgemeten aan de *credit default swaps (CDS's)* in alle landen naar omhoog. De grootste CDS-stijgingen werden opgetekend in Hongarije. Behalve door landenspecifieke factoren, werd de breed gebaseerde verhoging van de risicopremies op de overheidsschuld in de hand gewerkt door de grotere risicoaversie van de beleggers als gevolg van de nieuwe verscherping van de financiële onrust in het eurogebied. Wat de geldmarkten betreft, steeg de rente in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied, behalve in Bulgarije, Tsjechië, Denemarken en Roemenië, deels vanwege de verhogingen van de beleidsrente.

De aandelenmarkten in de EU-lidstaten buiten het eurogebied lieten in 2011 over het algemeen een aanzienlijke teruggang optekenen, gemiddeld beschouwd ongeveer even sterk als die in het eurogebied (een daling met om en nabij 20%). De aandelenprijzen daalden het minst sterk in het Verenigd Koninkrijk, gevolgd door Denemarken, terwijl Tsjechië, en vervolgens Bulgarije, het zwaarst werden getroffen.

### MONETAIR BELEID

De hoofddoelstelling van het monetair beleid in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied is prijsstabiliteit. De monetairbeleidsstrategieën bleven evenwel sterk uiteenlopen van land tot land (zie Tabel 11).

Tal van EU-centrale banken buiten het eurogebied, onder meer Danmarks Nationalbank, Magyar Nemzeti Bank, Narodowy Bank Polski en Sveriges Riksbank, verhoogden tot juli 2011 in verschillende stappen hun basisrentetarieven om de verwachte inflatoire druk tegen te gaan of, in het geval van Denemarken, de rentemaatregel van de ECB te volgen. Aangezien de economische vooruitzichten in de tweede helft van het jaar versomberden, verlaagde Danmarks Nationalbank in november en december evenwel haar basisrente in overeenstemming met de verlaging van de basisrentetarieven van de ECB. In november 2011 en in januari en februari 2012 verlaagde ook de Banca Națională a României haar voornaamste rentetarief in het licht van het gunstiger inflatieverloop. Magyar Nemzeti Bank, daarentegen, trok haar basisrente in november en december 2011 verder op om te voorkomen dat de forint verder zou afglijden, waardoor de inflatiedoelstelling dreigde te worden overschreden en het financieel systeem kwetsbaarder werd.

Inzake andere monetairbeleidsmaatregelen, intervenieerde Danmarks Nationalbank op de valutamarkt en verlaagde ze in verschillende stappen haar overnight depositorente en de rente op de depositocertificaten teneinde de wisselkoers ten opzichte van de euro stabiel

**Tabel 11 Officiële monetairbeleidsstrategieën van de EU-lidstaten buiten het eurogebied**

	Monetairbeleidsstrategie	Valuta	Kenmerken
Bulgarije	Wisselkoersdoelstelling	Bulgaarse lev	Wisselkoersdoelstelling: vaste koppeling aan de euro tegen BGN 1,95583 per euro in het kader van een <i>currency board</i> stelsel.
Tsjechië	Inflatiedoelstelling	Tsjechische kroon	Inflatiedoelstelling: 2% ±1 procentpunt. Geleid zwevende wisselkoers.
Denemarken	Wisselkoersdoelstelling	Deense kroon	Neemt deel aan het ERM II met een fluctuatiemarge van ±2,25% boven en onder de spilkoers van DKK 7,46038 per euro.
Letland	Wisselkoersdoelstelling	Letse lats	Neemt deel aan het 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 het ERM II met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van LTL 3,45280 per euro. Litouwen blijft zijn <i>currency board</i> hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Hongarije	Inflatiedoelstelling	Hongaarse forint	Inflatiedoelstelling: doelstelling op middellange termijn van 3% ±1 procentpunt sinds 2007. Vrij zwevende wisselkoers.
Polen	Inflatiedoelstelling	Poolse zloty	Inflatiedoelstelling: 2,5% ±1 procentpunt (twaalfmaands stijging van de CPI). Vrij zwevende wisselkoers.
Roemenië	Inflatiedoelstelling	Roemeense leu	Inflatiedoelstelling: 3,0% ±1 procentpunt tegen eind 2011 en eind 2012, en 2,5% ±1 procentpunt tegen het einde van ieder jaar vanaf 2013. Geleid zwevende wisselkoers.
Zweden	Inflatiedoelstelling	Zweedse kroon	Inflatiedoelstelling: 2% stijging van de CPI. Vrij zwevende wisselkoers.
Verenigd Koninkrijk	Inflatiedoelstelling	Brits pond	Inflatiedoelstelling: 2% zoals afgemeten aan de twaalfmaands stijging van de CPI. Bij een afwijking van meer dan 1 procentpunt dient de gouverneur van de Bank of England namens het Monetary Policy Committee een open brief te richten aan de minister van Financiën. Vrij zwevende wisselkoers.

Bron: ESCB.  
Toelichting: Voor het Verenigd Koninkrijk stemt de CPI overeen met de HICP.

te houden nadat de kapitaalvoer tijdens de zomer was toegenomen. De Banca Națională a României verlaagde de ratio van de reserveverplichtingen op de in buitenlandse valuta luidende passiva met een resterende looptijd tot en met twee jaar van 25% tot 20% in het licht van de geleidelijke aligering met de ECB-normen. In januari 2012 verlaagde Latvijas Banka de reserveratio voor passiva met looptijden van meer dan twee jaar van 3% tot 2% en voor de andere passiva van 5% tot 4%, waardoor de voorwaarden voor kredietverlening gunstiger werden. De Bank of England voerde haar programma voor de aankoop van activa met £75 miljard op tot in totaal £275 miljard in oktober, dit vanwege de verslechtering van de economische vooruitzichten en het toegenomen risico dat de inflatie op middellange termijn onder de doelstelling van 2% zou uitkomen.





In de Großmarkthalle, een monument, was vroeger de centrale groothandelsmarkt voor groente en fruit van de stad Frankfurt am Main gevestigd. De hal is tussen 1926 en 1928 gebouwd naar een ontwerp van Martin Elsaesser, de toenmalige stadsbouwmeester van Frankfurt. In het kader van de restauratie van de Großmarkthalle worden de baksteengevels van de vleugels helemaal opnieuw gevoegd.

Het voegwerk van de baksteengevels was een van de bijzondere kenmerken van de Großmarkthalle. In het oorspronkelijk ontwerp moest het horizontale aspect van het metselwerk benadrukt worden door de horizontale voegen niet alleen breder te maken, maar ze ook een andere kleur te geven. Voor de brede horizontale voegen werd een lichtgekleurde metselspecie gebruikt, voor de smalle verticale voegen een donkere. De voegen worden zorgvuldig gerestaureerd om de gevels hun oorspronkelijke aanzien terug te geven. Het effect heeft wel iets weg van spekkook.

De restauratie van de oostvleugel is in 2011 afgerond, die van de westvleugel is in het voorjaar van 2011 begonnen. Voor alle restauratiewerkzaamheden is toestemming verleend door monumentenzorg.

**HOOFDSTUK 2**

**CENTRALE-  
BANKTRANSACTIES  
EN -ACTIVITEITEN**



# I MONETAIRBELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

## I.1 MONETAIRBELEIDSTRANSACTIES

De in 2011 door het Eurosysteem gebruikte monetairbeleidsinstrumenten omvatten openmarkttransacties, zoals basisherfinancieringstransacties, langerlopende herfinancieringstransacties en finetuning transacties, alsook permanente faciliteiten en reserveverplichtingen. Het Eurosysteem maakte ook gebruik van bijzondere maatregelen, waaronder het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties en het programma voor de effectenmarkten.

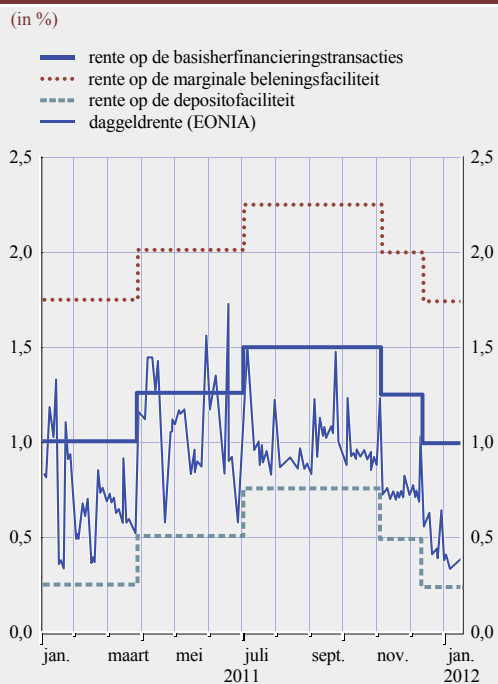
In de loop van 2011 heeft de Raad van Bestuur de belangrijkste ECB-rentevoeten viermaal gewijzigd (zie Grafiek 29). Op 13 april 2011 werden de rentevoeten op de basisherfinancieringstransacties, de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit met 25 basispunten opgetrokken tot respectievelijk 1,25%, 2,00% en 0,50%. Alle basiserentetarieven van de ECB werden met ingang van

13 juli verder verhoogd met 25 basispunten. De Raad van Bestuur besloot de basiserentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen vanaf 9 november. Op 14 december werden alle basiserentetarieven nogmaals met 25 basispunten verlaagd, zodat ze opnieuw op hun peil van begin 2011 uitkwamen (dus respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%). De corridor bleef op 150 basispunten gehandhaafd (75 basispunten aan weerszijden van de vaste rente op de basisherfinancieringstransacties).

De tenuitvoerlegging van het monetair beleid werd in 2011 opnieuw beheerst door de inspanningen van het Eurosysteem om het hoofd te bieden aan de spanningen in enkele segmenten van de financiële markten en de gebrekkige werking van het transmissiemechanisme van het monetair beleid. De basisherfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties werden nog steeds uitgevoerd met volledige toewijzing en via vastrentetenders. Bijgevolg werd het uitstaande volume aan herfinancieringstransacties nog steeds gestuurd door de vraag van tegenpartijen, wat hun onderliggende liquiditeitsvoorkeur weerspiegelde. De vraag van het bankwezen naar liquiditeit van het Eurosysteem bleef tijdens de eerste helft van 2011 relatief stabiel op ongeveer €600 miljard, maar in de tweede helft nam ze scherp toe, tot meer dan €1.000 miljard aan het einde van het jaar (zie Grafiek 31).

In 2011<sup>1</sup> beliepen de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied €470 miljard, wat 16% lager was dan in 2010. De belangrijkste reden voor de daling was de afname van de autonome factoren<sup>2</sup>, met 25%, tot gemiddeld €260 miljard (zie Grafiek 30). De reserveverplichtingen liepen in 2011 gemiddeld licht terug, namelijk tot

**Grafiek 29 ECB-rentetarieven en daggeldrente**



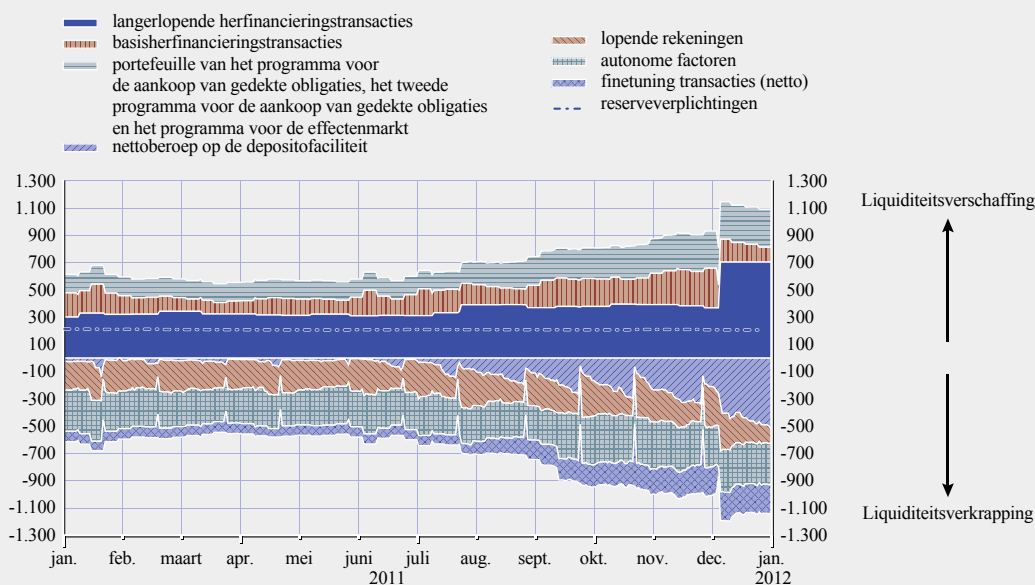
Bron: ECB.

1 Deze periode bestrijkt volledig de twaalf reserveaanhoudingsperiodes van 2011, die lopen van 19 januari 2011 tot 17 januari 2012.

2 De autonome factoren zijn de posten op de balans van het Eurosysteem, zoals de hoeveelheid bankbiljetten in omloop en overheidsdeposito's, die een weerslag hebben op de rekeningcouranttegoeden van de kredietinstellingen, maar die niet onder de rechtstreekse controle van de liquiditeitsbeheersfunctie van het Eurosysteem vallen.

**Grafiek 30 Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2011**

(in € miljard)



Bron: ECB.

€208 miljard, tegen €212 miljard in 2010. De gemiddelde overreserves op maandbasis bedroegen in 2011 €2,53 miljard, wat hoger was dan tijdens de vorige jaren (€1,26 miljard in 2010 en €1,03 miljard in 2009).

Het grote bedrag aan overliquiditeit (dat is het verschil tussen de door het Eurosysteem verstrekte liquiditeit en de liquiditeitsbehoeften van het bankwezen) resulteerde in een aanzienlijke stijging van het gebruik van de depositofaciliteit. Het gemiddeld dagelijks beroep op de depositofaciliteit bedroeg in de eerste helft van 2011 ongeveer €25 miljard. Het nam gestaag toe van €87 miljard op 1 augustus tot €528 miljard aan het einde van de twaalfde reserveaanhoudingsperiode van 2011.

#### OPENMARKTTTRANSACTIES

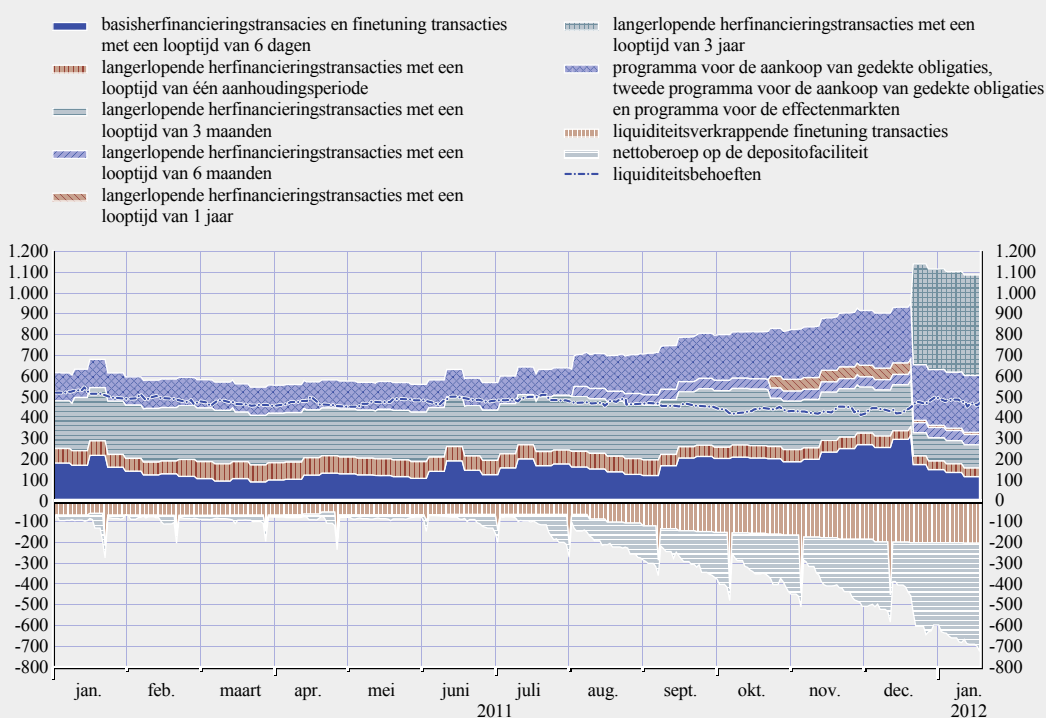
Het Eurosysteem gebruikt momenteel basisherfinancieringstransacties, reguliere langerlopende herfinancieringstransacties, herfinancieringstransacties met een bijzondere termijn (met een looptijd van

één aanhoudingsperiode), aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties en finetuning transacties om de liquiditeitsituatie in de geldmarkt te beheren. Alle liquiditeitsverschaffende transacties moeten integraal door onderpand worden gedekt.

Basisherfinancieringstransacties zijn reguliere transacties met een wekelijkse frequentie en hebben normaliter een looptijd van één week. Ze zijn het belangrijkste instrument om signalen te geven omtrent de monetairbeleidskoers van de ECB. In 2011 werden alle 52 basisherfinancieringstransacties uitgevoerd als vasterentetenders waarin alle inschrijvingen werden gehonoreerd. Het aantal in aanmerking komende tegenpartijen steeg van 2.267 in 2010 tot 2.319 in 2011. In 2011 namen gemiddeld 190 tegenpartijen deel aan basisherfinancieringstransacties. Het gemiddeld toegewezen volume in de basisherfinancieringstransacties bedroeg €156 miljard (tegen €133,8 miljard in 2010), waarbij de gemiddelde toewijzing in de eerste helft

**Grafiek 31 Uitstaand volume aan monetairbeleidstransacties**

(in € miljard)



Bron: ECB.

van het jaar ongeveer 42% lager lag dan gedurende de tweede helft. In 2011 werd het laagste aantal tegenpartijen (126) dat inschreef op een basisherfinancieringstransactie opgetekend bij de transactie die werd verrekend op 7 september. Het geringste volume aan basisherfinancieringstransacties (€84,5 miljard) werd toegewezen bij de transactie die werd verrekend op 6 april. Het hoogste aantal inschrijvingen (371) werd vastgesteld op 2 februari, terwijl het hoogste bedrag (€291,6 miljard) werd toegewezen op 14 december.

In 2011 bedroeg het gemiddeld uitstaand volume aan liquiditeiten die werden toegewezen in de reguliere driemaands langerlopende herfinancieringstransacties, de herfinancieringstransacties met een bijzondere termijn en de aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties €373 miljard per dag. De deelname aan de reguliere driemaands langerlopende

herfinancieringstransacties beliep gemiddeld €72,7 miljard en bleef gedurende heel 2011 volatiel. Het toegewezen bedrag varieerde van een minimum van €29,7 miljard in december tot een maximum van €140,6 miljard in september. Het gemiddeld toegewezen volume in de eenmaands herfinancieringstransacties met een bijzondere termijn bedroeg €66,8 miljard en gemiddeld namen 47 tegenpartijen eraan deel. Aan de zesmaands langerlopende herfinancieringstransactie die op 11 augustus werd verrekend, namen 114 tegenpartijen deel voor een totaal bedrag van €49,8 miljard. Aan de driejaars aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie<sup>3</sup> die op 22 december

<sup>3</sup> Het tarief van deze langerlopende herfinancieringstransactie werd vastgelegd op de gemiddelde rente van de basisherfinancieringstransacties gedurende haar looptijd. Na een jaar (dus vanaf 26 december 2012) wordt de tegenpartijen de mogelijkheid geboden wekelijks (namelijk elke woensdag) de geleende middelen (of een deel ervan) terug te betalen.

werd verrekend, ten slotte, namen 523 tegenpartijen deel voor een totaal bedrag van €489,2 miljard. Dit totaal omvatte een bedrag van €45,7 miljard dat werd overgeheveld vanuit de in oktober 2011 toegewezen twaalfmaands aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie. In totaal maakten 123 tegenpartijen gebruik van de mogelijkheid om over te stappen, terwijl er 58 besloten krediet te blijven opnemen in de twaalfmaands aanvullende langerlopende herfinancieringstransactie, waarvan het uitstaand bedrag daarna nog €11,2 miljard beliep.

Naast de openmarkttransacties die worden aangewend voor de tenuitvoerlegging van het monetair beleid, kan de ECB de in aanmerking komende tegenpartijen ook liquiditeit in andere valuta's verschaffen (zie Paragraaf 1.2).

#### **PROGRAMMA VOOR DE EFFECTENMARKTEN**

De Raad van Bestuur besloot in mei 2010 het programma voor de effectenmarkten op te zetten. Dit tijdelijk programma is bedoeld om sommige niet goed functionerende segmenten van de markt voor schuldbewijzen in het eurogebied aan te pakken en opnieuw te zorgen voor een passend transmissiemechanisme van het monetair beleid. Het programma wordt uitgevoerd door portefeuillebeheerders binnen het Eurosysteem die in marktinterventies bepaalde staatsobligaties van het eurogebied aankopen. In 2011 werd krachtens het programma voor de effectenmarkten een totaalbedrag van €144,6 miljard aan effecten aangekocht. Het grootste deel van de aankopen vond plaats in de periode tussen de verklaring die de President van de ECB op 7 augustus 2011 aflegde over de actieve tenuitvoerlegging van het programma voor de effectenmarkten en het einde van het jaar. Tegen 30 december 2011 had het Eurosysteem krachtens het programma effecten gekocht ten belope van een totaal vereffeningsbedrag van ongeveer €211,4 miljard<sup>4</sup>.

#### **TWEDE PROGRAMMA VOOR DE AANKOOP VAN GEDEKTE OBLIGATIES**

Op 6 oktober 2011 besloot de Raad van Bestuur een nieuw programma voor de aankoop van gedekte obligaties, CBPP2, op te zetten. Dit programma werd gelanceerd om de financieringsvoorwaarden voor de banken en de ondernemingen te versoepelen en de banken aan te moedigen de kredietverlening aan hun cliënten op peil te houden of uit te breiden. Het stelt het Eurosysteem in staat om in aanmerking komende gedekte obligaties in euro, die in het eurogebied uitgegeven zijn, aan te kopen voor een nominaal streefbedrag van €40 miljard. De aankopen worden zowel op de primaire als op de secundaire markt uitgevoerd op basis van bepaalde geschiktheidscriteria. Het programma zou naar verwachting uiterlijk tegen eind oktober 2012 volledig ten uitvoer gelegd zijn. Op 30 december 2011 waren er voor €3,1 miljard gedekte obligaties aangekocht. De Raad van Bestuur heeft tevens besloten de CBPP2-portefeuille ter beschikking te stellen voor effectenleningen. Leningen kunnen op vrijwillige basis worden afgesloten via door centrale effectenbewaarinstellingen aangeboden effectenleningsfaciliteiten, of via op elkaar afgestemde repotransacties met in aanmerking komende tegenpartijen.

Het vorige programma voor de aankoop van gedekte obligaties (het CBPP) werd in 2010 afgerond. In het kader van dat programma werd gedurende een periode van één jaar, van 1 juli 2009 tot 30 juni 2010, een nominaal bedrag van €60 miljard aangekocht. Sinds maart 2010 werden de krachtens het programma aangehouden effecten ter beschikking gesteld voor effectenleningen op verzoek van in aanmerking komende tegenpartijen

<sup>4</sup> Voor meer informatie over het programma voor de effectenmarkten, zie het persbericht van de ECB van 10 mei 2010, het besluit van de ECB van 14 mei 2010 houdende vaststelling van een programma voor de effectenmarkten en de financiële weekoverzichten van het Eurosysteem.

tegen beleenbaar onderpand. Hoewel deze kredietverlening beperkt bleef in termen van bedragen, wordt het voor een goede werking van de markt nuttig geacht dat de krachtens het programma aangehouden effecten in principe beschikbaar zijn voor leningen.

### **FINETUNING TRANSACTIES**

Om de via het programma voor de effectenmarkten geïnjecteerde liquiditeit aan de markt te onttrekken, voerde de ECB wekelijkse liquiditeitsverkrappende finetuning transacties uit om termijndeposito's met een vaste looptijd van één week aan te trekken voor een wekelijks bedrag dat overeenstemt met de omvang van de krachtens het programma verrichte transacties die werden verrekend tot de voorgaande vrijdag. Die finetuning transacties werden uitgevoerd als variabelereentetenders met een maximale inschrijvingsrente die gelijk was aan de geldende rente op de basisherfinancieringstransacties. Bovendien verrichtte de ECB finetuning transacties om de liquiditeitstekorten en -overschotten op de laatste dag van de aanhoudingsperiodes tegen te gaan. Twaalf liquiditeitsverkrappende transacties met een looptijd van één dag werden uitgevoerd in de vorm van variabelereentetenders met een maximale inschrijvingsrente die overeenkomt met de vaste rente op de basisherfinancieringstransacties. Gemiddeld werd via deze transacties €154 miljard onttrokken aan 136 deelnemende tegenpartijen. Sinds 14 december 2011 werden de finetuning transacties op de laatste dag van de reserveaanhoudingsperiode tijdelijk opgeschort. In het kader van de driejaars langerlopende herfinancieringstransactie werd €141,9 miljard verstrekt via een liquiditeitsverruimende finetuning transactie met een looptijd van één dag, die werd verrekend op 21 december 2011.

### **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 deposito's tot de volgende dag bij het Eurosysteem te plaatsen. Eind 2011 hadden

2.605 tegenpartijen toegang tot de marginale beleningsfaciliteit en 2.976 tegenpartijen hadden toegang tot de depositofaciliteit. Het beroep op de depositofaciliteit bleef op een hoog peil, vooral tijdens de tweede helft van 2011, en op 27 december 2011 bereikte het een piek van €452 miljard, die werd gevolgd door een nog hoger beroep van €528 miljard op 17 januari 2012. Het gemiddeld dagelijks gebruik van de depositofaciliteit bedroeg €120 miljard (tegen €145,9 miljard in 2010 en €109 miljard in 2009). In 2011 vertoonde het gebruik van de depositofaciliteit tijdens elke reserveaanhoudingsperiode in grote lijnen een vergelijkbaar patroon: de geplaatste bedragen waren lager aan het begin van elke periode, maar stegen vervolgens naarmate meer tegenpartijen hun reserveverplichtingen nakwamen. Het gemiddeld dagelijks beroep op de marginale beleningsfaciliteit beliep €2,1 miljard (tegen €0,62 miljard in 2010).

### **STELSEL VAN RESERVEVERPLICHTINGEN**

De kredietinstellingen in het eurogebied moeten op rekeningen-courant bij het Eurosysteem minimumreserves aanhouden. In 2011 waren de reserveverplichtingen, zoals sedert 1999 het geval was, gelijk aan 2% van de reservebasis van de kredietinstellingen en beliepen ze gemiddeld €208 miljard, wat 2% minder is dan in 2010. Aangezien het Eurosysteem de aangehouden reserves vergoedt tegen een rente die overeenstemt met de rente op de basisherfinancieringstransacties, legt het stelsel van de reserveverplichtingen de banksector geen belasting op. In het licht van het beleid van volledige toewijzing dat in 2011 werd toegepast bij de basisherfinancieringstransacties, oordeelde de Raad van Bestuur dat het stelsel van de reserveverplichtingen niet in dezelfde mate als in normale omstandigheden moest worden toegepast om de geldmarktverhoudingen te sturen. Op 8 december besloot de Raad van Bestuur dan ook de reserveratio te verlagen tot 1% vanaf de reserveaanhoudingsperiode die op 18 januari 2012 begon, dit teneinde de bancaire kredietverlening en de liquiditeit op de geldmarkt in het eurogebied te ondersteunen.

## BELEENBARE ACTIVA TEN BEHOEVE VAN KREDIETRANSACTIES

Krachtens Artikel 18.1 van de statuten van het ESCB en in overeenstemming met de wereldwijde centralebankpraktijk, worden alle krediettransacties van het Eurosysteem gedekt door toereikend onderpand. Het begrip toereikendheid impliceert dat het Eurosysteem in hoge mate gevrijwaard wordt van verliezen als gevolg van zijn krediettransacties (zie hieronder voor meer informatie over aspecten van risicobeheer).

Het Eurosysteem accepteert een ruime waaier van activa als onderpand in al zijn krediettransacties. Dit kenmerk van het onderpandskader van het Eurosysteem, samen met het feit dat aan een ruime pool van tegenpartijen toegang wordt verleend tot de openmarkttransacties van het Eurosysteem, was een cruciale ondersteunende factor bij de monetairbeleidsvoering tijdens stressperiodes. De ingebouwde flexibiliteit van zijn operationeel kader stelde het Eurosysteem in staat de nodige liquiditeiten te verschaffen om de gebrekkige werking van de geldmarkt tijdens de financiële crisis te verhelpen, zonder dat de tegenpartijen het hoofd moesten bieden aan algemene beperkingen inzake onderpand.

Vanaf 1 januari 2011 werden termijndeposito's aanvaard als beleenbaar onderpand in het standaardkader van het Eurosysteem. Deze instrumenten waren echter al eens als beleenbaar onderpand aanvaard, na de tijdelijke uitbreiding van de lijst van beleenbaar onderpand in 2008. Voorts besloot de Raad van Bestuur op zijn vergadering van 8 december 2011 de beschikbaarheid van onderpand te vergroten, in samenhang met andere bijzondere monetairbeleidsmaatregelen.

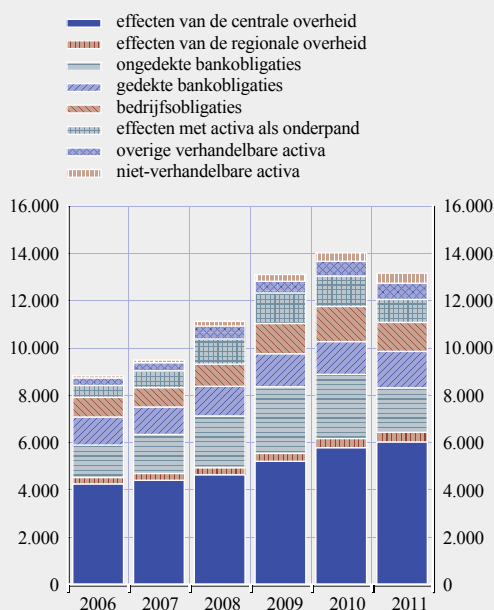
In 2011 beliep het gemiddelde bedrag aan beleenbaar onderpand €13.200 miljard, een daling met 6% ten opzichte van 2010 (zie Grafiek 32). Deze daling hield vooral verband met een sterke afname van de ongedekte bankobligaties, hoofdzakelijk wegens het verstrijken van enkele staatsgaranties op ongedekte bankobligaties, en van de effecten met

activa als onderpand, grotendeels vanwege de strengere ratingvereisten die vanaf 1 maart 2011 werden ingevoerd. De effecten van de centrale overheid, die €6.000 miljard beliepen, vertegenwoordigden 46% van het totaal beleenbaar onderpand, gevolgd door ongedekte bankobligaties (€1.900 miljard, of 14%) en gedekte bankobligaties (€1.500 miljard, of 12%). Het beleenbaar onderpand omvat verhandelbaar onderpand maar ook niet-verhandelbare activa, meestal kredietvorderingen (ook 'bankleningen' genoemd). In tegenstelling tot de situatie voor verhandelbare activa, valt het volume van de potentieel beleenbare niet-verhandelbare activa niet eenvoudig te meten. Het gedeponeerde bedrag van de niet-verhandelbare activa kwam in 2011 op €400 miljard uit.

Het gemiddeld bedrag van het door tegenpartijen aangeboden onderpand liep terug van €2.010 miljard in 2010 tot €1.790 miljard in 2011 (zie Grafiek 33). Tegelijkertijd daalde ook het gemiddeld bedrag van het uitstaand krediet, namelijk met ongeveer €137 miljard

**Grafiek 32 Beleenbaar onderpand naar de verschillende types van activa**

(in € miljard; jaargemiddelde)



Bron: ECB.

ten opzichte van het voorgaande jaar, deels als gevolg van het verstrijken van eenjaars langerlopende herfinancieringstransacties tegen eind 2010. Bijgevolg nam het gedeelte van het gedeponerd onderpand dat niet wordt gebruikt om krediet uit monetairbeleidstransacties te dekken, in de loop van 2011 toe, terwijl het absoluut bedrag licht verminderde. Dit wijst erop dat de tegenpartijen van het Eurosysteem, ten minste op geaggregeerd niveau, niet te kampen hadden met een schaarste aan onderpand.

In de samenstelling van het aangeboden onderpand (zie Grafiek 34) groeiden de niet-verhandelbare activa (vooral kredietvorderingen en termijndeposito's) in 2011 uit tot de grootste component, die 23% van het totaal uitmaakte (tegen 18% in 2010). Net als voor het totaal beleenbaar onderpand nam het aandeel van de effecten met activa als onderpand en de ongedekte bankobligaties af. Daarentegen ging

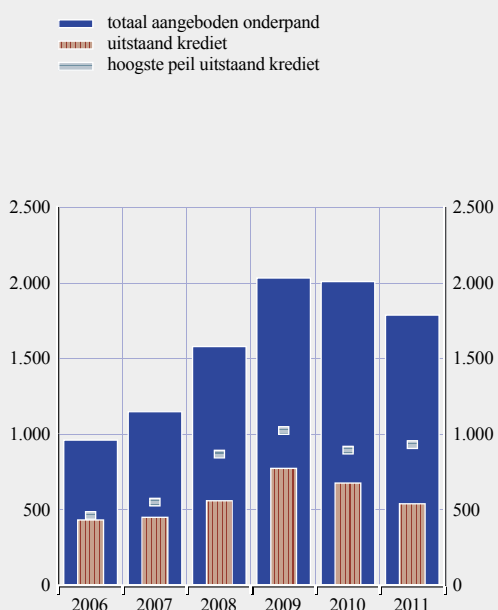
het gemiddelde aandeel van obligaties van de centrale overheid, mede als gevolg van de overheidsschuldencrisis in sommige landen van het eurogebied, licht omhoog van 13% in 2010 tot 14% in 2011.

### ASPECTEN VAN RISICIBEHEER IN VERBAND MET KREDIETTRANSACTIES

Bij de tenuitvoerlegging van monetairbeleidstransacties is het Eurosysteem blootgesteld aan het risico dat een tegenpartij in gebreke blijft. Dit risico wordt beperkt door de tegenpartijen ertoe te verplichten toereikend onderpand aan te bieden. Ingeval een tegenpartij haar verplichtingen niet nakomt, staat het Eurosysteem echter ook bloot aan krediet-, markt- en liquiditeitsrisico's die verbonden zijn aan de tegeldemaking van als onderpand gebruikte activa. Daarnaast houden liquiditeitsverschaffende transacties in vreemde valuta's tegen in euro luidend onderpand

**Grafiek 33 Voor krediettransacties van het Eurosysteem ingezet onderpand versus uitstaand krediet in monetairbeleidstransacties**

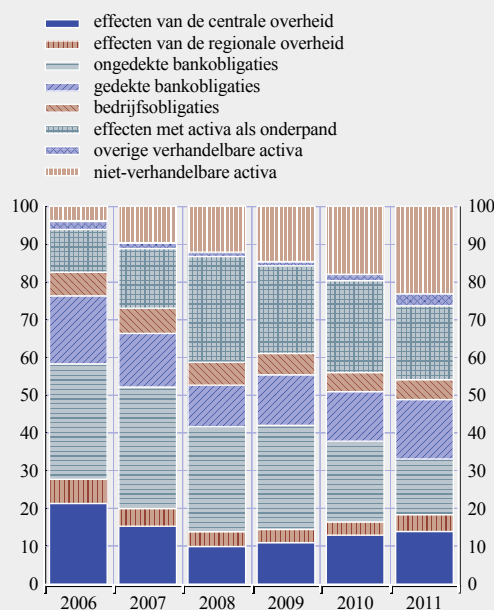
(in € miljard)



Bron: ECB.  
Toelichting: 'Aangeboden onderpand' heeft betrekking op activa die worden ingezet in landen met een poolingsysteem en activa die als onderpand worden gebruikt in landen met een earmarkingsysteem.

**Grafiek 34 Uitsplitsing van als onderpand gebruikte activa (met inbegrip van kredietvorderingen) naar type van activum**

(in %; jaargemiddelden)



Bron: ECB.

eveneens een valutarisico in. Om al deze risico's tot aanvaardbare niveaus te reduceren, hanteert het Eurosysteem strenge kredietnormen voor als onderpand geaccepteerde activa, waardeert het dagelijks het onderpand en neemt het passende maatregelen inzake risicobeheersing. De oprichting, als een onafhankelijke bedrijfsentiteit, van het Risk Management Office, en de aanhoudende werkzaamheden van het Risk Management Committee hebben verder bijgedragen tot de verbetering van de risicobeheersingspraktijken binnen de ECB en het Eurosysteem (zie ook Paragraaf 1.6 van Hoofdstuk 7).

Voorzichtigheidshalve heeft het Eurosysteem een buffer gecreëerd tegen mogelijke tekorten als gevolg van de uiteindelijke tegeldemaking van het onderpand dat wordt ontvangen van tegenpartijen die hun verplichtingen niet nakomen. Het niveau van de buffer wordt jaarlijks herzien, in afwachting van de uiteindelijke verkoop van het ontvangen onderpand en conform het vooruitzicht op herstel. Meer algemeen worden de financiële risico's inzake krediettransacties gekwantificeerd op het niveau van het Eurosysteem en regelmatig gerapporteerd aan de besluitvormende organen van de ECB.

In 2011 bracht de ECB een aantal aanpassingen aan in haar beleenbaarheidscriteria en haar risicobeheersingskader.

Ingevolge het besluit van de Raad van Bestuur van 28 juli 2010, trad het nieuwe surpluspercentageschema dat voortvloeide uit de tweejaarlijkse herziening van de risico-beheersingsmaatregelen van het Eurosysteem, op 1 januari 2011 in werking.

Op 18 februari 2011 keurde de Raad van Bestuur het ratinginstrument van Coface Serviços Portugal, S.A. goed voor gebruik binnen het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem (ECAF).

Op 31 maart 2011 besloot de Raad van Bestuur de toepassing van de minimale kredietrating voor

de beleenbaarheidsvereisten op te schorten voor verhandelbare schuldbewijzen die door de Ierse overheid worden uitgegeven of gewaarborgd. Op 7 juli 2011 besloot de Raad van Bestuur de door de Portugese overheid uitgegeven of gewaarborgde verhandelbare schuldbewijzen op dezelfde manier te behandelen. Die besluiten volgden op de positieve beoordeling van de economische en financiële aanpassingsprogramma's die door de Ierse en de Portugese overheid werden goedgekeurd en die met de Europese Commissie, in overleg met de ECB en het IMF, werden overeengekomen. Ze werden genomen op grond van de vaste verbintenis van de respectieve regeringen om de programma's volledig uit te voeren.

Op 16 december 2010 kondigde de Raad van Bestuur het besluit aan om, in het onderpandskader van het Eurosysteem, informatieverplichtingen *loan-by-loan* in te stellen voor effecten met activa als onderpand, te beginnen met *residential mortgage-backed securities*. Vervolgens maakte de ECB op 29 april 2011 haar voornemen bekend om binnen de komende 18 maanden die verplichtingen ook in te voeren voor *commercial mortgage-backed securities* en voor in het onderpandskader van het Eurosysteem aanvaarde leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen. Het verstrekken van informatie *loan-by-loan* zal een beleenbaarheidsvereiste worden op het ogenblik dat de verplichting om *loan-level* gegevens te verschaffen, van kracht wordt.

Tegen de achtergrond van de op 8 december 2011 aangekondigde maatregelen om de bancaire kredietverlening en de geldmarktbedrijvigheid te ondersteunen, besloot de Raad van Bestuur de beschikbaarheid van onderpand te vergroten door i) de minimale drempel van twee 'triple A'-ratings bij uitgifte te verlagen voor bepaalde effecten met activa als onderpand en ii) de nationale centrale banken toe te staan, als tijdelijke oplossing, aanvullende kredietvorderingen (namelijk bankleningen) zonder betalingsachterstand die aan specifieke beleenbaarheidscriteria voldoen, als onderpand te accepteren. Het Eurosysteem voegde aan



de activa die als beleenbaar onderpand voor krediettransacties in aanmerking komen, ook effecten met activa als onderpand toe met een op één na beste rating van ten minste 'single A' in de geharmoniseerde kredietschaal van het Eurosysteem bij uitgifte, en te allen tijde daarna, en met als onderliggende activa ofwel enkel woninghypotheken ofwel enkel leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen. De effecten op onderpand van activa moeten ook voldoen aan alle andere specifieke beleenbaarheidsvereisten, behalve aan de ratingvereiste.

Voorts sprak de Raad van Bestuur zich uit voor een ruimer gebruik van kredietvorderingen als onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem op basis van geharmoniseerde criteria, in combinatie met het streven om het interne kredietbeoordelingsvermogen van het Eurosysteem te verbeteren. Daarnaast werden potentiële externe kredietbeoordelingsverschaffers (ratingbureaus en verstrekkers van ratinginstrumenten) samen met de commerciële banken die gebruik maken van een op interne ratings berustend systeem, aangemoedigd goedkeuring te verkrijgen binnen het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem (ECAAF).

## **1.2 VALUTATRANSACTIES EN TRANSACTIES MET ANDERE CENTRALE BANKEN**

In 2011 heeft het Eurosysteem één keer op de valutamarkten geïntervenieerd. Als reactie op de wisselkoersbewegingen van de yen die samenhangen met de natuurramp in Japan, en op verzoek van de Japanse overheid, verrichtten de autoriteiten van de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Canada, alsook de ECB op 18 maart, samen met Japan, een gecoördineerde interventie op de valutamarkten. De ECB voerde geen valutatransacties uit in valuta's die deelnemen aan het ERM II. In 2011 werd vijfmaal gebruik gemaakt 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.

De tijdelijke liquiditeitsswaplijn die de ECB in 2007 met het Federal Reserve System had opgezet en die in mei 2010 opnieuw werd geactiveerd om de spanningen op de Europese financieringsmarkten in VS-dollar tegen te gaan, werd in 2011 tweemaal verlengd, de laatste keer tot 1 februari 2013. In nauwe samenwerking met andere centrale banken verstrekke het Eurosysteem financieringsmiddelen in VS-dollar aan tegenpartijen tegen beleenbaar onderpand via transacties in de vorm van repo's en uitgevoerd als vasterentetenders met volledige toewijzing. Naast deze reguliere wekelijkse transacties op zeven dagen besloot de Raad van Bestuur op 15 september 2011, in overleg met de Federal Reserve, de Bank of England, de Bank of Japan en de Zwitserse centrale bank, drie liquiditeitsverruimende transacties in VS-dollar uit te voeren met een looptijd van ongeveer drie maanden die lopen tot na het einde van het jaar. In 2011 verrichtte het Eurosysteem 50 transacties met een looptijd van zeven dagen, alsook een transactie met een looptijd van 14 dagen aan het jaareinde en vier transacties met een looptijd van 84 dagen. Bij 27 transacties werden er geen inschrijvingen door tegenpartijen ingediend. Op 30 november besloten de ECB, de Bank of England, de Bank of Japan en de Zwitserse centrale bank tot nader order driemaands tenders te blijven aanbieden. Dit besluit werd genomen als onderdeel van gecoördineerde acties door die vier centrale banken, alsook het Federal Reserve System en de Bank of Canada, ter verbetering van hun vermogen om liquiditeitssteun te verschaffen aan het wereldwijd financieel stelsel. Deze acties hadden tot doel de spanningen in de financiële markten te verlichten en zodoende de effecten van dergelijke spanningen op de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven te beperken en de economische bedrijvigheid te helpen bevorderen. Een van die acties was het besluit van de ECB om, samen met de andere centrale banken, een tijdelijk netwerk van wederzijdse swaplijnen op te zetten. Deze

actie stelt het Eurosysteem in staat deze centrale banken, wanneer nodig, van euro's te voorzien en eventueel liquiditeit te verschaffen in Japanse yen, Brits pond, Zwitserse frank en Canadese dollar (naast de bestaande transacties in VS-dollar). Die centrale banken kwamen overeen tijdelijke bilaterale swapovereenkomsten te sluiten als een noodmaatregel, zodat in elk rechtsgebied liquiditeit kon worden verschaft in elk van hun valuta's, indien marktomstandigheden zulks zouden wettigen. Deze swaplijnen mogen worden aangewend tot 1 februari 2013.

Op 25 augustus 2011 besloot de Raad van Bestuur, in overleg met de Bank of England, de liquiditeitsswap met de Bank of England te verlengen tot 28 september 2012. De swapfaciliteit van 17 december 2010 mocht worden gebruikt tot eind september 2011. Op grond van deze faciliteit kan de Bank of England, zo nodig, aan de ECB tot €10 miljard verschaffen in ruil voor euro's. De overeenkomst maakt het mogelijk Britse ponden ter beschikking te stellen van de Central Bank of Ireland bij wijze van voorzorgsmaatregel, teneinde te voorzien in mogelijke tijdelijke liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in die valuta.

In de week tot 30 december 2011 stonden liquiditeitsverschaffende repotransacties ten belope van €1,5 miljard uit. Deze transacties werden door de ECB uitgevoerd in het kader van de bestaande liquiditeitsakkoorden met centrale banken buiten het eurogebied.

### 1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

De ECB belegt zowel de middelen uit haar deviezenportefeuille als haar eigen vermogen. Deze investeringsactiviteiten, die losstaan van monetairbeleidsprogramma's zoals het programma voor de effectenmarkten en het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties, zijn dusdanig georganiseerd dat er bij het nemen van investeringsbeslissingen geen gevoelige informatie over de beleidsacties

van de centrale bank kan worden gebruikt (er is met andere woorden sprake van een 'Chinese muur'). Indien gevoelige informatie al dan niet vrijwillig wordt doorgespeeld, kunnen de investeringsactiviteiten van de ECB volledig of gedeeltelijk worden opgeschort, wat betekent dat de samenstellingen van de beleggingsportefeuilles van de ECB ten opzichte van hun respectieve benchmarks niet mogen worden veranderd.

### BEHEER VAN EXTERNE RESERVES

De deviezenportefeuille van de ECB werd oorspronkelijk samengesteld door overdrachten van externe reserves van de NCB's van het eurogebied. Mettertijd weerspiegelt de samenstelling van de portefeuille veranderingen in de marktwaarde van de geïnvesteerde activa, alsook de 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, zo nodig, kan beschikken over een toereikend bedrag aan liquide middelen voor het verrichten van valutabeleidstransacties in 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 VS-dollar, Japanse yen, goud en bijzondere trekingsrechten. De reserves in VS-dollar en Japanse yen worden actief beheerd door de ECB en de NCB's van het eurogebied die als gevolmachtigden van de ECB aan dat beheer wensen deel te nemen. Sedert januari 2006 is een 'currency specialisation model' van kracht om de investeringstransacties van de ECB efficiënter te maken. Volgens dat model krijgt iedere NCB die betrokken wil worden bij het beheer van de externe reserves van de ECB of elke groep van NCB's die met dit doel gezamenlijk handelen, in de regel een aandeel toegewezen in de portefeuille VS-dollar of de portefeuille Japanse yen<sup>5</sup>.

5 Voor meer informatie, zie het artikel "Portfolio management at the ECB", *Monthly Bulletin*, ECB, april 2006.

De waarde van de netto externe reserves<sup>6</sup> tegen lopende wisselkoersen en marktprijzen steeg van €60,6 miljard eind 2010 tot €65,6 miljard eind 2011, waarvan €45,3 miljard in vreemde valuta's en €20,3 miljard in goud en bijzondere trekkingsrechten. De toegenomen waarde van de deviezenportefeuille weerspiegelde een koersstijging met 8% van de Japanse yen tegenover de euro, samen met positieve bijdragen van de kapitaalwinsten en de rentebaten uit activiteiten inzake portefeuillebeheer; deze toename werd echter grotendeels geneutraliseerd door de interventies op de valutamarkt in maart (zie Paragraaf 1.2). Op basis van de wisselkoersen van eind 2011 vertegenwoordigden de in VS-dollar luidende activa 76% van de deviezenreserves, terwijl de in Japanse yen luidende activa 24% uitmaakten. De waarde van de tegoeden in goud en de bijzondere trekkingsrechten steeg met ongeveer 16%. Die stijging was vooral het gevolg van de waardevermeerdering, in 2011, van goud met nagenoeg 11% (uitgedrukt in euro). De tegoeden in goud van de ECB namen begin 2011 toe, toen Eesti Pank haar goudaandeel aan de ECB overdroeg als onderdeel van haar overdracht van externe reserves aan de ECB.

In 2011 bleef de lijst van beleenbare instrumenten waarin de deviezenportefeuille van de ECB kan worden belegd, ongewijzigd.

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

De eigenvermogensportefeuille van de ECB bestaat uit de belegde tegenwaarde van het volgestort kapitaal van de ECB, alsook uit bedragen die worden aangehouden in haar algemeen reservefonds en haar voorziening tegen wisselkoers-, rente-, krediet- 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 is belegd in vastrentende activa, luidend in euro.

De waarde van de portefeuille tegen lopende marktprijzen nam toe van €13,3 miljard eind 2010 tot €15,9 miljard eind 2011. De hogere marktwaarde was toe te schrijven aan een stijging van het volgestort kapitaal van de ECB met ingang van 28 december 2011, aan een toename van de voorziening tegen wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's en, in mindere mate, aan beleggingsrendementen.

In 2011 bleef de lijst van de in aanmerking komende instrumenten waarin de eigenvermogensportefeuille van de ECB kan worden belegd, ongewijzigd.

Teneinde te voldoen aan de strikte Chinese muur bij de ECB, leidde de uitvoering van het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties alsook van het programma voor de effectenmarkten in 2011 tot een gedeeltelijke investeringsstop met betrekking tot de eigenvermogensportefeuille van de ECB.

#### **ASPECTEN VAN RISICOBEHEER IN VERBAND MET INVESTERINGSACTIVITEITEN EN MONETAIRBELEIDSPORTFEUILLES**

De financiële risico's waaraan de ECB bij haar investeringsactiviteiten en voor haar monetairbeleidsportefeuilles (programma voor de effectenmarkten, eerste en tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties) is blootgesteld, worden nauwlettend gevolgd en gemeten. Daartoe bestaat een gedetailleerde limietstructuur. Het naleven van de limieten wordt dagelijks gecontroleerd. Bovendien worden alle belanghebbenden via regelmatige verslaggeving op de hoogte gehouden van het niveau van dergelijke risico's.

<sup>6</sup> De netto externe reserves worden berekend als officiële reserves, ongerekend de netto, *marked-to-market* waarde van valutaswaps, plus deposito's in valuta bij ingezetenen, min toekomstige vooraf vastgestelde netto-onttrekkingen van valutategoeden als gevolg van terugkoop- en termijntransacties. Voor meer informatie over de gegevensbronnen, zie de website van de ECB.

In 2011 heeft de ECB de informatietechnologie die het risicobeheersingskader voor haar investeringstransacties en monetairbeleidsportefeuilles ondersteunt, verder verbeterd. Dit kader geldt nu ook voor de portefeuille die de ECB op basis van het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties heeft aangekocht.

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 in 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 tijdshorizon 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 30 december 2011, met als parameters een betrouwbaarheidsniveau van 95%, een tijdshorizon van een jaar en een staal van een jaar voor de volatiliteit van de activaprijzen, zou resulteren in een VaR van €13,08 miljard<sup>7</sup>. De berekening van dezelfde indicator met een steekproef van vijf in plaats van één jaar zou resulteren in een VaR van €12,16 miljard. Dit marktrisico houdt grotendeels verband met valuta- en goudprijzbewegingen. Het geringe renterisico is het gevolg van het feit dat de gewijzigde *duration* van de beleggingsportefeuilles van de ECB in 2011 relatief laag bleef.

7 Ingevolge de besluiten van de Raad van Bestuur op grond waarvan de portefeuilles van het eerste en tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties en die van het programma voor de effectenmarkten worden aangehouden tot de vervaldatum, worden deze tegoeden gewaardeerd tegen de aan een bijzondere waardevermindering onderhevige geamortiseerde kostprijs. Het marktrisico voor deze portefeuilles is bijgevolg niet opgenomen in de ramingen.

## 2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Het Eurosysteem heeft de wettelijke taak om de goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen. Betalingssystemen en effectenclearing- en afwikkelingssystemen zijn fundamentele infrastructuren die noodzakelijk zijn voor het goed functioneren van markteconomieën. Zij zijn onmisbaar voor een doelmatige stroom betalingen voor goederen, diensten en financiële activa. De goede werking van deze systemen is van essentieel belang voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid van de centrale bank en voor het handhaven van de stabiliteit van en het vertrouwen in de munt, het financiële stelsel en de economie in het algemeen. Bij de tenuitvoerlegging van deze taak past het Eurosysteem drie benaderingen toe: het speelt een operationele rol, houdt toezicht en fungeert als katalysator (voor nadere gegevens omtrent de tweede en derde benadering wordt verwezen naar paragraaf 4 en 5 van Hoofdstuk 3). Wat zijn operationele rol betreft, is het Eurosysteem volgens de Statuten van het ESCB gerechtigd faciliteiten ter beschikking te stellen om doelmatige en deugdelijke verrekenings- en betalingssystemen te verzekeren.

### 2.1 HET TARGET2-SYSTEEM

Het Eurosysteem beheert het TARGET2-systeem voor grote en spoedeisende betalingen in euro. TARGET2 speelt een belangrijke rol bij de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid en het functioneren van de eurogeldmarkt. Het systeem biedt real-time vereffening in centrale-bankgeld en een brede marktdekking. In TARGET2 worden grote en spoedeisende transacties verwerkt, waarbij ten aanzien van het transactiebedrag geen boven- of ondergrens geldt, alsmede een verscheidenheid aan andere betalingen. Het systeem is gebaseerd op een gemeenschappelijk platform waarvan alle deelnemers gebruik maken. Het gemeenschappelijke platform wordt door drie centrale banken van het Eurosysteem – de Deutsche Bundesbank, de Banque de France en de Banca d’Italia – aangeboden en wordt door hen namens het Eurosysteem beheerd.

In december 2011 kende TARGET2 987 directe deelnemers. Het totale aantal banken (met inbegrip van bijkantoren en dochterinstellingen) dat wereldwijd op TARGET2 is aangesloten, bedroeg 54.000. Daarnaast werd via TARGET2 de kaspositie van 72 systemen van derden afgewikkeld.

### DOOR TARGET2 VERWERKTE TRANSACTIES

Het TARGET2-systeem heeft in 2011 goed gefunctioneerd en heeft een groot aantal betalingen in euro afgewikkeld. Het marktaandeel van het systeem bleef stabiel; van het totale bedrag aan betalingen die verwerkt worden in betalingssystemen voor grote betalingen in euro is 91% via TARGET2 verwerkt. In 2011 heeft het systeem in totaal 89.565.697 betalingen verwerkt, met een daggemiddelde van 348.505 betalingen. Het totale bedrag van de via TARGET2 verwerkte betalingen bedroeg in 2011 €612.936 miljard, met een daggemiddelde van €2.385 miljard. In Tabel 12 wordt een overzicht gegeven van de door TARGET2 in 2011 verwerkte betalingen, waarbij ook een vergelijking wordt gemaakt met het voorgaande jaar.

De algehele beschikbaarheid<sup>8</sup> van het TARGET2-platform beliep in 2011 99,89%: als gevolg van een storing op 25 juli kon het

<sup>8</sup> Het beschikbaarheidsniveau van TARGET2 is de mate waarin het systeem gedurende de openingstijden storingsvrij door de deelnemers kan worden gebruikt.

Tabel 12 Betalingsverkeer in TARGET2

Bedrag (EUR miljard)	2010	2011	Mutatie (%)
<b>TARGET2 totaal</b>			
Totaal	593.194	612.936	3,3
Daggemiddelde	2.299	2.385	
Volume (aantal betalingen)	2010	2011	Mutatie (%)
<b>TARGET2 totaal</b>			
Totaal	88.591.926	89.565.697	1,1
Daggemiddelde	343.380	348.505	

Bron: ECB.  
Toelichting: 258 werkdagen in 2010 en 257 werkdagen in 2011.

systeem aan het begin van de dag drie uur lang niet worden gebruikt. Bij die gelegenheid werden passende noodprocedures in werking gesteld, waardoor de meest kritische betalingen konden worden verwerkt. Aan het einde van die dag waren alle betalingen verwerkt en sloot TARGET2 op normale wijze om 18.00 uur.

Gedurende het jaar werd 99,85% van de betalingen via het TARGET2-platform binnen vijf minuten verwerkt. Over het algemeen waren de deelnemers tevreden over de goede prestaties van het systeem.

#### **SAMENWERKING MET GEBRUIKERS VAN TARGET2**

Het Eurosysteem onderhoudt nauwe betrekkingen met de gebruikers van TARGET2. In 2011 zijn regelmatig bijeenkomsten gehouden tussen de nationale centrale banken en de nationale gebruikersgroepen van TARGET2. Daarnaast hebben op kwartaalbasis gezamenlijke bijeenkomsten plaatsgevonden van de TARGET2-Werkgroep van het Eurosysteem en de TARGET-Werkgroep van het Europese bankwezen om op pan-Europees niveau te spreken over zakelijke aangelegenheden met betrekking tot TARGET2. Een ad-hocgroep werd opgericht, bestaande uit vertegenwoordigers van deze twee groepen, om zich bezig te houden met belangrijke wijzigingen die van invloed zijn op TARGET2, zoals de aansluiting van TARGET2-Securities (T2S). Verdere strategische onderwerpen zijn behandeld in de Contact Group on Euro Payments Strategy, een forum waarin hoge functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben.

#### **BEHEER VAN NIEUWE SYSTEEMRELEASES**

Het Eurosysteem hecht het grootste belang aan de ontwikkeling van TARGET2 om het dienstverleningsniveau verder te verhogen en aan de eisen van de deelnemers te kunnen blijven voldoen. Als voorbereiding voor de aansluiting van T2S op TARGET2 is door het Eurosysteem in september 2011 een gebruikersconsultatie gehouden over de noodzakelijke aanpassingen aan TARGET2. Dergelijke aanpassingen zijn onderdeel van de strategie van het Eurosysteem

om de mate waarin TARGET2 voldoet aan de ISO 20022-normen te verhogen.

Op 21 november 2011 is de vijfde release van het gemeenschappelijke platform uitgebracht<sup>9</sup>. Deze release hield een beperkt aantal verbeteringen van het TARGET2-systeem in alsmede de technische implementatie van een netwerk dat de deelnemende centrale banken met elkaar verbindt en hen rechtstreeks toegang geeft tot de belangrijkste door TARGET2 geboden diensten bij een eventuele wereldwijde of regionale storing van SWIFT.

In november 2011 heeft het Eurosysteem tevens de laatste hand gelegd aan de inhoud van de zesde release. Deze houdt een beperkt aantal functionele wijzigingen in die weinig invloed op TARGET2 zullen uitoefenen. Om die reden is unaniem met de deelnemers van TARGET2 afgesproken dat deze release in 2013 wordt uitgebracht in plaats van in 2012.

#### **AAN TARGET2 DEELNEMENDE LANDEN**

Alle eurolanden nemen deel aan TARGET2 omdat het gebruik ervan verplicht is voor de afwikkeling van alle betalingsopdrachten die verband houden met de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van niet tot het eurogebied behorende EU-landen kunnen op vrijwillige basis worden aangesloten op het TARGET-systeem om de afwikkeling van in euro luidende transacties in die landen te vergemakkelijken. Juridisch en zakelijk gezien is elke centrale bank verantwoordelijk voor het beheer van de eigen systeemcomponent en het onderhouden van de betrekkingen met haar deelnemers. Daarnaast nemen enkele in andere landen van de EER gevestigde financiële instellingen deel aan TARGET2 via toegang op afstand.

<sup>9</sup> De in deze vijfde release ingevoerde actualiseringen zijn vastgelegd in Richtsnoer ECB/2011/15 van 14 oktober 2011 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2007/2 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees realtime-brutovereenkomstensysteem (TARGET2).

Thans zijn 24 centrale banken van de EU en hun respectieve gebruikersgroepen op TARGET2 aangesloten: de 17 nationale centrale banken van het eurogebied, de ECB en vijf centrale banken van niet-eurolanden<sup>10</sup>. In juli 2011 werd Banca Națională a României en haar nationale gebruikersgroep met succes aangesloten op TARGET2.

## 2.2 TARGET2-SECURITIES

TARGET2-Securities (T2S) is het toekomstige afwikkelingssysteem van het Eurosysteem voor effectentransacties in centrale-bankgeld binnen Europa. Het project bevindt zich thans in de ontwikkelingsfase en het afwikkelingsplatform zal volgens plan in juni 2015 in gebruik worden genomen. Op dit moment zijn 30 centrale effectenbewaarinstellingen bij het project betrokken. De verwachting is dat de meeste in Europa verhandelde effecten binnen T2S zullen worden afgewikkeld, wat zal leiden tot belangrijke schaalvoordelen en zeer lage afwikkelingskosten. Door geen onderscheid meer te maken tussen grensoverschrijdende en binnenlandse afwikkeling, zal T2S een belangrijke doorbraak vormen op weg naar een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt, waarmee een solide basis zal worden gelegd voor het verhogen van de efficiëntie en het aanwakkeren van de concurrentie binnen de gehele transactieverwerkende sector. Hoewel T2S een initiatief is van het Eurosysteem, zal het systeem ook effectentransacties in andere valuta's dan de euro afwikkelen als de betrokken centrale bank, gesteund door de marktpartijen, daarmee instemt.

In 2011 zijn aanzienlijke inspanningen verricht om de T2S-Raamovereenkomst uit te werken. Dit is een overeenkomst die moet worden ondertekend door het Eurosysteem en elke centrale effectenbewaarinstelling die voornemens is deel te nemen aan T2S. Na meer dan twee jaar onderhandelen met de centrale effectenbewaarinstellingen heeft de Raad van Bestuur de definitieve versie van de

overeenkomst in november 2011 goedgekeurd. De centrale effectenbewaarinstellingen die besluiten deel te nemen aan T2S zullen de overeenkomst naar verwachting uiterlijk in juni 2012 ondertekenen. Het Eurosysteem biedt bepaalde stimulansen om de centrale effectenbewaarinstellingen aan te sporen de overeenkomst tijdig te ondertekenen en in een vroeg stadium naar T2S te migreren.

Parallel aan de onderhandelingen met de centrale effectenbewaarinstellingen, heeft het Eurosysteem tevens verder overlegd over de Valutadeelnameovereenkomst met de centrale banken van niet-eurolanden die interesse hadden getoond om effectentransacties in hun nationale valuta's via T2S te laten afwikkelen. Een *task force*, onder meer bestaande uit deskundigen van alle geïnteresseerde centrale banken van niet-eurolanden, heeft de T2S-Programmaraad actief ondersteund bij het opsporen, analyseren en oplossen van zaken die verband houden met deze overeenkomst. Het overleg werd in januari 2012 afgerond en de centrale banken van niet-eurolanden zijn uitgenodigd om de overeenkomst vóór eind maart 2012 te ondertekenen, zodat de centrale effectenbewaarinstellingen weten welke valuta's in T2S moeten worden afgewikkeld alvorens zij besluiten de T2S-Raamovereenkomst te ondertekenen.

Tot dusverre hebben verscheidene centrale effectenbewaarinstellingen aangekondigd voornemens te zijn om in de eerste migratiegolf deel te nemen aan T2S: Monte Titoli (de Italiaanse centrale effectenbewaarinstelling), BOGS (de centrale effectenbewaarinstelling voor Griekse overheidsobligaties), Depozitarul Central S.A. (de Roemeense centrale effectenbewaarinstelling) en SIX Securities Services (de Zwitserse centrale effectenbewaarinstelling). Zo wordt vanaf de ingebruikname van T2S een volledige functionele dekking gegarandeerd, met deelname van centrale effectenbewaarinstellingen van binnen en buiten het eurogebied.

<sup>10</sup> Bulgarije, Denemarken, Letland, Litouwen, Polen en Roemenië.

De resterende elementen van de T2S-prijslijst, met name de vergoedingen voor informatiediensten en de behandeling van markten waar eindbeleggers een rekening bij de centrale effectenbewaarinstelling aanhouden, zijn in de loop van 2011 uitgewerkt. Al met al is de T2S-prijslijst sober en transparant gebleven, terwijl er ook voor is gezorgd dat de door T2S berekende vergoedingen voor afwikkelings- en informatiediensten een nauwe afspiegeling zijn van de kosten van die diensten. De lage vergoedingen, de besparingen op onderpand en liquiditeit en de geharmoniseerde transactieverwerkingsprocedures die T2S biedt houden belangrijke kostenbesparingen in voor de afwikkelingssector.

In 2011 zijn met alle belanghebbenden T2S-beheersregelingen afgesloten. Daarin wordt bepaald hoe in de toekomst beslissingen met betrekking tot T2S zullen worden genomen. De nieuwe regelingen zullen van kracht worden zodra de Raamovereenkomst en de Valutadeelnameovereenkomsten zijn ondertekend.

In 2011 heeft het Eurosysteem tevens belangrijke voortgang geboekt met betrekking tot T2S-connectiviteit. Dit betreft de keuze van de netwerken met behulp waarvan de marktdeelnemers en de centrale effectenbewaarinstellingen instructies kunnen verzenden aan en boodschappen kunnen ontvangen van T2S. T2S biedt de mogelijkheid tot aansluiting op het platform via twee aanbieders van hoogwaardige netwerkdiens- ten, alsmede via een speciale lijnverbinding die slechts elementaire connectiviteitsdiensten biedt. In juli 2011 is een aanbesteding uitgeschreven voor aanbieders van hoogwaardige netwerkdiens- ten. Eind september waren diverse inschrijvingen ontvangen en in januari 2012 zijn overeenkomsten ondertekend met de twee geselecteerde netwerkdiens- tverleners. Voor de ingebruikname van de speciale lijnverbinding heeft het Eurosysteem ervoor gekozen een bestaand netwerk binnen het Eurosysteem te gebruiken, dat zal worden aangepast aan T2S.

Het Eurosysteem heeft de gedetailleerde functionele gebruikersspecificaties uitgewerkt. In mei 2011 is een conceptversie voor openbare raadpleging gepubliceerd. Vervolgens werd in oktober 2011 een stabiele versie gepubliceerd, waarin het ontvangen commentaar is verwerkt. Deze versie kan als basis worden beschouwd voor de aanpassing aan T2S van de systemen van centrale effectenbewaarinstellingen en centrale banken en kan door alle rechtstreeks aangesloten deelnemers worden gebruikt bij het ontwerp en de bouw van hun interfaces met T2S.

Tenslotte heeft de T2S-Programmaraad zich verder ingezet voor de harmonisatie van de post-transactiesector. In 2011 is een Harmonisatiestuurgroep opgericht, bestaande uit hoge functionarissen uit de branche en de overheidssector, om ervoor te zorgen dat tijdig, vóór de ingebruikname van T2S, aan de harmonisatie-eisen wordt voldaan. Voor nadere bijzonderheden over de harmonisatie-activiteiten binnen T2S en de invloed daarvan op de Europese financiële integratie wordt verwezen naar paragraaf 4 van Hoofdstuk 3.

### **2.3 AFWIKKELINGSPROCEDURES VOOR ONDERPAND**

Een gemeenschappelijk scala aan beleenbare activa kan zowel binnenlands als grensoverschrijdend worden gebruikt als onderpand voor alle soorten krediettransacties van het Eurosysteem. Het grensoverschrijdende gebruik van onderpand binnen het eurogebied vindt in hoofdzaak plaats via het correspondentenmodel voor centrale banken (CCBM) en via goedgekeurde links tussen effectenafwikkelingssyste- men in het eurogebied. Het correspondentenmodel wordt door het Eurosysteem aangeboden, terwijl de goedgekeurde links een initiatief vanuit de markt betreffen. Daarnaast kan grensoverschrijdend onderpand, bij wijze van uitzondering, worden overgedragen op de rekeningen van nationale centrale banken bij een niet-binnenlandse (internationale) centrale effectenbewaarinstelling.



Eind 2011 was het bedrag aan door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdend onderpand (zowel verhandelbare als niet-verhandelbare activa) €731 miljard, een daling ten opzichte van €762 miljard eind 2010. Al met al maakte het grensoverschrijdende onderpand eind 2011 29,9% uit van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand.

#### **ONDERPANDBEHEERSFACILITEITEN**

Het correspondentenmodel voor centrale banken (CCBM) vormde in 2011 wederom het belangrijkste kanaal voor de overdracht van grensoverschrijdend onderpand bij de monetaire-beleidstransacties en krediettransacties binnen de werkdag van het Eurosysteem. De via het model in bewaarneming gehouden activa zijn afgenomen van €507 miljard eind 2010 tot €434 miljard eind 2011. Het grensoverschrijdend onderpand dat, bij wijze van uitzondering, op de rekeningen van de nationale centrale banken bij een niet-binnenlandse (internationale) centrale effectenbewaarinstelling wordt aangehouden bedroeg eind 2011 €122 miljard.

Het correspondentenmodel voor centrale banken was oorspronkelijk opgezet in 1999 als een tussenoplossing. Aangezien het model voortbouwt op het beginsel van minimale harmonisatie, hebben marktdeelnemers aangedrongen op enige verbeteringen. Zij willen met name dat het niet langer noodzakelijk is om (verhandelbare) activa te repatriëren van de 'investerende' centrale effectenbewaarinstellingen naar de 'emitterende' centrale effectenbewaarinstellingen alvorens die activa als onderpand worden overgedragen via het correspondentenmodel voor centrale banken. Een andere wens van marktdeelnemers is dat de tripartiete onderpandbeheersdiensten die thans slechts op nationale basis worden gebruikt, ook grensoverschrijdend kunnen worden gebruikt. Het Eurosysteem onderschrijft deze verbeteringen in het correspondentenmodel voor centrale banken en werkt thans aan de opname daarvan in het model.

Aangelegenheden die betrekking hebben op effectenafwikkeling en onderpandoverdracht in de krediettransacties van het Eurosysteem

worden besproken in de Contact Group on Euro Securities Infrastructures, een forum voor vertegenwoordigers van marktinfrastructuren, marktdeelnemers en centrale banken.

#### **GOEDGEKEURDE LINKS TUSSEN NATIONALE EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN**

Onderpand kan ook grensoverschrijdend worden gebruikt via links tussen nationale effectenafwikkelingssystemen. Dergelijke links mogen echter alleen worden gebruikt voor krediettransacties van het Eurosysteem als zij voldoen aan de gebruikersnormen van het Eurosysteem. Als de effecten eenmaal via dergelijke links aan een ander effectenafwikkelingssysteem zijn overgedragen, kunnen zij met behulp van lokale procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Het bedrag aan onderpand dat via directe en indirecte links is overgedragen is gestegen van €109 miljard eind 2010 tot €175 miljard eind 2011.

In 2011 zijn drie nieuwe goedgekeurde links (twee directe en een indirecte) toegevoegd aan de lijst van goedgekeurde links. In totaal staan thans 54 directe en 8 indirecte links ter beschikking aan tegenpartijen, waarvan slechts een beperkt aantal actief wordt gebruikt.

## 3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN

Overeenkomstig Artikel 128 van het Verdrag heeft de Raad van Bestuur van de ECB het alleenrecht machtiging te geven tot de uitgifte van bankbiljetten in euro binnen de EU. De ECB en de nationale centrale banken mogen deze bankbiljetten uitgeven.

### 3.1 DE OMLOOP VAN BANKBILJETTEN EN MUNTEN

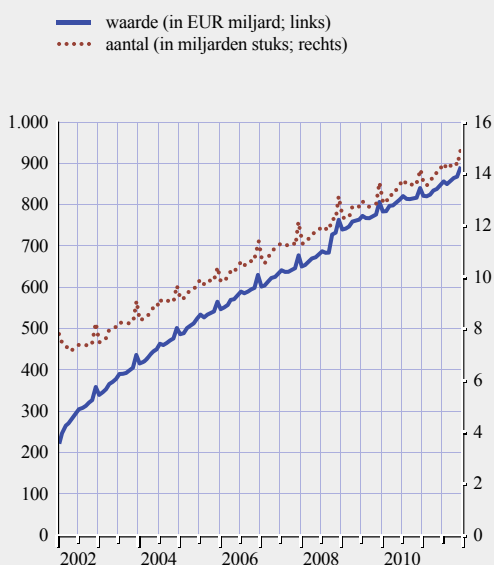
#### VRAAG NAAR EUROBANKBILJETTEN EN – MUNTEN

Eind 2011 waren er 14,9 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een totale waarde van €888,6 miljard, tegen 14,2 miljard bankbiljetten met een totale waarde van €839,7 miljard eind 2010 (zie Grafiek 35). Qua waarde bedroeg de twaalfmaands groei van de bankbiljetten van €5, €10 en €20 in 2011 3,0%. De bankbiljetten van €50 toonden verreweg het sterkste twaalfmaands groeipercentage, namelijk 8,9%, gevolgd door de bankbiljetten van €100 die met 6,4% toenamen. De vraag naar bankbiljetten van €500, die voornamelijk gebruikt worden als oppotmiddel, is in de

tweede helft van 2011 sterk toegenomen: het twaalfmaands groeipercentage bedroeg 4,1% (zie Grafiek 36) na vanaf begin 2010 vrij stabiel te zijn geweest. Het biljet van €50 was de meest gebruikte coupure en nam 41% van het totale aantal bankbiljetten in omloop voor zijn rekening. Qua waarde hadden de biljetten van €50 en €500, elk met 34%, het grootste aandeel in de in omloop zijnde bankbiljetten.

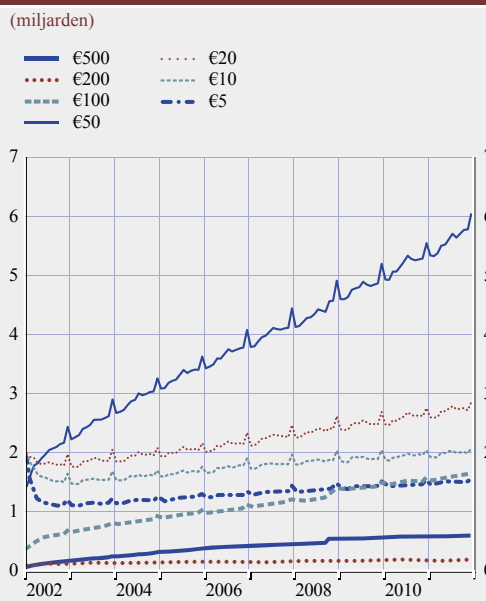
Een belangrijk deel van de grote coupures blijkt buiten het eurogebied te worden aangehouden. Onder invloed van de financiële onrust was de buitenlandse vraag (evenals de binnenlandse vraag) sinds het najaar van 2008 gestegen, maar nadat in 2010 een lichte daling had plaatsgevonden, was in 2011 weer sprake van een toename. Naar schatting wordt qua waarde 20-25% van de eurobankbiljetten in omloop buiten het eurogebied aangehouden, met name in landen die grenzen aan het eurogebied. Deze biljetten worden voornamelijk als oppotmiddel aangehouden, maar worden ook gebruikt voor transactiedoeleinden op de internationale markten.

Grafiek 35 Aantal en waarde van eurobankbiljetten in omloop



Bron: ECB.

Grafiek 36 Aantal eurobankbiljetten in omloop naar coupure



Bron: ECB.

In 2011 leidde de overheidsschuldencrisis tot een gestegen opname van eurobankbiljetten in Griekenland. Dit betrof met name biljetten van €50, de hoogste coupure die in Griekenland via geldautomaten in omloop wordt gebracht. De invloed op het totale aantal bankbiljetten in omloop was echter gering.

In 2011 is het totale aantal euromunten in omloop (dat wil zeggen de netto omloop ongerekend de door de nationale centrale banken van het eurogebied aangehouden voorraden) met 5,2% toegenomen tot 97,8 miljard. De kleine munten (1, 2 en 5 cent) maakten 61% uit van de totale munten in omloop. Eind 2011 bedroeg de waarde van alle munten in omloop €23,1 miljard, 3,6% meer dan eind 2010.

#### VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

In 2011 hebben de nationale centrale banken van het eurogebied 34,0 miljard bankbiljetten uitgegeven ter waarde van €1,1 biljoen en werden door hen 33,2 miljard biljetten ter waarde van €1,0 biljoen retour ontvangen. In totaal werden 34,3 miljard bankbiljetten verwerkt door volautomatische bankbiljettenverwerkingsmachines, die de biljetten controleerden op zowel echtheid als geschiktheid. Het doel van deze controle is de kwaliteit en de integriteit van de in omloop zijnde bankbiljetten te handhaven conform de door het Eurosysteem vastgestelde gemeenschappelijke minimumsorteernormen. Daarbij werden ongeveer 5,7 miljard bankbiljetten afgekeurd en vernietigd. Met 16,5% lag het afkeuringspercentage<sup>11</sup> enigszins lager dan dat in 2010. De gemiddelde terugkeurfrequentie<sup>12</sup> van de bankbiljetten in omloop daalde verder, en wel van 2,46 eind 2010 tot 2,30 eind 2011. Dit houdt in dat een bankbiljet gemiddeld eens per vijf maanden aan een nationale centrale bank van het eurogebied wordt geretourneerd. Deze daling kan in belangrijke mate worden toegeschreven aan het grote aandeel van grote coupures, die grotendeels als opotmodel worden gebruikt en derhalve een lage terugkeurfrequentie hebben. De dalende terugkeurfrequentie kan in zekere mate ook worden toegeschreven aan de tendens tot uitbesteding aan derden van de operationele

activiteiten van de nationale centrale banken en het feit dat derden in toenemende mate geld opnieuw in omloop brengen. De terugkeurfrequentie van de grote coupures was 0,34 voor biljetten van €500, 0,47 voor biljetten van €200 en 0,73 voor biljetten van €100, terwijl de terugkeurfrequentie van de coupures die bij uitstek voor transacties worden gebruikt hoger waren (1,73 voor biljetten van €50, 3,63 voor biljetten van €20, 4,32 voor biljetten van €10 en 2,42 voor biljetten van €5).

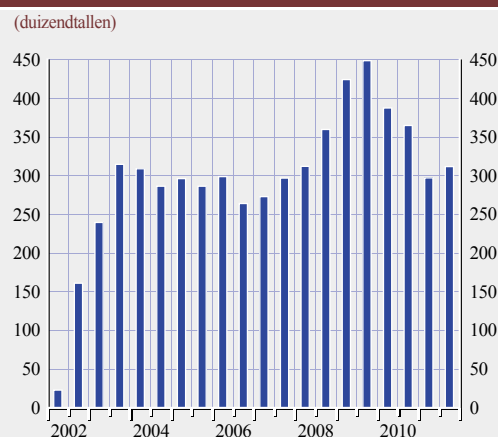
### 3.2 VERVALSING VAN BANKBIJETTEN EN HET BESTRIJDEN VAN VALSEMUNTERIJ

#### FALSE EUROBANKBIJETTEN

Het totale aantal valse eurobankbiljetten dat in 2011 is ontvangen door de Nationale Analysecentra<sup>13</sup> beliep ongeveer 606.000. In verhouding tot het aantal echte bankbiljetten in omloop blijft het aantal vervalsingen echter zeer gering. Grafiek 37 laat het beloop op de lange

- 11 Het aantal in een bepaalde periode afgekeurde bankbiljetten gedeeld door het totale aantal in diezelfde periode gesorteerde bankbiljetten.
- 12 Het totale aantal in een bepaalde periode aan de nationale centrale banken van het eurogebied geretourneerde bankbiljetten gedeeld door het gemiddelde aantal bankbiljetten in omloop tijdens die periode.
- 13 Dit zijn in elk van de EU-lidstaten gevestigde centra waar de eerste analyse van valse eurobankbiljetten op nationaal niveau wordt verricht.

Grafiek 37 Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten



Bron: ECB.

termijn zien van de buiten omloop gestelde vervalsingen. De biljetten van €20 en €50 vormden het belangrijkste doelwit van vervalsers en maakten in 2011 respectievelijk 47,5% en 32,5% uit van het totale aantal vervalsingen. In Grafiek 38 wordt een nadere uitsplitsing naar coupure gegeven.

Hoewel het vertrouwen in de veiligheid van de euro volledig wordt gerechtvaardigd door de voortgaande maatregelen tegen valsemunterij van Europese en internationale autoriteiten, mag dit geen aanleiding geven tot zelfgenoegzaamheid. De ECB raadt het publiek nog steeds aan alert te blijven op mogelijke vervalsingen, de “voel-kijk-kantel”-test<sup>14</sup> uit te voeren, en nooit af te gaan op één enkel echtheidskenmerk. Daarnaast worden, zowel in Europa als daarbuiten, voortdurend trainingen verzorgd voor professionele geldverwerkers, en wordt informatiemateriaal opgesteld en geactualiseerd ter ondersteuning van de door het Eurosysteem gevoerde strijd tegen valsemunterij. De goede samenwerking van de ECB met Europol en de Europese Commissie is ook daarop gericht.

### BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ OP MONDIAAL NIVEAU

De samenwerking met betrekking tot de bestrijding van valsemunterij overstijgt het Europese niveau. Het Eurosysteem neemt actief

deel aan de werkzaamheden van de Central Bank Counterfeit Deterrence Group<sup>15</sup>. De ECB treedt op als gastheer voor het International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC), dat als technisch centrum voor deze groep fungeert. Het ICDC onderhoudt een website,<sup>16</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

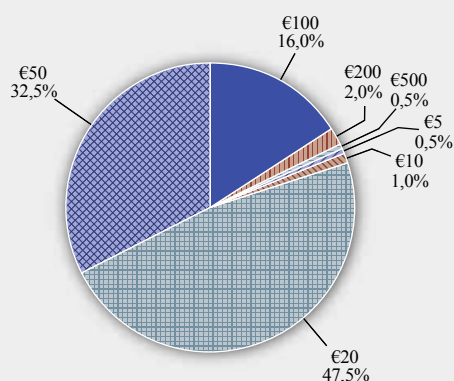
In 2011 is de productie van in totaal 6,0 miljard eurobankbiljetten met een waarde van €171,3 miljard toegewezen aan de nationale centrale banken van het eurogebied. De toewijzing van de productie van eurobankbiljetten vond wederom plaats conform het in 2002 vastgestelde gedecentraliseerde productieschema op basis van taakverdeling. Krachtens dit schema is elke nationale centrale bank in het eurogebied verantwoordelijk voor de levering van een aan haar toegewezen deel van de totale productie van bepaalde coupures (zie Tabel 13).

<sup>14</sup> Zie de website van de ECB.

<sup>15</sup> Een groep van 32 centrale banken en bankbiljettendrukkerijen die onder auspiciën van de G-10 samenwerken.

<sup>16</sup> Zie voor meer informatie <http://www.rulesforuse.org>

Grafiek 38 Uitsplitsing valse eurobiljetten in 2011 naar coupure



Bron: ECB.

Tabel 13 Toewijzing bankbiljettenproductie in 2011

	Aantal (miljoenen bankbiljetten)	Nationale centrale bank belast met productie
€5	1.714,8	DE, IE, ES, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
€10	1.541,2	DE, GR, FR, AT, PT
€20	536,6	FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
€50	2.169,1	BE, DE, ES, IT
€100	0	-
€200	0	-
€500	56,2	AT
<b>Totaal</b>	<b>6.017,9</b>	

Bron: ECB.

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

In 2007 stelde de Raad van Bestuur een routekaart vast met procedurele stappen die op de middellange termijn bijdragen tot een hogere mate van convergentie van de door de nationale centrale banken aangeboden chartale diensten. Inmiddels is uitvoering gegeven aan de meeste onderwerpen op die routekaart. Dit zijn: i) de toegang op afstand tot de chartale diensten van een nationale centrale bank in een andere lidstaat; ii) het accepteren van muntstortingen aan de balie van de nationale centrale banken; iii) minimum openingstijden voor chartale diensten op tenminste één locatie van een nationale centrale bank; en iv) de invoering, als gratis dienstverlening door de nationale centrale banken, van de mogelijkheid tot het storten en opnemen van bankbiljetten ongeacht de positie waarin deze worden gepresenteerd.

De twee resterende onderwerpen op de routekaart, namelijk de elektronische gegevensuitwisseling tussen nationale centrale banken en (inter)nationale professionele klanten met betrekking tot chartale transacties, en de convergentie wat betreft de verpakking van bankbiljetten ten behoeve van de chartale diensten van de nationale centrale banken, zullen op de middellange termijn ten uitvoer worden gelegd. De tenuitvoerlegging door de nationale centrale banken verloopt volgens individuele tijdschema's die zijn gecommuniceerd aan de Europese Betalingsraad en de European Security Transport Association in hun capaciteit als voornaamste belanghebbenden op chartaal gebied in Europa. Beide maatregelen hebben als doel chartale transacties over de nationale grenzen heen te bevorderen en vormen derhalve een aanvulling op Verordening (EU) nr. 1214/2011 betreffende professioneel grensoverschrijdend transport van eurocontanten over de weg tussen lidstaten van de eurozone, die eind november 2012 van kracht zal worden.

### **RECIRCULATIE VAN BANKBIJETTEN**

De recirculatie van eurobankbiljetten door geldverwerkers wordt sinds 1 januari 2011

gereguleerd door Besluit ECB/2010/14 inzake echtheids- en geschiktheidscontroles en het opnieuw in omloop brengen van eurobankbiljetten. Naast kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers moeten andere economische subjecten, zoals winkeliers en casino's, ook de procedures van de ECB volgen als zij eurobankbiljetten via geldautomaten distribueren aan het publiek. Dit houdt in dat alle eurobankbiljetten die via geldautomaten in het eurogebied opnieuw in omloop worden gebracht, moeten worden gecontroleerd op echtheid en geschiktheid, wat van essentieel belang is voor de integriteit van de bankbiljetten in omloop.

### **EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY PROEFPROGRAMMA IN AZIË**

De Raad van Bestuur gaf een positief oordeel over het driejaars Extended Custodial Inventory (ECI)-proefprogramma voor eurobankbiljetten. Als onderdeel van dat programma werden in 2011 ECI-locaties geëxploiteerd door Bank of America Merrill Lynch (in Hongkong) en Bank of Ireland First Currency Services in een joint venture met United Overseas Bank (in Singapore).<sup>17</sup> Het ECI-programma zal worden uitgebreid van Azië naar Noord-Amerika en het Midden-Oosten via een open aanbestedingsprocedure, die in het eerste kwartaal van 2012 van start ging. Ter voorkoming van onderbrekingen in de vastgelegde procedures binnen het huidige ECI-programma met betrekking tot de distributie van bankbiljetten aan de internationale markten, heeft de Raad van Bestuur besloten het bestaande programma tot na 1 februari 2012 te verlengen totdat contracten zijn gegund aan de succesvolle bidders.

### **DE TWEDE REEKS EUROBANKBIJETTEN**

Het Eurosysteem heeft in 2011 verder gewerkt aan een nieuwe reeks eurobankbiljetten, waarbij de nadruk lag op de ontwikkeling van de 'moedermaterialen' (dat wil zeggen de prototypen van de middelen die bij de

<sup>17</sup> De tweede ECI-locatie van HSBC in Hongkong is in oktober 2010 gesloten omdat HSBC zich had teruggetrokken uit de internationale groothandel in bankbiljetten.

bankbiljettenproductie worden gebruikt) en het maken van proefdrukken om te beoordelen of de nieuwe bankbiljetten in een grootschalige productieomgeving kunnen worden geproduceerd. In de nieuwe reeks zullen de belangrijkste ontwerpelementen van de eerste reeks bankbiljetten terugkeren. De precieze data en volgorde van uitgifte zullen in een later stadium worden vastgesteld. Het Eurosystem zal het publiek, de geldverwerkers en de producenten van bankbiljettenapparatuur ruim tevoren over de modaliteiten van de invoering van de nieuwe bankbiljetten informeren. De nationale centrale banken in het eurogebied zullen eurobankbiljetten uit de eerste reeks 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, diverse taken van het ESCB en, sinds de oprichting ervan op 1 januari 2011, de taken van het Europees Comité voor systeemrisico's. Van deze statistieken wordt ook op uitgebreide schaal gebruik gemaakt door overheden – bijvoorbeeld bij het scorebord van de Europese Commissie voor het signaleren van macro-economische onevenwichtigheden – financiële-marktdeelnemers, de media en het grote publiek. De reguliere productie van statistieken voor het eurogebied verliep in 2011 wederom vlot en op tijd, terwijl belangrijke inspanningen werden geleverd om het statistische kader van het ESCB verder te verbeteren conform het jaarlijks herziene werkprogramma. Belangrijke uitdagingen in 2011 vloeiden voort uit de vraag naar statistieken gericht op de financiële-stabiliteitsfunctie, waarvoor het gebruik van micro-databases en registers nodig kan zijn.

### 4.1 NIEUWE EN VERBETERDE STATISTIEKEN VOOR HET EUROGEBIED

In juni 2011 heeft de ECB nieuwe en verbeterde statistieken gepubliceerd op basis van door MFI's, financial vehicle corporations die zich bezighouden met securitisatietransacties en verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen gerapporteerde gegevens, waarmee de statistische dekking van de financiële sector van het eurogebied en van de financiële instrumenten verder is uitgebreid. Met de nieuwe uitsplitsingen van de maandstatistieken met betrekking tot de balansposten van de MFI-sector en de MFI-rentevoeten op leningen en deposito's naar huishoudens en niet-financiële vennootschappen zijn twee reeksen statistieken verbeterd die van belang zijn bij de analyse van de geldscheppende sector. Bovendien worden met de twee nieuwe kwartaalreeksen met betrekking tot de uitstaande bedragen en transacties van financial vehicle corporations en de uitstaande bedragen en bepaalde

transacties van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen – tezamen met de nieuwe, sinds 2010 gepubliceerde statistieken aangaande beleggingsfondsen – enkele hiaten gedicht in de geharmoniseerde rapportage door niet-bancaire financiële intermediairs in het eurogebied, een sector die van toenemend belang is voor de macro-economische en financiële analyse.

Een nieuwe tabel inzake verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen is toegevoegd aan het gemeenschappelijke verspreidingskader van het Eurosysteem waarmee aggregaten voor het eurogebied en alle overeenkomstige nationale gegevens op de websites van de ECB en de respectieve nationale centrale banken worden getoond. De verspreiding van statistieken is ook verbeterd door onder meer een educatieve video met betrekking tot statistieken.

In mei 2011 heeft de ECB een nieuw visualisatie-instrument voor statistieken aangaande de overheidsfinanciën voor het eurogebied en de afzonderlijke lidstaten ter beschikking gesteld. In reactie op de toegenomen vraag naar begrotingsstatistieken sinds de aanvang van de financiële crisis en de overheidsschuldencrisis, zijn verdere uitsplitsingen van de overheidsschuld naar financieel instrument, resterende en oorspronkelijke looptijd, valuta en houderschap verspreid.

### 4.2 OVERIGE STATISTISCHE ONTWIKKELINGEN

Voortbouwend op het lichtende voorbeeld van de Centrale Effectendatabase, die referentiegegevens, koersen en vennootschappelijke informatie bevat omtrent alle voor het ESCB vanuit statistisch oogpunt van belang geachte afzonderlijke effecten, heeft de Raad van Bestuur in 2011 de systematische verzameling en samenstelling goedgekeurd van statistieken met betrekking tot aangehouden effecten op basis van informatie op het niveau van de afzonderlijke effecten. Voor dit project, dat het mogelijk zal maken de door de institutionele sectoren aangehouden effecten meer gedetailleerd te analyseren, zal een juridische basis moeten worden gelegd en zal een database

moeten worden samengesteld voor de productie van meer geharmoniseerde statistieken van een hogere kwaliteit.

In november 2011 heeft de ECB, in samenwerking met de Europese Commissie, de resultaten gepubliceerd van de enquête naar de toegang tot financiering voor het midden- en kleinbedrijf, die elke twee jaar wordt gehouden en alle 27 EU-landen plus tien landen in de aangrenzende regio, met inbegrip van kandidaat-lidstaten van de EU, bestrijkt. Door de ECB wordt een deel van de enquête elk halfjaar gehouden voor bedrijven in het eurogebied om de meest recente ontwikkelingen in de financieringsvoorwaarden van deze bedrijven te beoordelen.

Bij de tenuitvoerlegging van de enquête van het Eurosysteem naar de financiering en consumptie van huishoudens is verdere voortgang geboekt. Met deze enquête wordt beoogd gegevens op microniveau te verschaffen inzake reële en financiële activa, schulden, consumptie en besparingen, inkomen en werkgelegenheid, pensioenaanspraken, intergenerationele overdrachten en giften, en risicobereidheid van huishoudens. De uitvoerende werkzaamheden voor de eerste enquête zijn eind 2010 en begin 2011 door de nationale centrale banken van de meeste eurolanden uitgevoerd (in enkele gevallen in samenwerking met de nationale bureaus voor de statistiek).

In januari 2011 is een Besluit van de ECB gepubliceerd inzake de verzending van vertrouwelijke gegevens binnen het gemeenschappelijk kader voor bedrijfsregisters voor statistische doeleinden. In het Besluit zijn het formaat van en de veiligheids- en geheimhoudingsmaatregelen met betrekking tot de onderlinge informatie-uitwisseling met de Europese Commissie en de nationale bureaus voor de statistiek vastgelegd. Voorts heeft het ESCB verder gewerkt aan de ontwikkeling van een register van alle financiële instellingen in Europa, met inbegrip van grote bank- en verzekeringsconcerns. Bovendien steunt het ESCB de maatregelen die worden genomen om te komen tot een mondiaal

rechtspersoonidentificatiesysteem voor de vaststelling van de bij financiële transacties betrokken partijen, een project dat van groot belang is voor financiële toezichthouders en de financiële sector.

De ECB heeft de nauwe samenwerking met Eurostat en met andere internationale organisaties, zoals de BIS, het IMF, de OESO en de Verenigde Naties, voortgezet. Met betrekking tot de tenuitvoerlegging van nieuwe internationale statistische standaards heeft de ECB, samen met Eurostat, zich gericht op de herziening van het ESR95, dat moet worden afgestemd op het System of National Accounts 2008 en de zesde editie van het “Balance of Payments and International Investment Position Manual” van het IMF. Parallel daaraan wordt wetgeving op het niveau van de ECB en de EU herzien om te waarborgen dat de nieuwe standaards in 2014 ten uitvoer kunnen worden gelegd en om de actualiteit van de rekeningen van het eurogebied verder te verbeteren. In maart 2011 heeft de Raad van Bestuur ingestemd met de vervroeging van de uiterste inzendingsdata voor de gegevens voor de overheidsrekeningen op kwartaalbasis volgens het ESR-aanleveringsprogramma en voor de gegevens met betrekking tot de buitensporige tekortprocedures, met als doel de samenstelling van volledige geïntegreerde kwartaalrekeningen voor het eurogebied mogelijk te maken op tijdstip t+90. Bovendien heeft de Raad van Bestuur in december 2011 een herzien Richtsnoer en Aanbeveling inzake rapportagevereisten van de ECB met betrekking tot externe statistieken goedgekeurd, waarmee de kwaliteit van de statistieken aangaande de betalingsbalans en de internationale investeringspositie (met inbegrip bijvoorbeeld van eisen inzake grensoverschrijdende verzendingen van eurobankbiljetten) wordt verbeterd alsook de actualiteit van de externe statistieken van het eurogebied.

Verbetering van de actualiteit, de kwaliteit en de dekking van statistieken zijn belangrijk voor de monetaire-beleidsfunctie van de ECB, maar ook voor de analyse van de financiële stabiliteit.



In dit kader heeft de ECB statistische steun verleend aan het Europees Comité voor systeemrisico's door eens per halfjaar geconsolideerde bancaire gegevens ter beschikking te stellen alsmede andere gegevensreeksen zoals vereist door het Besluit van het Comité inzake de verstrekking en verzameling van informatie van september 2011. De ECB heeft wederom ook nauw samengewerkt met de onlangs opgerichte Europese toezichthoudende autoriteiten, met name de Europese Bankautoriteit en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen. De werkzaamheden waren daarbij gericht op het mogelijk maken van een uitwisseling van passende en betrouwbare informatie in overeenstemming met Europese wetgeving en met inachtneming van de vertrouwelijkheid. Daarnaast zijn verdere werkzaamheden verricht gericht op de afstemming van rapportagevereisten voor statistische doeleinden en toezichtdoeleinden. Met de totstandbrenging van doelmatige gegevensstromen kunnen de rapportagelasten van bedrijven en instellingen die gegevens moeten verstrekken aan zowel het Eurosysteem als toezichthoudende autoriteiten tot een minimum worden teruggebracht.

In het kader van de samenwerking op mondiaal niveau neemt de ECB deel aan de door de G20 gesteunde statistische initiatieven die ertoe strekken belangrijke informatiehiaten in economische en financiële statistieken te dichten. Als lid van de Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics is de ECB actief betrokken bij de tenuitvoerlegging van het actieplan van de G20 gericht op de meting van risico's binnen de financiële sector, internationale financiële koppelingen en de gevoeligheid van economieën voor schokken. De ECB heeft ook bijgedragen aan de verbetering van de Principal Global Indicators website.

## 5 ECONOMISCH ONDERZOEK

In lijn met de benadering die binnen het gehele Eurosysteem wordt gehanteerd, is het doel van de onderzoeksactiviteiten bij de ECB om: i) bij te dragen aan de totstandkoming van beleidsadviezen inzake het monetaire beleid en andere taken van het Eurosysteem; ii) econometrische modellen ten behoeve van economische prognoses te onderhouden en in te zetten en de effecten van verschillende beleidsopties onderling te vergelijken, en iii) van gedachten te wisselen met de academische en onderzoeksgemeenschap, bijvoorbeeld door onderzoeksresultaten te publiceren in gerenommeerde wetenschappelijke tijdschriften en door deel te nemen aan wetenschappelijke conferenties en deze te organiseren. In de twee navolgende paragrafen worden de belangrijkste onderzoeksgebieden en -activiteiten in 2011 geanalyseerd.

### 5.1 PRIORITEITEN EN RESULTATEN VAN WETENSCHAPPELIJK ONDERZOEK

Het economisch onderzoek bij de ECB wordt decentraal verricht door verscheidene bedrijfsonderdelen die al naar gelang de behoefte en aanwezige deskundigheid onderzoeksprojecten uitvoeren. Het Directoraat-Generaal Onderzoek is belast met de coördinatie daarvan en verricht tevens eigen onderzoek van hoge kwaliteit. De Directeur-Generaal Onderzoek is voorzitter van het Coördinatiecomité Onderzoek (Research Coordination Committee – RCC), dat de onderzoeksactiviteiten bij de ECB afstemt op de behoeften van de instelling en haar beleidsprocessen. Het RCC stelt elk jaar een aantal prioriteiten vast en richt de onderzoeksactiviteiten op deze gebieden. De voor 2011 vastgestelde onderzoeksprioriteiten waren financiële stabiliteit en macroprudentieel toezicht en regelgeving, geldmarkten in een “nieuwe normale” situatie en de vormgeving van het operationele kader na de crisis, de wisselwerking tussen het monetaire beleid en het begrotingsbeleid en de gevolgen van een lage rentestand en bijzondere monetaire beleidsmaatregelen, alsmede landentoezicht.

Het onderzoek met betrekking tot financiële stabiliteit en macroprudentieel toezicht en regelgeving richtte zich met name op macrofinanciële verbanden en het beleid ten aanzien van systeemrisico. Door het Macroprudentiële Onderzoeksnetwerk van het ESCB werd op dit terrein belangrijke voortgang geboekt, waarbij macrofinanciële modellen zijn ontwikkeld waarin financiële stabiliteit wordt gekoppeld aan economische prestaties (zie paragraaf 2.2 in Hoofdstuk 3). De eerste openbare conferentie van het netwerk, waarbij een aantal onderzoeksverslagen werd gepresenteerd, werd in oktober 2011 gehouden.

Met betrekking tot de onderzoeksprioriteit aangaande de geldmarkten en het operationele kader, is voortgang geboekt bij de ontwikkeling van modellen ter verbetering van het inzicht in de gevolgen van verhoogde spanningen binnen de markten voor de vraag naar centrale-bankgeld en voor het functioneren van de geldmarkten in het algemeen. Ook zijn de optimale vormgeving van het operationele kader en de implicaties van regelgeving inzake liquiditeit onderzocht.

Wat de monetaire-beleidsstrategie betreft, waren de analytische werkzaamheden gericht op de wisselwerking tussen het begrotingsbeleid en het monetaire beleid alsmede op bijzondere monetaire-beleidsmaatregelen. Voortgang is ook geboekt bij de ontwikkeling van de analyse van de mechanismen die ten grondslag liggen aan de vorming van alternatieve verwachtingen en de implicaties daarvan voor de dynamiek van de conjunctuurencyclus. De analyse van het begrotingsbeleid was met name gericht op verschillende aspecten van de overheidsschuld en de houdbaarheid van de begroting.

Op het terrein van het landentoezicht is het nieuwe meerlandenmodel verder ontwikkeld en steeds meer toegepast bij scenarioanalyses voor meerdere landen en voor het eurogebied als geheel. Het model van het eurogebied en de mondiale economie is uitgebreid met twee landen en is gebruikt om onder meer aangelegenheden

inzake de begroting en structurele aanpassing te analyseren. Voorts zijn de eerste stappen gezet op weg naar de vorming van een het gehele ESCB omspannend onderzoeksnetwerk gericht op het concurrentievermogen.

## **5.2 VERSPREIDING VAN ONDERZOEKSRESULTATEN: PUBLICATIES EN CONFERENTIES**

Evenals in voorgaande jaren werd het onderzoek van ECB-medewerkers gepubliceerd in de Working Papers en de Occasional Papers van de ECB. In 2011 zagen 127 Working Papers en 11 Occasional Papers het licht. Van de Working Papers werden er 116 geheel of gedeeltelijk door ECB-medewerkers geschreven, veelal in samenwerking met andere binnen het Eurosysteem werkzame economen. De overige waren van de hand van externe onderzoekers die conferenties en workshops bezochten, deelnamen aan onderzoeksnetwerken of voor langere tijd aan de ECB waren verbonden in het kader van een onderzoeksproject.<sup>18</sup> Zoals thans gebruikelijk is, worden de meeste van deze publicaties uiteindelijk opgenomen in toonaangevende wetenschappelijke tijdschriften. In 2011 zijn door ECB-medewerkers ruim 124 artikelen in wetenschappelijke tijdschriften gepubliceerd. Een andere regelmatig verschijnende publicatie van de ECB is het Research Bulletin,<sup>19</sup> waarmee onderzoek van algemeen belang onder een breed publiek wordt verspreid. In 2011 verschenen drie afleveringen. De behandelde onderwerpen waren onder meer de analyse van de monetaire-beleidsvoering in het eurogebied met gebruikmaking van een model van arbeidsmarktfricties (het model van Diamond, Mortensen en Pissarides), nieuwe methodieken voor de meting van systeemrisico, de aanpak van wisselkoersonevenwichtigheden en onevenwichtigheden op de lopende rekening, het volgen van overloopeffecten en besmetting, en de informatie-inhoud van kerninflatie.

In 2011 is de ECB opgetreden als organisator of medeorganisator van 15 conferenties en workshops over onderzoeksonderwerpen. Bij de

gezamenlijk georganiseerde conferenties waren het Centre for Economic Policy Research, de Bank voor Internationale Betalingen en andere centrale banken, al dan niet behorende tot het Eurosysteem, betrokken. Evenals in voorgaande jaren richtten de meeste conferenties en workshops zich op specifieke onderzoeksprioriteiten. De programma's van deze bijeenkomsten en de daar gepresenteerde papers zijn te vinden op de website van de ECB.

Een ander reeds lang bestaand mechanisme voor de verspreiding van onderzoeksresultaten is de organisatie van reeksen seminars, waarvan er twee van bijzonder belang zijn: de gezamenlijk met de Deutsche Bundesbank en het Center for Financial Studies georganiseerde Joint Lunchtime Seminars, en de Invited Speaker Seminars. Als onderdeel van elk van beide seminarreeksen wordt bij de ECB wekelijks een seminar gehouden waarvoor externe onderzoekers worden uitgenodigd om over hun recente werk te spreken. Verder organiseert de ECB op meer *ad hoc* basis onderzoeksseminars buiten het kader van deze twee reeksen.

<sup>18</sup> Externe onderzoekers bezoeken de ECB op *ad-hoc* basis of in het kader van officiële programma's zoals de Lamfalussy Research Fellowship.

<sup>19</sup> Alle Research Bulletins zijn te vinden op de website van de ECB onder "Publications".

## 6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN

### 6.1 NALEVING VAN HET VERBOD OP MONETAIRE FINANCIERING EN BEVOORRECHTE TOEGANG

Krachtens Artikel 271, lid d, van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving, door de 27 NCB's van de EU en de ECB, van de verbodsbepalingen voortvloeiend uit de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) Nr. 3603/93 en 3604/93. Artikel 123 verbiedt de ECB en de NCB's voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de EU te verlenen, alsmede van hen rechtstreeks schuldbewijzen te kopen. Artikel 124 verbiedt alle niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor aan overheden en instellingen of organen van de EU 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 EU. 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 123 van het Verdrag te omzeilen. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector worden.

Uit de voor 2011 uitgevoerde controle blijkt dat de hieronder volgende gevallen niet in overeenstemming waren met de bepalingen van de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en de daarmee samenhangende Raadsverordeningen.

Om te beginnen, kocht Národná banka Slovenska om redenen van vermogensbeheer op de primaire markt voor schuldbewijzen een in euro luidend effect van een instelling uit de overheidssector.

Dat was toe te schrijven aan een operationele fout, en meteen nadat de fout was erkend, werd het effect meteen weer verkocht. Ten tweede bleef De Nederlandsche Bank voorschotten betalen in de context van de werking van het Nederlandse depositogarantiestelsel. De vereiste aanpassingen aan de Nederlandse wetgeving moeten, conform het advies van de ECB, dringend worden afgerond teneinde deze wetgeving in overeenstemming te brengen met de bepalingen van het Verdrag over het verbod op monetaire financiering.

Meer algemeen is het nuttig eraan te herinneren dat de verbodsbepalingen voortvloeiend uit de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag strikt moeten worden nageleefd, zelfs in het geval van een financiële crisis.

### 6.2 ADVIESFUNCTIES

Krachtens Artikel 127, lid 4, en Artikel 282, lid 5, van het Verdrag moet de ECB worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.<sup>20</sup> Alle adviezen van de ECB worden op de website van de ECB gepubliceerd. Adviezen van de ECB over communautaire wetsvoorstellen worden tevens gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie.

Na de inwerkingtreding van het Verdrag van Lissabon in december 2009 en gezien de oprichting van de nieuwe Europese Toezichthoudende Autoriteiten begin 2011, heeft de ECB haar visie ontwikkeld op de uitoefening van haar adviserende rol met betrekking tot voorgenomen gedelegeerde handelingen en uitvoeringshandelingen zoals vastgelegd in Artikel 290 respectievelijk Artikel 291 van het Verdrag.<sup>21</sup> De ECB heeft gesteld dat dergelijke voorgenomen

<sup>20</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 83, 30.3.2010, blz. 284) geldt de verplichting tot raadpleging van de ECB niet voor het Verenigd Koninkrijk.

<sup>21</sup> Zie bijvoorbeeld CON/2011/42, CON/2011/44 en CON/2012/5.

handelingen “ontwerpen van een handeling van de Unie” in de zin van de eerste insprinking van Artikel 127, lid 4, en Artikel 282, lid 5, van het Verdrag vormen. De ECB moet tijdig worden geraadpleegd omtrent enigerlei voorgenomen handelingen van de Unie, met inbegrip van voorgenomen gedelegeerde handelingen en uitvoeringshandelingen die onder haar bevoegdheid vallen.

In 2011 heeft de ECB 19 adviezen uitgebracht over communautaire wetsvoorstellen en 88 adviezen over nationale wetsontwerpen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen. Een overzicht van de in 2011 en begin 2012 uitgebrachte adviezen is als bijlage bij dit Jaarverslag opgenomen.

#### **ADVIEZEN OVER VOORGENOMEN COMMUNAUTAIRE WETGEVING**

De door de ECB op verzoek van de Raad van de Europese Unie, het Europees Parlement en de Europese Raad uitgebrachte adviezen betroffen onder meer een aanpassing van Artikel 136 van het Verdrag, de voorstellen voor een Richtlijn en een Verordening ter vervanging van de Richtlijn Kapitaalsvereisten, en de regels die van toepassing zijn op short selling.

In het advies over een voorgenomen aanpassing van Artikel 136 van het Verdrag<sup>22</sup> (zie Hoofdstuk 4) herhaalde de ECB haar oproep tot een grote sprong voorwaarts op het terrein van de economische governance van de EMU en benadrukte zij de noodzaak van de instelling van een permanent crisisbeheersingskader waarmee in laatste instantie tijdelijke financiële steun kan worden verleend aan landen van het eurogebied die worden geconfronteerd met een beperkte toegang tot marktfinanciering. De ECB benadrukte daarbij dat het voorgenomen Europees stabiliteitsmechanisme (ESM) zorgvuldig moet worden opgezet om geen aanleiding te kunnen geven tot moral hazard. Onder erkenning van het feit dat zij zou kunnen optreden als fiscaal agent voor het ESM, merkte de ECB op dat, gezien het in Artikel 123 van het Verdrag opgelegde verbod op monetaire

financiering, het ESM niet zou kunnen optreden als tegenpartij van het Eurosysteem ingevolge Artikel 18 van de Statuten van het ESCB.

In het advies met betrekking tot de voorstellen voor een Richtlijn en Verordening ter vervanging van de Richtlijn Kapitaalsvereisten,<sup>23</sup> toonde de ECB zich een sterk voorstander van een tijdige en effectieve tenuitvoerlegging van de Bazel III afspraken en liquiditeitsnormen (zie paragraaf 3 van Hoofdstuk 3). De ECB gaf volledige steun aan de doelstelling blootstellingen aan bepaalde risico's aan te pakken door middel van gedelegeerde handelingen die de Europese Commissie in staat stellen waar nodig strengere prudentiële vereisten op te leggen in reactie op veranderingen in de intensiteit van uit de marktontwikkelingen voortvloeiende micro- en macro-prudentiële risico's. De ECB gaf als aanbeveling dat de nationale autoriteiten ook in staat moeten worden gesteld strengere prudentiële vereisten op te leggen in reactie op specifieke zorgen aangaande de financiële stabiliteit in de betreffende lidstaat.

In het advies van de ECB met betrekking tot het voorstel voor een Verordening inzake short selling en bepaalde aspecten van credit default swaps<sup>24</sup> werd steun uitgesproken voor het nieuwe regime van transparantie aangaande short selling van aandelen en voor verplichte rapportage van belangrijke short posities met betrekking tot door overheden binnen de EU uitgegeven schuldbewijzen of vergelijkbare ongedekte posities in credit default swaps (zie paragraaf 3 in Hoofdstuk 3). In het advies werden ook aanbevelingen gedaan met betrekking tot rapportagenormen en regelingen voor het delen van informatie.

#### **ADVIEZEN OVER VOORGENOMEN NATIONALE WETGEVING**

De ECB is een aanzienlijk aantal malen geraadpleegd door nationale autoriteiten, veelal

22 CON/2011/24.

23 CON/2012/5.

24 CON/2011/17.

met betrekking tot maatregelen aangaande de stabiliteit van de financiële markten, mede in verband met de financiële crisis.<sup>25</sup>

Verscheidene lidstaten hebben de ECB geraadpleegd omtrent interventie- en afwikkelingsmaatregelen voor krediet- en financiële instellingen, waarvan sommige dienden ter voldoening aan structurele referentiepunten ingevolge de steunprogramma's van de EU en het IMF. De voorstellen strekten ertoe de bevoegdheden van de toezichhouders ten opzichte van in problemen verkerende financiële instellingen te versterken, waaronder de mogelijkheid van de overdracht van de activa en passiva van in problemen verkerende instellingen naar een andere entiteit, zoals een brugbank. In de maatregelen werd ook voorzien in de opzet van regelingen ter financiering van afwikkelingsmaatregelen. Met betrekking tot Griekenland<sup>26</sup> heeft de ECB met instemming kennis genomen van de oprichting van een als afwikkelingsinstrument bedoelde overgangskredietinstelling, die geheel zal worden gefinancierd door het Griekse Financiële Stabiliteitsfonds. De ECB heeft ook met instemming kennis genomen van het feit dat het bankwezen verantwoordelijk zal zijn voor de financiering, via bijzondere heffingen, van een afzonderlijk binnen het Griekse Deposito- en Beleggingsgarantiefonds opgerichte afwikkelingseenheid. In een ander advies steunde de ECB de instelling van een compensatieregeling voor banken in problemen in Denemarken.<sup>27</sup> In het kader van voorgenomen Nederlandse crisismaatregelen,<sup>28</sup> leverde de ECB commentaar op een speciaal onteigeningsregime om de stabiliteit van het financiële stelsel te waarborgen, en stelde daarbij dat onteigening door de staat met betrekking tot in problemen verkerende instellingen een instrument moet blijven dat alleen in duidelijk omschreven en buitengewone omstandigheden mag worden gebruikt. In het advies omtrent het Portugese bankafwikkelingskader<sup>29</sup> werd door de ECB ingegaan op de invloed die uitgaat van het toekennen van een preferente status aan vorderingen met betrekking tot gegarandeerde deposito's. In de adviezen inzake overheidsgaranties voor de herstructureringsplannen voor Dexia<sup>30</sup> werd de noodzaak benadrukt van coördinatie en

consistentie met betrekking tot de reacties van de lidstaten op de huidige financiële situatie en de criteria aangaande overheidsgaranties voor bancaire schulden.

Een aantal raadplegingen had betrekking op de financiering en de taken van depositogarantiestelsels.<sup>31</sup> De ECB nam met instemming kennis van de *ex ante* financieringsregelingen voor het Nederlandse depositogarantiestelsel maar merkte wel op dat het voorgestelde kader voorzag in vormen van financiering vooraf door de centrale bank die onverenigbaar zijn met het verbod op monetaire financiering.

De ECB leverde ook commentaar op belangrijke ontwikkelingen binnen de toezichtstructuren voor de financiële markten.<sup>32</sup> De ECB nam met instemming kennis van het voorstel om het toezicht op de financiële markten binnen Lietuvos bankas te integreren. Wat betreft de overdracht van toezichttaken aan de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en Lietuvos bankas ingevolge de respectieve wetsontwerpen, erkende de ECB de regelingen voor de financiering van de nieuwe taken onder verwijzing naar het beginsel van financiële onafhankelijkheid.

De ECB heeft verscheidene adviezen uitgebracht met betrekking tot de nationale centrale banken, waaronder aanpassingen aan de statuten van de Griekse, Oostenrijkse, Sloveense, Maltese, Litouwse en Hongaarse nationale centrale banken.<sup>33</sup> De ECB sprak haar zorg uit over de onafhankelijkheid van de centrale bank in het kader van de benoeming, de samenstelling en de taken van de Sociale-Zekerheidsraad van de Bank

25 Zie bijvoorbeeld CON/2011/21, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/72, CON/2011/76, CON/2011/79, CON/2011/82, CON/2011/83, CON/2011/86, CON/2011/95 en CON/2011/103.

26 CON/2011/72.

27 CON/2011/45. Zie, voor hiermee verband houdende ontwikkelingen, ook CON/2011/90.

28 CON/2011/60.

29 CON/2011/83.

30 CON/2011/79, CON/2011/82 en CON/2011/85.

31 CON/2011/15, CON/2011/76 en CON/2011/86.

32 CON/2011/5 en CON/2011/46.

33 CON/2011/36, CON/2011/38, CON/2011/40, CON/2011/43, CON/2011/46, CON/2011/91, CON/2011/99, CON/2011/104 en CON/2011/106.

van Griekenland. In haar commentaar op voorgenomen aanpassingen aan de Wet op de Oostenrijkse Nationalbank deed de ECB de aanbeveling de ontslaggronden voor directieleden volledig gelijk te trekken met die in de Statuten van het ESCB. Met betrekking tot Litouwen heeft de ECB zich gebogen over aanpassingen van de winstuitkeringsregels van Lietuvos bankas in het licht van de financiële onafhankelijkheid en monetaire financiering. In de adviezen inzake Magyar Nemzeti Bank,<sup>34</sup> heeft de ECB ernstige zorgen geuit met betrekking tot de onafhankelijkheid van de centrale bank.

In een advies aangaande een verhoging van het IMF-quota van Roemenië<sup>35</sup> heeft de ECB verwezen naar het beginsel van onafhankelijkheid van de centrale bank, dat vereist dat een nationale centrale bank die is belast met de uitoefening van de rechten en verplichtingen die voortvloeien uit het IMF-lidmaatschap van het land besluiten met betrekking tot het beheer van de bijzondere trekkingsrechten op een volledig onafhankelijke wijze neemt.

34 CON/2011/104 en CON/2011/106.

35 CON/2011/102.

## Kader 9

### DE ONAFHANKELIJKHEID VAN DE CENTRALE BANK IN HONGARIJE

Sinds 2010 is het juridische en operationele kader van Magyar Nemzeti Bank onderhevig geweest aan een aantal belangrijke wijzigingen die aanleiding hebben gegeven tot zorg over de verenigbaarheid ervan met het in het Verdrag vastgelegde beginsel van onafhankelijkheid, waaronder:

- wijzigingen in de beloning van de zittende Gouverneur en andere beleidsmakers (CON/2010/56 en CON/2010/91);
- wijzigingen in de benoemingsregels voor en de samenstelling van de Monetaire Raad (CON/2010/91 en CON/2011/104);
- een volledige herziening van de bestuursstructuur door herinstelling van de Directie en uitbreiding van het aantal plaatsvervangende gouverneurs (CON/2011/104 en CON/2011/106);
- de vorming van de grondwettelijke basis voor een fusie tussen de centrale bank en de financiële toezichthouder (CON/2011/106).

In haar meest recente adviezen met betrekking tot Magyar Nemzeti Bank (CON/2011/104 en CON/2011/106) heeft de ECB haar ernstige bezorgdheid geuit met betrekking tot de onafhankelijkheid van de centrale bank. De voortdurende wijzigingen in de samenstelling van de besluitvormende organen van Magyar Nemzeti Bank, de uitbreiding van het aantal leden van de Monetaire Raad en de mogelijkheid het aantal plaatsvervangende gouverneurs uit te breiden – zonder passende rechtvaardiging voor de noodzaak het institutionele kader aan te passen – worden gezien als mogelijke middelen om het besluitvormingsproces te beïnvloeden. De recente herhaalde aanpassingen van de wetgeving met betrekking tot de salarissen van de leden van de besluitvormende organen zijn ten uitvoer gelegd zonder daarbij rekening te houden met de opvattingen van Magyar Nemzeti Bank in het licht van de zorgen aangaande de financiële

onafhankelijkheid. De ECB heeft ook commentaar geleverd op een aanpassing van de grondwet waardoor Magyar Nemzeti Bank kan fuseren met de Hongaarse Financiële Toezichthoudende Autoriteit om aldus een nieuwe instelling te vormen, waarbij in het bijzonder de huidige Gouverneur wordt gedegradeerd en onder het gezag van de President van de nieuw te vormen instelling wordt geplaatst. Naar de mening van de ECB vormt deze kaderbepaling een bedreiging voor de persoonlijke onafhankelijkheid van de Gouverneur.

Bovendien hebben de Hongaarse wetgevende instanties verscheidene malen nagelaten de ECB te raadplegen of de adviezen van de ECB in acht te nemen bij de vaststelling van de wetgeving met betrekking tot de nationale centrale bank.

De inbreuken op het beginsel van onafhankelijkheid van de centrale bank en op de verplichting de ECB te raadplegen hebben ertoe geleid dat in januari 2012 door de Europese Commissie tegen Hongarije een inbreukprocedure is ingesteld.

De ECB heeft zich gebogen over aangelegenheden met betrekking tot juridische convergentie bij de beoordeling van aanpassingen aan de Poolse grondwet inzake de toekomstige overgang op de euro.<sup>36</sup> De ECB heeft commentaar geleverd met betrekking tot de functionele, institutionele en personele aspecten van de onafhankelijkheid van de centrale bank en inzake aangelegenheden betreffende de juridische integratie van Narodowy Bank Polski in het Eurosysteem.

De ECB heeft verscheidene adviezen uitgebracht omtrent de chartale geldomloop en bescherming tegen valsemunterij.<sup>37</sup> In haar commentaar op de voorstellen nationale regels aan te passen aan het in Besluit ECB/2010/14<sup>38</sup> vastgelegde geharmoniseerde juridische kader, vond de ECB het van wezenlijk belang dat nationale wetgeving waarin het Besluit ten uitvoer wordt gelegd niet afwijkt van de gezamenlijke bepalingen, tenzij zulks uitdrukkelijk in het Besluit wordt voorzien.

### **GEVALLEN WAARIN NIET IS VOLDAAN AAN DE VERPLICHTING DE ECB TE RAADPLEGEN**

In 2011 heeft de ECB 20 gevallen waargenomen waarin niet is voldaan aan de verplichting de ECB te raadplegen met betrekking tot voorgenomen nationale wetgeving,<sup>39</sup> waaronder twee gevallen waarin de ECB op eigen initiatief een advies heeft uitgebracht. De volgende tien gevallen werden als duidelijk en belangrijk beoordeeld.<sup>40</sup>

Het Griekse Ministerie van Financiën heeft bij drie gelegenheden nagelaten de ECB te raadplegen. Het eerste geval betrof de verlenging van de geldigheid van de in 2010 aan de overheidssector opgelegde wervingsgrens, die mede van toepassing was op de Bank van Griekenland. Dit geval had betrekking op de onafhankelijkheid van de nationale centrale bank, hetgeen een aangelegenheid is die van algemeen belang is voor het ESCB. Bovendien is de ECB niet geraadpleegd over belangrijke inhoudelijke aanpassingen aan wetgeving met betrekking tot de verhoging van de liquiditeit van de economie na de internationale financiële crisis en met betrekking tot de toezicht- en afwikkelingsmaatregelen voor kredietinstellingen. Deze gevallen betroffen de overheidsschuldencrisis en bezuinigingsmaatregelen, aangelegenheden die van groot belang zijn voor het ESCB.

36 CON/2011/9.

37 Bijvoorbeeld CON/2011/19, CON/2011/51, CON/2011/59, CON/2011/64 en CON/2011/92.

38 Besluit van de Europese Centrale Bank van 16 september 2010 inzake echtheids- en geschiktheidscontroles en het opnieuw in omloop brengen van eurobankbiljetten (ECB/2010/14) (Pb L 267, 9.10.2010, blz. 1).

39 In 2011 zijn geen gevallen waargenomen waarin niet is voldaan aan de verplichting de ECB te raadplegen met betrekking tot voorgenomen communautaire wetgeving.

40 De ECB verstaat onder “duidelijk” die gevallen waarin er juridisch gezien geen twijfel bestaat dat de ECB geraadpleegd had moeten worden, en onder “belangrijk” die gevallen: i) waarin, als raadpleging had plaatsgevonden, de ECB belangrijke kritische opmerkingen zou hebben gemaakt met betrekking tot de inhoud van het wetsvoorstel, en/of ii) die van algemeen belang zijn voor het ESCB.



Hongarije heeft bij vier gelegenheden niet voldaan aan de verplichting de ECB te raadplegen. Twee gevallen met betrekking tot wetsontwerpen aangaande leningen in vreemde valuta's waren van algemeen belang voor het ESCB omdat zij de financiële stabiliteit betroffen en het risico dat gepaard gaat met leningen in vreemde valuta's. Het derde geval betrof de Wet op Magyar Nemzeti Bank, waarvan het eerste concept ter consultatie werd voorgelegd maar dat vervolgens aanzienlijk werd gewijzigd. De ECB is niet op de juiste wijze geraadpleegd betreffende de uiterste termijnen en de omvang van de aanpassingen. Tenslotte hebben de Hongaarse autoriteiten nagelaten de ECB te raadplegen over een aanpassing van de grondwet die het mogelijk moet maken dat Magyar Nemzeti Bank fuseert met de financiële toezichthoudende autoriteit (zie Kader 9). Deze laatste gevallen waren van algemeen belang voor het ESCB aangezien zij betrekking hadden op de onafhankelijkheid van de centrale bank.

De drie overige gevallen betroffen Litouwen, Nederland en Spanje. De Litouwse autoriteiten hebben nagelaten de ECB te raadplegen over aanpassing van verscheidene financiële wetten waarbij aan Lietuvos bankas bepaalde aanvullende bevoegdheden werden toegekend om de problemen van noodlijdende banken aan te pakken en waarin werd voorzien in de oprichting van een brugbank. Dit geval was van algemeen belang voor het ESCB aangezien het hier ging over maatregelen voor de afwikkeling van banken. Het Nederlandse Ministerie van Financiën heeft nagelaten de ECB te raadplegen over een conceptregeling waarin de financiering van het Nederlandse depositogarantiestelsel werd omgezet van *ex post* naar *ex ante*. Dit was een duidelijk en belangrijk geval aangezien deze zaak betrekking had op monetaire financiering, hetgeen van algemeen belang is voor het ESCB. Tenslotte is de ECB niet geraadpleegd over aanpassingen aan Spaanse wetgeving met betrekking tot het depositogarantiestelsel, met name inzake een verhoging van de *ex ante* bijdragen van financiële instellingen. Dit was een duidelijk en belangrijk geval aangezien de aangelegenheid betrekking had op het

depositogarantiestelsel en de financiering ervan, hetgeen van algemeen belang is voor het ESCB.

Er hebben zich in 2011 duidelijke en herhaalde gevallen van niet-raadpleging van de ECB door Griekenland en Hongarije voorgedaan. Herhaalde gevallen zijn die waarin dezelfde lidstaat ten minste drie maal in twee achtereenvolgende jaren nalaat de ECB te raadplegen, met ten minste één geval van niet-raadpleging in elk verslagjaar.

### 6.3 BEHEER VAN KREDIETRANSACTIES

Conform eerdere verzoeken heeft de ECB in 2011 wederom verscheidene krediettransacties beheerd en/of verwerkt.

De ECB blijft verantwoordelijk voor het beheer van de krediettransacties van de EU in het kader van de faciliteit voor financiële bijstand op middellange termijn, zoals vastgelegd in Besluit ECB/2003/14 van 7 november 2003.<sup>41</sup> In 2011 ontving de ECB vier uitbetalingen namens de EU, en maakte deze bedragen over aan het debiteurland (Roemenië). Rentebetalingen op tien leningen en de hoofdsom van één lening werden door de ECB verwerkt. Het totale bedrag van de uitstaande kredietverleningstransacties van de EU in het kader van de faciliteit voor financiële bijstand op middellange termijn was op 31 december 2011 €11,4 miljard.

De ECB blijft verantwoordelijk voor het verwerken, namens de uitleners en de lener, van alle betalingen met betrekking tot de overeenkomst inzake de leningfaciliteit voor Griekenland.<sup>42</sup> In 2011 ontving de ECB vier uitbetalingen van de uitleners, en maakte deze

<sup>41</sup> Krachtens Artikel 141, lid 2, van het Verdrag, de Artikelen 17, 21.2, 43.1 en 46.1 van de Statuten van het ESCB en Artikel 9 van Verordening (EG) Nr. 332/2002 van de Raad van 18 februari 2002.

<sup>42</sup> In het kader van de overeenkomst inzake de leningfaciliteit tussen de lidstaten die de euro als munt hebben (behalve Duitsland en Griekenland) en de Kreditanstalt für Wiederaufbau (handelend in het algemeen belang, onderworpen aan de instructies en onder garantie van de Federale Republiek Duitsland) als uitleners en de Helleense Republiek als lener en de Bank van Griekenland als agent voor de lener, en conform de Artikelen 17 en 21.2 van de Statuten van het ESCB en Artikel 2 van Besluit ECB/2010/4 van 10 mei 2010.

bedragen over aan de Bank van Griekenland in diens hoedanigheid als agent van de lener. Door de ECB werden rentebetalingen op vijf leningen verwerkt. Het op 31 december 2011 uitstaande saldo met betrekking tot de gepoolde bilaterale leningen ten behoeve van Griekenland bedroeg €52,9 miljard.

De ECB blijft verantwoordelijk voor het beheer van de krediettransacties van de EU in het kader van het Europees Financieel Stabilisatiemechanisme (EFSM).<sup>43</sup> In 2011 ontving de ECB tien uitbetalingen namens de EU en maakte deze bedragen over aan de leners (Ierland en Portugal). Door de ECB werd de rentebetaling op één lening verwerkt. Het totale bedrag van de uitstaande krediettransacties van de EU in het kader van het EFSM bedroeg per 31 december 2011 €28 miljard.

De ECB blijft verantwoordelijk voor het beheer van de leningen van de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (EFFS) aan lidstaten die de euro als munt hebben.<sup>44</sup> In 2011 ontving de ECB tien uitbetalingen namens de EFFS en maakte deze bedragen over aan de leners (Ierland en Portugal). Door de ECB werden de rentebetalingen op twee leningen verwerkt. Het totale uitstaande saldo met betrekking tot leningen van het EFFS bedroeg per 31 december 2011 €16,3 miljard.

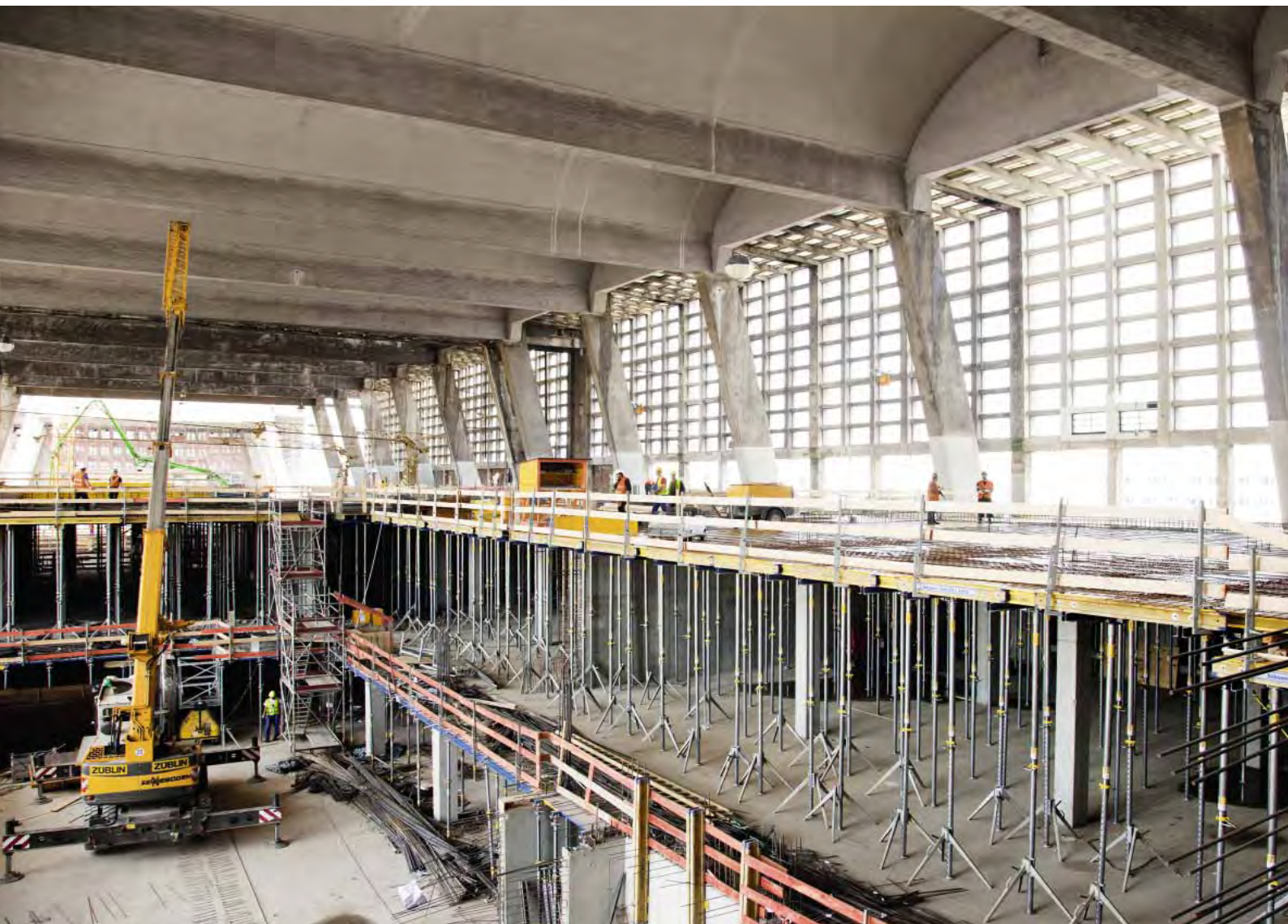
#### **6.4 DIENSTEN VAN HET EUROSISTEEM INZAKE RESERVEBEHEER**

In 2011 werd wederom een uitgebreid scala aan diensten aangeboden in het kader van het in 2005 ingevoerde raamwerk voor het beheer van in euro luidende reserveactiva van klanten 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 zogeheten Eurosystem service providers) onder geharmoniseerde voorwaarden en overeenkomstig algemeen geldende marktstandaarden. De ECB speelt

hierbij een algemene, coördinerende rol om de goede werking van het raamwerk te waarborgen. Het aantal klanten dat een zakelijke relatie met het Eurosysteem onderhield, bleef in 2011 stabiel. Wat de dienstverlening zelf betreft, lieten de totale saldi van klanten op geld- en effectenrekeningen (inclusief deposito's) een aanzienlijke toename (8%) zien.

43 Krachtens de Artikelen 122, lid 2, en 132, lid 1, van het Verdrag, de Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB, en Artikel 8 van Verordening (EU) Nr. 407/2010 van de Raad van 11 mei 2010.

44 Krachtens de Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB (juncto Artikel 3, lid 5, van de Raamovereenkomst van de EFFS).



In de Großmarkthalle worden een bezoekerscentrum, een bedrijfsrestaurant, een cafetaria en conferentieruimten ondergebracht. Deze ruimten worden volgens het “gebouw-in-gebouw” -concept in de hal geïntegreerd.

De oude kelder van de Großmarkthalle is vervangen door een nieuwe, waterdichte kelder die sterk genoeg is om de nieuwe bouwelementen die in de hal worden geïntegreerd, te dragen.

Verder wordt druk gewerkt aan de restauratie van de betonnen gevelrasters en dakschalen.

**FINANCIËLE STABILITEIT,  
TAKEN DIE VERBAND  
HOUDEN MET HET  
ESRB, EN FINANCIËLE  
INTEGRATIE**

# I FINANCIËLE STABILITEIT

Het Eurosysteem draagt bij tot goede beleidsvoering door de bevoegde nationale autoriteiten op het vlak 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 EU-wetgeving op deze terreinen.

Na de oprichting van het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB) op 16 december 2010 (zie Paragraaf 2 van dit hoofdstuk) kwam met de oprichting van drie Europese toezichthoudende autoriteiten voor respectievelijk banken (Europese Bankautoriteit, ofwel "EBA"), effectenmarkten (Europese Autoriteit voor effecten en markten, ofwel de "ESMA"), en verzekeringinstellingen en pensioenfondsen (Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen, ofwel de "EIOPA") op 1 januari 2011 het nieuwe Europese toezichtkader tot stand. Dit kader resulteerde in een wezenlijke versterking van de Europese toezichtstructuur, zowel op micro-prudentieel als – voor het eerst – op macro-prudentieel niveau.

## 1.1 TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

### HET BANKWEZEN IN HET EUROGEBIED

De ECB bewaakt samen met Comité voor Financiële Stabiliteit (FSC) van het ESCB de risico's voor de financiële stabiliteit en beoordeelt het weerstandsvermogen van het financiële stelsel van het eurogebied.<sup>1</sup> Het belangrijkste aandachtspunt bij deze belangrijke taak zijn de banken, aangezien zij de voornaamste financiële intermediairs zijn in Europa. Het toenemende belang van financiële markten, financiële infrastructuur en andere financiële instellingen en hun banden met de banken vereist echter dat zwakke plekken in deze onderdelen van het financiële stelsel ook door het ESCB worden bewaakt.

In de loop van 2011 zijn de risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied aanzienlijk toegenomen omdat de overheidsschuldencrisis

verergerde en de schadelijke interactie met de bancaire sector verhevigde. Met name in de tweede helft van het jaar groeide de kwetsbaarheid, aangezien de staatsschuldencrisis oversloeg van enkele kleinere naar enkele grotere landen van het eurogebied. Deze besmettingsfactoren gingen bovendien gepaard met verslechterende macro-economische vooruitzichten, vooral tegen het eind van het jaar. De kwetsbaarheid voor verdere besmetting was het hoogst voor landen die te maken leken te hebben met een combinatie van een kwetsbare of verslechterende begrotingspositie, zwakke macrofinanciële omstandigheden, en gebrek aan politieke wil om de noodzakelijke institutionele hervormingen door te voeren, en de kans op verdere aanzienlijke verliezen in de banksector.

Vanwege deze besmetting ontstonden aanzienlijke financieringsproblemen voor banken in het eurogebied. Ofschoon beperkt door ruime tijdsgebonden liquiditeitsverschaffing door de centrale bank, ontstonden in de loop van het jaar middellange- en langetermijnfinancieringsproblemen, die in enkele gevallen ernstig waren. De banken in het eurogebied werden geraakt door een brede daling van het marktvertrouwen die leidde tot een abrupte stijging van de financieringskosten en tot een beperkte toegang tot termijnfinanciering, met name voor banken gevestigd in landen van het eurogebied die met staatsschuldproblemen kampen. De financieringsproblemen raakten met name banken die sterk afhankelijk waren van ongedekte "wholesale"-termijnfinanciering, onder andere van volatiele US-dollarfinanciering. Bovendien ontstond enige segmentatie in de gedekte financieringsmarkten, zoals de repomarkt, waar obligaties uitgegeven door landen die met staatsschuldproblemen kampen lager waren geprijsd dan andere obligaties, hetgeen een negatief effect had op de financieringskosten van banken die afhankelijk zijn van "probleem"-obligaties bij het verlenen van onderpand in

<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*. Deze publicaties bevatten de belangrijkste bevindingen van de analyses van de structuur en stabiliteit van het bankwezen en zijn beschikbaar op de website van de ECB.

repo-transacties. De toegang tot financiering werd ook in hoge mate bepaald door de zorgen omtrent de kwaliteit van de activa van sommige banken, vooral wat betreft de blootstelling aan voorheen uitbundige woningmarkten. Al met al was steeds vaker sprake van het overslaan van spanningen tussen overheden en banken, uitmondend in een systeemcrisis.

De ontwikkelingen in de financiële positie van grote en complexe bankgroepen (*large and complex bank groups*, ofwel LCBG's) in het eurogebied gaven in de eerste drie kwartalen van 2011 een gemengd beeld te zien. Na de over het algemeen sterke winstcijfers in het eerste kwartaal van 2011, was in het tweede kwartaal over de hele linie sprake van een verslechtering. Dit was gevolg van uitdagender omstandigheden voor banken, gekenmerkt door negatieve ontwikkelingen in de financierings- en handelsmarkten, een eerste golf van afwaarderingen op Griekse staatsschuldbewijzen en een zwakker dan verwacht mondiaal economisch klimaat. Tegelijkertijd droegen de inspanningen van banken ter aantrekking van kapitaal en ter vermindering van de risicogewogen activa, die tevens werden beïnvloed door de EU-brede stresstests van het EBA in 2011, bij aan een stijging van de voorgeschreven kapitaalratio's.<sup>2</sup> Ook de resultaten voor het derde kwartaal bevestigden de neerwaartse tendens in de winstcijfers. Veel LCBG's in het eurogebied vertoonden dalingen in de nettowinst als gevolg van verdere afwaarderingen op Griekse staatsobligaties en gematigde handelsopbrengsten. Een aantal banken hebben hun blootstelling aan landen in het eurogebied met staatsschuldproblemen verminderd door activa te verkopen of expirerende leningen niet te verlengen. Positief is dat de netto rentebaten – en in mindere mate de inkomsten uit vergoedingen en provisies – gedurende de eerste drie kwartalen van 2011 globaal stabiel zijn gebleven. De diversificatie van activiteiten over geografische regio's heeft enkele LCBG's geholpen winstgevend te blijven, ondanks de problemen waarmee sommigen op hun binnenlandse markten te kampen hadden.

In 2011 ontstond opnieuw financieringsdruk en druk om schulden af te bouwen (in verband met kapitaalratio's), hetgeen nadelige gevolgen impliceerde voor de beschikbaarheid van krediet, met name in landen met noodlijdende overheden waar de kosten en beschikbaarheid van middellange- en langetermijnfinanciering het negatiefst waren beïnvloed. Het is van belang om op te merken dat de kwetsbaarheden van het bankwezen in het eurogebied aanmerkelijk verschilden van land tot land en van bank tot bank als gevolg van verschillen in geografische en sectorale risicoprofielen, bedrijfsmodellen en, in het bijzonder, de begrotingssituatie van het land waar de betreffende bank was gevestigd. De marktindicatoren duiden op een aanzienlijke verslechtering van de winstverwachtingen van LCBG's in het eurogebied. De aandelenindices voor de banksector in het eurogebied – en ook wereldwijd – presteerden aanzienlijk slechter dan de algehele referentie-indices, terwijl overeenkomstige volatiliteitsmaatstaven voor de banksector van het eurogebied recordniveaus bereikten die sinds het faillissement van Lehman Brothers in september 2008 niet meer waren waargenomen.

De wijdverbreide verscherping van de financiële-stabiliteitsrisico's maakte duidelijk dat zowel binnen als buiten het eurogebied moedige en vastberaden actie dringend geboden was. Naast de nationale besluiten om de begrotingsconsolidatie op te voeren en de nationale begrotingsregels te versterken, hadden de maatregelen op enkele belangrijke terreinen die in juli, oktober en december 2011 tijdens de vergaderingen van de Raad van de Europese Unie en de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied zijn opgenomen tot doel de financiële stabiliteit in het eurogebied te herstellen. Een essentiële maatregel was het vergroten van de kredietverleningscapaciteit

2 De EU-brede stresstest werd gecoördineerd door de EBA, in nauwe samenwerking met de ECB en de Europese Commissie. Een gedetailleerde beschrijving van de methodologie en de resultaten, die medio juli werden gepubliceerd, zijn beschikbaar op de websites van de EBA en de deelnemende nationale autoriteiten.

van de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit en het verruimen van haar mandaat. Met als doel een fundamentele herinrichting van het toezicht in het eurogebied, is op de EU-top op 8 en 9 december 2011 afgesproken om toe te werken naar een economische unie en een nieuw begrotingsverdrag op te stellen, waartoe op 30 januari 2012 door 25 van de 27 EU-lidstaten is besloten. Een volledige implementatie van de aangekondigde maatregelen en het naar voren halen van de tenuitvoerlegging van het Europees Stabiliteitsmechanisme zou de negatieve feedbackeffecten tussen kwetsbare overheidsfinanciën, de financiële sector en de economische groei moeten beperken. Als aanvulling hierop werd een veelomvattende strategie bekendgemaakt ter versterking van de kapitaalratio's en de financieringscapaciteit van de banken in de EU, volgens welke grote banken worden geacht een tijdelijke kapitaalbuffer op te bouwen en uiterlijk in juni 2012 een kernvermogen van 9% te bereiken. Dit resulteerde in een geschatte kapitaalbehoefte voor de EU-banksector als geheel ten bedrage van € 114,7 miljard. Ter voorkoming van excessieve schuldafbouw om het gesignaleerde kapitaaltekort op te vullen, hetgeen desastreuze effecten zou kunnen hebben op de reële economie, zullen de plannen voor bankbalansaanpassingen nauwgezet worden gecontroleerd, zowel op nationaal als op Europees niveau. Daarnaast werd aan de behoefte tot verbetering van de toegang tot termijnfinanciering tegemoet gekomen middels een door de EU gecoördineerde herinvoering van door de staat gegarandeerde financieringsregelingen. Ten slotte zorgde de ruimere kredietondersteuning door het Eurosysteem, waaronder twee langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie jaar, ervoor dat banken in het eurogebied toegang hielden tot stabiele financiering. Als gevolg daarvan verminderde de onrust op de financieringsmarkten begin 2012 enigszins.

#### ANDERE FINANCIËLE INSTELLINGEN

De bezorgdheid over de stabiliteit van andere financiële instellingen was in 2011 niet zo groot als die over de stabiliteit van de banksector in het

eurogebied. De niet-bancaire financiële sector bleek echter niet in staat zich te onttrekken aan de vertrouwenscrisis op de financiële markten als gevolg van de sterke onderlinge verwevenheid van financiële sectoren en marktsegmenten. De financiële soliditeit van de grote primaire verzekeraars in het eurogebied bleef in de eerste drie kwartalen van 2011 in grote lijnen stabiel. De winstgevendheid van grote herverzekeraars in het eurogebied herstelde van het lage niveau in het eerste kwartaal, toen natuurrampen hun schadelast verhoogden. Al met al lijkt de kapitaalbuffer van de sector afdoende te zijn geweest om de moeilijke eerste helft van het jaar door te komen. Dit was deels toe te schrijven aan de voorkeur van verzekeraars om extra kapitaal aan te houden teneinde een nagestreefde kredietbeoordeling te behouden, maar was ook te wijten aan de preventieve opbouw van additionele buffers in een onzekere economische situatie. Een belangrijk risico waarmee verzekeraars in het eurogebied te kampen hebben, is dat een langdurige periode van lage rentes, met name op staatsobligaties met een AAA-rating, de winstgevendheid van de gegarandeerde levensverzekeringproducten vermindert, en de beleggingsopbrengsten verzwakt alsook de solvabiliteitspositie in het algemeen. Bovendien hebben de lage marktwaarderingen van obligaties uitgegeven door landen en sectoren die het hardst getroffen zijn door de huidige crisis, mogelijk een negatief effect op verzekeraars die in dergelijke portefeuilles hebben belegd.

De hedgefondssector leed in 2011 aanzienlijke beleggingsverliezen, zij het niet zo groot als die na het faillissement van Lehman Brothers. Bovendien had de sector in vergelijking met deze eerdere periode minder schulden, hetgeen hielp om de liquiditeitsfinancieringsdruk te verlichten die het gevolg was van bemiddelaars die margestortingen eisten. Het gevaar bestaat nog steeds dat een liquiditeitsfinancieringsrisico ontstaat wanneer ongebruikelijk veel beleggers zich terugtrekken, ondanks doorgaans sterke interesse onder beleggers voor hedgefondsbeleggingen in een tijd van lage nominale rentes. Hoewel hedgefondsen in

het algemeen een nogal beperkte rol leken te hebben binnen het eurogebied (aan het einde van het derde kwartaal van 2011 beliep het beheerd vermogen van hedgefondsen in het eurogebied € 119 miljard), maken ze deel uit van het complexe netwerk van de “schaduw”-banksector, hetzij door hun betrokkenheid bij securitisatieactiviteiten of door hun activiteiten op de repo-markt. De “schaduw”-banksector omvat activiteiten met betrekking tot kredietbemiddeling, zoals liquiditeits- en looptijdtransformatie, die plaatsvinden buiten het reguliere bancaire stelsel. Wat het eurogebied betreft, hadden de aan “schaduw”-bankieren gerelateerde sectoren in het derde kwartaal van 2011 €11 biljoen dollar onder beheer. In relatieve termen vertegenwoordigen deze activa 27,7% van de totale activa van de gecombineerde bank- en “schaduw”-banksector.<sup>3</sup> Hieruit blijkt dat de “schaduw”-banksector een belangrijke rol speelt in de financiële bemiddeling in het algemeen en de financieringsactiviteiten van banken in het bijzonder.

## 1.2 REGELINGEN VOOR FINANCIËLE STABILITEIT

Gedurende 2011 werden de werkzaamheden op het gebied van crisisbeheer en -afwikkeling voortgezet, onder andere door verbetering van de regels en normen op EU- en internationaal niveau.

In de EU heeft het DG Interne markt en diensten van de Europese Commissie in januari 2011 een openbare raadpleging gelanceerd over het EU-kader voor crisisbeheersing in de financiële sector, waaraan thans wordt gewerkt. Hierin worden de technische details van het kader uitgewerkt die reeds waren opgenomen in de mededeling van de Commissie van oktober 2010.<sup>4</sup> In zijn bijdrage aan deze raadpleging<sup>5</sup> heeft het ESCB zijn volledige steun gegeven aan de overkoepelende doelstelling van het voorstel van de Commissie om een crisisbeheersings- en ontwikkelingskader te ontwikkelen voor de financiële instellingen van de EU. Met name deelt het ESCB het standpunt dat de prioritaire doelstelling van het nieuwe EU-regime moet zijn

dat alle financiële instellingen failliet moeten kunnen gaan, echter op een zodanige wijze dat de stabiliteit van het Europese financiële stelsel als geheel is gewaarborgd, en de kosten voor de overheid en de economische verstoring tot een minimum worden beperkt. Het voorstel van de Commissie voor een richtlijn betreffende een nieuw kader voor crisisafwikkeling zal naar verwachting in het voorjaar van 2012 worden ingediend.

Bij het opstellen van dit nieuwe EU-kader voor crisisbeheersing en -afwikkeling is tevens gekeken naar een aantal lopende nationale initiatieven in de EU-lidstaten tot wijziging van hun nationale ontwikkelingskaders voor de financiële sector. De ECB heeft adviezen uitgebracht over deze initiatieven en heeft ook direct bijgedragen aan het ontwikkelen van nieuwe ontwikkelingsregimes in de landen die binnen EU-IMF-programma's vallen (Ierland, Griekenland en Portugal).<sup>6</sup>

In 2011 gaf de ECB actief steun aan de werkzaamheden uitgevoerd door de Ad-hocwerkgroep voor crisisbeheersing van het Economisch en Financieel Comité en het Technisch Adviescomité van het ESRB. De werkzaamheden betroffen de goedkeuring door de lidstaten van corrigerende maatregelen en opvangmechanismen ter beheersing van financiële-stabiliteitsrisico's die mogelijk voortvloeien uit de publicatie van de resultaten van de door de EBA gehouden stresstests (of uit een marktgebaseerde test).

Op internationaal niveau stemden de G20-leiders op hun bijeenkomst in Cannes op 3 en 4 november 2011 in met de tenuitvoerlegging van een geïntegreerde reeks beleidsmaatregelen ter beheersing van de risico's voor het mondiale financiële stelsel die uitgaan van financiële

3 Volgens ECB- en Eurostat-statistieken.

4 Zie de website van de Europese Commissie (<http://ec.europa.eu>) voor nadere gegevens over de raadpleging.

5 Voor nadere gegevens betreffende deze bijdrage wordt verwezen naar de website van de ECB.

6 Zie bijvoorbeeld CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/60, CON/2011/72 en CON/2011/84. Alle ECB-adviezen zijn gepubliceerd op de website van de ECB.



instellingen van systeembelang (*systemically important financial institutions*, ofwel SIFI's), waaronder een nieuwe internationale standaard voor afwikkelingsregimes. De Raad voor Financiële Stabiliteit (Financial Stability Board, ofwel FSB) heeft deze nieuwe standaard ontwikkeld - de "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions"<sup>7</sup> - als een referentiepunt voor hervormingen van de nationale afwikkelingsregimes, ter versterking van de bevoegdheden van autoriteiten om disfunctionerende financiële ondernemingen op een ordelijke wijze af te wikkelen, en ter waarborging dat de belastingbetaler niet voor eventuele verliezen opdraait.<sup>8</sup> De eerste groep van 29 wereldwijde SIFI's moeten uiterlijk eind 2012 voldoen aan de herstel- en afwikkelingsgerelateerde eisen. De ECB - als lid van de FSB - heeft actief bijgedragen en steun gegeven aan dit initiatief, met name door ten volle betrokken te zijn bij de activiteiten van de afwikkelingsstuurgroep, de werkgroep voor grensoverschrijdende crisisbeheersing, en de "Bail-in"-werkgroep van de FSB.

7 Beschikbaar op de website van de FSB ([www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org)).

8 De "Key Attributes" omvatten 12 essentiële kenmerken van afwikkelingsregimes die een basisstandaard vertegenwoordigen waaraan de afwikkelingsregimes in alle jurisdicties moeten voldoen. i) reikwijdte, ii) afwikkelingsautoriteit, iii) afwikkelingsbevoegdheden, iv) verrekening, saldering, onderpandstelling, en scheiding van klantactiva, v) waarborgen, vi) financiering van bedrijven die worden afgewikkeld, vii) wettelijk kader voor grensoverschrijdende samenwerking, viii) crisisbeheersingsgroepen, ix) instellings specifieke grensoverschrijdende samenwerkingsovereenkomsten, x) afwikkelbaarheidsbeoordelingen, xi) herstel- en afwikkelingsplanning, en xii) toegang tot en delen van informatie.

## 2 TAKEN BETREFFENDE DE WERKING VAN HET EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S

### 2.1 INSTITUTIONEEL KADER

2011 was het eerste jaar dat het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB) operationeel was. Het ESRB is verantwoordelijk voor het macroprudentieel toezicht op het financiële stelsel in de EU, waarbij de ECB het secretariaat voor het ESRB verzorgt en tevens analytische, statistische, logistieke en administratieve ondersteuning biedt. Het ESRB is opgezet op basis van Verordening (EU) nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's<sup>9</sup>. Bovendien zijn krachtens Verordening (EU) Nr. 1096/2010 van 17 november 2010<sup>10</sup> specifieke taken toegewezen aan de Europese Centrale Bank betreffende de werking van het ESRB.

Voor de eerste vijf jaar van het bestaan van het ESRB is de President van de ECB de Voorzitter. In 2011 werd het ESRB derhalve tot 31 oktober voorgezeten door Jean-Claude Trichet en vanaf 1 november door Mario Draghi.

Eind juni 2011 had het ESRB zijn institutionele structuren op orde. De Algemene Raad van het ESRB gaf zijn goedkeuring aan: 1) het reglement van orde<sup>11</sup>, 2) de regels voor het selecteren van leden van het Wetenschappelijk Adviescomité van het ESRB<sup>12</sup>, 3) de Gedragscode van het ESRB<sup>13</sup>, en 4) de regels voor toegang tot ESRB-documenten<sup>14</sup>. Het ESRB heeft bovendien zijn goedkeuring gehecht aan een besluit inzake levering en verzameling van gegevens ten behoeve van macroprudentieel toezicht<sup>15</sup>, en kwam procedures overeen met de ESA's voor het doorgeven van vertrouwelijke informatie.

Met een personeelsbestand van 25 deskundigen ondersteunde het ESRB-Secretariaat de dagelijkse activiteiten van het ESRB, met inbegrip van de administratieve ondersteuning aan de institutionele organen, het verstrekken van analytisch werk, bijdragen aan het ontwikkelen

van een kader voor een macroprudentiële strategie en de uitvoering ervan, alsmede samenwerking met toezichthoudende autoriteiten.

Het ESRB heeft ter invulling van zijn verantwoordingsplicht als nieuw Europees publiek lichaam gebruik gemaakt van de verschillende kanalen waarin Verordening nr. 1092/2010 voorziet. Dit omvatte eerste hoorzittingen in het Europees Parlement, alwaar de Voorzitter uitlegde hoe hij van plan was uitvoering te geven aan zijn taak (Jean-Claude Trichet op 7 februari 2011; Mario Draghi op 16 januari 2012), andere periodieke hoorzittingen, en vertrouwelijke besprekingen over de lopende werkzaamheden van het ESRB met de Voorzitter en Vicevoorzitters van de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement, waarvoor in september 2011 een overeenkomst was gesloten tussen de twee entiteiten. Het ESRB heeft ook in verschillende vormen gerapporteerd aan de Europese Raad over waarschuwingen en aanbevelingen en het vervolg dat daaraan is gegeven. Het ESRB zal zijn eerste Jaarverslag (over 2011) naar verwachting in mei 2012 publiceren.

9 PB L 331 van 15.12.2010, blz. 1.

10 PB L 331 van 15.12.2010, blz. 162.

11 Besluit van het Europees Comité voor systeemrisico's van 20 januari 2011 houdende goedkeuring van het reglement van orde van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB/2011/1), PB C 58, 24.2.2011, blz. 4.

12 Besluit van het Europees Comité voor systeemrisico's van 20 januari 2011 betreffende de procedures en vereisten voor de selectie, benoeming en vervanging van de leden van het Wetenschappelijk Adviescomité van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB/2011/2), PB C 39, 8.2.2011, blz. 10.

13 Besluit van het Europees Comité voor systeemrisico's van 25 maart 2011 houdende goedkeuring van de Gedragscode van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB/2011/3), PB C 140, 11.05.11, blz. 18.

14 Besluit van het Europees Comité voor systeemrisico's van 3 juni 2011 betreffende publieke toegang tot documenten van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB/2011/5), PB C 176, 16.6.2011, blz. 3.

15 Besluit van het Europees Comité voor systeemrisico's van 21 september 2011 inzake levering en verzameling van gegevens voor het macroprudentieel toezicht op het financiële stelsel binnen de Unie (ESRB/2011/6), PB C 302, 13.10.2011, blz. 3.

## **2.2 ANALYTISCHE, STATISTISCHE, LOGISTIEKE EN ORGANISATORISCHE ONDERSTEUNING VAN HET ESRB**

De ECB is verzocht het ESRB-Secretariaat te voeren en analytische, statistische, logistieke en organisatorische ondersteuning te verlenen aan het ESRB. In 2011, het eerste operationele jaar van het ESRB, concentreerde de ondersteuning van de ECB zich op het regelmatig controleren, signaleren en beoordelen van EU-brede systeemrisico's. Naast de reguliere financiële-stabiliteitstoezichts- en beoordelingsactiviteiten, omvatte deze ondersteuning tevens de ontwikkeling en verbetering van analytische instrumenten en methodologieën, die werd ondersteund door het ESCB Macro-prudential Research Network (ESCB-Netwerk voor macroprudentieel onderzoek), evenals statistische inspanningen om lacunes in de vereiste gegevens op te vullen die met het oog op de tenuitvoerlegging van macro-prudentiële analyses waren gesignaleerd.

### **ANALYTISCHE ONDERSTEUNING**

In 2011 verleende de ECB analytische ondersteuning aan het ESRB in de vorm van periodieke verslagen over het controleren en signaleren van systeemrisico's die het Europese financiële stelsel bedreigden. De verslagen omvatten ook beoordelingen van de potentiële impact van deze risico's. Daarnaast droegen medewerkers van de ECB op ad hoc-basis bij aan specifieke studies, geïnitieerd door het ESRB, betreffende systeemrisico's en macroprudentiële kwesties.

Al deze bijdragen waren gebaseerd op bij de ECB aanwezige deskundigheid, en bouwden voort op de organisatie en infrastructuur die zijn ingevoerd voor de uitvoering van de taken van de ECB ten aanzien van de financiële stabiliteit. De informatiebasis ter ondersteuning van deze

analyse bevat tevens gegevens die zijn vergaard door middel van marktonderzoek, met name om het proces ter signalering van systeemrisico's te schragen. De werkzaamheden in het kader van periodieke controle en beoordeling van systeemrisico's zijn tevens afhankelijk van en gebaat bij gegevens die worden verstrekt door ESRB-leden. Indicatoren van systeemrisico's en "early warning"-systemen zijn belangrijke analytische instrumenten ter ondersteuning van de risicobewakingswerkzaamheden van het ESRB. De beoordeling van risico's wordt met name ondersteund door macrostresstestinstrumenten en de analyse van voortzettingskanalen om de mogelijke ernst van specifieke risico's te beoordelen en te rangschikken. In samenwerking met de nationale centrale banken en nationale en Europese toezichtinstanties beoordeelt de ECB – via het Technisch Adviescomité en zijn substructuren – periodiek de beschikbare instrumenten ter voortdurende verbetering van het analytisch kader, en ontwikkelt zij nieuwe analytische instrumenten om gesignaleerde lacunes in de analyse op te vullen. Het ESCB Macro-prudential Research Network (ESCB-Netwerk voor macroprudentieel onderzoek) speelt in dit opzicht een belangrijke rol (zie Kader 10).

De ECB kan, op verzoek van het ESRB, technische input leveren aan het opstellen van ESRB-aanbevelingen ten aanzien van regelgevingskwesties of initiatieven tot wetgeving. Wat dit betreft heeft de ECB in 2011 bijgedragen aan de werkzaamheden van het ESRB inzake het signaleren en analyseren van risico's die verband houden met kredietverlening in vreemde valuta in de EU. Daarnaast heeft de ECB input geleverd voor mogelijke beleidsaanbevelingen op basis van eerder analytisch werk dat door de ECB en het Eurosysteem werd verricht.

### HET MACROPRUDENTIEEL ONDERZOEKSNETWERK VAN HET ESCB

De Algemene Raad heeft in 2010 zijn goedkeuring gehecht aan een Macroprudentieel Onderzoeksnetwork van het ESCB. Dit netwerk is bedoeld ter ondersteuning van de nieuwe beleidsfunctie van macroprudentieel toezicht in de EU die is opgezet als gevolg van de financiële crisis, in het bijzonder het Europees Comité voor Systeemrisico's. Onderzoekers binnen dit netwerk verrichten met name onderzoek naar en delen onderzoeksresultaten over conceptuele kaders, modellen en instrumenten voor macroprudentieel toezicht.

Het eerste door het netwerk georganiseerde openbare evenement was een conferentie in Frankfurt op 5 en 6 oktober 2011, waar enkele onderzoekers van het netwerk hun werk presenteerden.<sup>1</sup> Ook werden enkele onderzoekers van buiten het netwerk uitgenodigd, en de discussies over de wetenschappelijke bijdragen werden geleid door vermaarde deskundigen op de betreffende onderzoeksgebieden. Tijdens de conferentie kon slechts een selectie van het in het netwerk verrichte onderzoekswerk worden behandeld, maar in de loop van de tijd zal in de *Working Paper Series* van de ECB een breder scala aan onderzoeksresultaten worden gepubliceerd.

Het eerste werkgebied van het netwerk betreft de ontwikkeling van macrofinanciële modellen die financiële instabiliteit koppelen aan de prestaties van de economie. Deze werkstroom is primair gericht op het voorzien in fundamenteel onderzoek in plaats van het produceren van direct toepasbare beleidsinstrumenten. Het onderzoek op dit gebied ontwikkelt zich in verschillende, complementaire richtingen. Sommige onderzoekers richten zich op het opnemen van financiële fricties en factoren in standaard macromodellen. Anderen concentreren zich op de kernaspecten die nodig zijn om realistische karakteriseringen van financiële instabiliteit te integreren in modellen van de totale economie. Bijzondere aandacht wordt besteed aan het modelleren van bankfaillissementen, waaronder het aspect van onderlinge afhankelijkheid bij wanbetalingsrisico, de schuld- en hefboomverhouding (*leverage ratio*) van financiële intermediairs gedurende de conjunctuurcyclus, het opnemen van niet-lineaire verbanden en de rol die wordt gespeeld door de "schaduw"-banksector, met name in de context van de verschillende regelgevingskaders. Een andere tak van onderzoek binnen dit werkgebied richt zich op de evaluatie van verschillend macroprudentieel regelgevingsbeleid, zoals kapitaalregelgeving of regels betreffende de verhouding hypotheekschuld/waarde eigen woning, en van de effecten voortvloeiend uit de interactie ervan met ander beleid, zoals het monetair beleid. Een internationaal team werkt aan het opstellen van een canoniek model van dergelijke beleidsregels dat relevante vormen van systemische instabiliteit omvat, en probeert beleidsregels vast te stellen en te beoordelen die systeemrisico's beperken.

Het tweede onderzoeksgebied betreft modellen voor vroegtijdige waarschuwing en indicatoren voor systeemrisico's, en is operationeler van aard. Het onderzoek op deze terreinen wijst erop dat de waarde van indicatoren voor vroegtijdige waarschuwing in het algemeen is toegenomen dankzij verbeterde methodologieën en het gebruik van tot dusver minder benutte gegevensbronnen. De grotere effectiviteit van nieuwe instrumenten voor vroegtijdige waarschuwing vloeit tevens voort uit een lichte verschuiving van de focus van de analyse van het voorspellen van crises naar het voorspellen van groeiende onevenwichtigheden. In het algemeen laat het werk dat

<sup>1</sup> Informatie over de conferentie is beschikbaar op de website van de ECB.

door de netwerkonderzoekers binnen het tweede gebied is verricht, zien hoe de voorspellende kracht van modellen voor vroegtijdige waarschuwing kunnen worden verbeterd door het gebruik van afzonderlijke balansgegevens van financiële bedrijven, gecombineerd met traditionele macrofinanciële variabelen. Daarnaast biedt deze combinatie veel waardevolle informatie voor beleidsmakers in termen van het meten van het huidige stressniveau in het financiële stelsel.

Het derde gebied waarbinnen het netwerk voortgang tracht te boeken, is de beoordeling van besmettingsrisico's. Het onderzoek naar de risico's van grensoverschrijdende bancaire besmetting in Europa wordt enigszins bemoeilijkt door de beperktheid van de beschikbare gegevens. Er is echter een groot project opgezet ter beoordeling van grensoverschrijdende financiële verbanden met behulp van op transacties gebaseerde gegevens uit het TARGET2-systeem, waarbij onderzoekers van verschillende nationale centrale banken zijn betrokken.

De voornaamste producten van het netwerk zijn research papers, workshops en conferenties (een tweede conferentie staat gepland voor 2012), met inbegrip van contacten met onderzoekers buiten het ESCB. Het netwerk zal in de tweede helft van 2012 verslag doen van de onderzoeksresultaten van de afgelopen twee jaar.

#### **STATISTISCHE ONDERSTEUNING**

Na het voorbereidende werk dat zij in 2010 had verricht, heeft de ECB, ondersteund door de nationale centrale banken, het ESRB voorzien van statistische ondersteuning. Daarbij werkt zij waar nodig nauw samen met de ESA's.

Een groep bestaande uit vertegenwoordigers van de ESRB-Secretariaat, de ECB en de ESA's hebben tussen oktober 2010 en juni 2011 een belangrijke rol gespeeld bij het aanleveren van de statistische gegevens die het ESRB nodig had. Het eindrapport van deze groep werd deels vertaald in het ESRB-Besluit inzake levering en verzameling van gegevens voor het macroprudentieel toezicht op het financiële stelsel binnen de Unie (ESRB/2011/6)<sup>16</sup>. Dit besluit heeft met name betrekking op het signaleren van reguliere geaggregeerde informatie die nodig is om het ESRB in staat te stellen zijn kortetermijntaken (d.w.z. tot begin 2013) te ondersteunen. Het Besluit bepaalt dat de ECB en de ESA's op regelmatige basis geaggregeerde gegevens moeten verstrekken en ziet toe op gegevens die al zijn verzameld. Bovendien gaat het Besluit over het vaststellen van de te volgen procedures ingeval er aanvullende en op ad-hocbasis geaggregeerde gegevens die niet in de regelmatig verstrekte gegevens zijn opgenomen, nodig zijn om de taken van het ESRB te ondersteunen.

De groep heeft ook gesproken over de langetermijneisen voor toezichtgegevens en openbaarmaking, voornamelijk op basis van rapportage-eisen die momenteel worden ontwikkeld door de ESA's en de Europese Commissie. Deze eisen zullen direct bijdragen aan de statistische werkzaamheden van het ESCB, dubbele rapportages helpen voorkomen en zorgen voor consistentie in de gegevens voor analyses van economische en financiële stabiliteit en gerelateerd onderzoekswerk. Daarnaast is de ECB zelf betrokken bij diverse werkstromen ter ontwikkeling van statistieken (bv. geconsolideerde bankgegevens en statistieken betreffende aangehouden effecten) die het ESRB eveneens zouden kunnen ondersteunen (zie Paragraaf 4 van Hoofdstuk 2).

De ECB levert via een driemaandelijke macroprudentiële beoordeling belangrijke bijdragen aan het risicotoezicht en de risicoanalyses van het ESRB. In deze beoordeling staan statistische gegevens (in tabellen en grafieken) en indicatoren uitgesplitst naar risicocategorie, te weten macro-economisch risico, kredietrisico, marktrisico, liquiditeits- en financieringsrisico, onderlinge verbanden en onevenwichtigheden,

<sup>16</sup> PB C 302 van 13.10.11, blz 1.

winstgevendheid en solvabiliteit. Deze driemaandelijke beoordeling is gebaseerd op gegevens uit verschillende bronnen, waaronder het ESCB, de ESA's en commerciële gegevensverstrekkers. Daarnaast vereist de ESRB-Verordening (Artikel 3, onder g) dat het ESRB in samenwerking met de ESA's een gemeenschappelijk stel kwantitatieve en kwalitatieve indicatoren ("risicodashboard") moet ontwikkelen voor het vaststellen en meten van systeemrisico's. In het kader daarvan zijn de inspanningen om een dergelijk risicodashboard te ontwikkelen onderverdeeld in dezelfde risicocategorieën.

## 3 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

### 3.1 HET BANKWEZEN

Het Bazels Comité voor Banktoezicht heeft in december 2010 zijn nieuwe kapitaal- en liquiditeitsnormen (Bazel III) gepubliceerd. De ECB heeft actief deelgenomen aan de ontwikkeling van het nieuwe Bazel III-kader en heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan de verschillende effectbeoordelingen die tot doel hadden de mogelijke effecten van het regelgevingspakket op de financiële markten en de reële economie te kwantificeren. In lijn met de toezegging die door de G20-leiders in november 2010 is gedaan, richten de nationale en internationale inspanningen op dit gebied zich thans op de tijdige en consistente invoering van de Bazel III-normen. De ECB blijft deelnemen aan de vervolgwerkzaamheden die momenteel worden uitgevoerd in diverse werkstromen van het Bazels Comité, waaronder de revisie en afronding van bepaalde elementen van het hervormingspakket in de komende jaren. De ECB draagt tevens bij aan de invoering van de Bazel III-normen in Europa. Tegen deze achtergrond verwelkomt de ECB de op 20 juli 2011 gedane voorstellen van de Europese Commissie voor een richtlijn en een verordening die het Bazel III-kader zullen omzetten in Europees recht. Deze voorstellen vormen een belangrijke stap naar het versterken van de regulering van de sector banken en beleggingsmaatschappijen en het scheppen van een gezonder en veiliger financieel stelsel in Europa.

Op 27 januari publiceerde de ECB haar advies inzake de voorgestelde richtlijn en verordening.<sup>17</sup> In haar advies verwelkomt de ECB de vastberadenheid van de EU om internationale normen en afspraken op het gebied financiële regelgeving vast te leggen, waarbij waar nodig rekening wordt gehouden met bepaalde specifieke kenmerken van het juridisch en financieel stelsel van de EU. Het advies bevat de volgende kernelementen.

Ten eerste ondersteunt de ECB wat betreft de voorgestelde verordening, die direct van toepassing zal zijn in de lidstaten, ten eerste

de methode van één “rulebook”. Dit zal er voor zorgen dat financiële instellingen die in de interne markt financiële diensten leveren, één samenstel van prudentiële regels naleven. Deze aanpak zal onder andere de financiële integratie in Europa naar verwachting verder versterken. In deze context ondersteunt de ECB ten volste de doelstelling van het aanpakken van specifieke risicoposities betreffende, onder andere, bepaalde sectoren, regio's of lidstaten door middel van gedelegeerde handelingen die de Commissie machtigen om waar nodig stringenter toezichteisen op te leggen ter redressering van wijzigingen in de intensiteit van micro- en macroprudentiële risico's die voortvloeien uit marktontwikkelingen. De ECB acht het echter van belang dat de voorgestelde verordening lidstaten in staat stelt stringenter toezichteisen toe te passen in situaties waar systeemrisico's de financiële stabiliteit bedreigen. Dit kader zou alleen opwaartse aanpassingen in kalibraties toe moeten staan en de definities moeten handhaven, daarmee het beginsel van een *EU-Rulebook* respecterend. Bovendien dient het kader te worden onderworpen aan strikte waarborgen, gecoördineerd door het ESRB, ter bescherming tegen eventuele onbedoelde gevolgen, overloopeffecten en misbruik. Ten tweede is het cruciaal dat banken in de EU dezelfde weerbaarheid en verliesabsorptiecapaciteit behouden met betrekking tot de kapitaaleisen als hun internationale concurrenten. In deze context moet worden verzekerd dat de EU-kwalificatie-eisen voor *tier 1*-gewoon aandelenkapitaal voor naamloze vennootschappen, en derhalve de definitie van *tier 1*-gewoon aandelenkapitaal, gelijk blijft aan de Bazelse internationale norm. Ten derde is de ECB sterk voorstander van invoering van een expliciet anticyclisch element in financiële regelgeving, hetgeen de ECB ziet als een kernelement van een breder macroprudentieel instrumentarium. Ten slotte ondersteunt de ECB ten eerste de opname van liquiditeitsrisico-eisen en een ratio voor eigen vermogen/vreemd vermogen in het regelgevingskader van de EU, onderhevig aan passende herbeoordeling

<sup>17</sup> CON/2012/5.

en kalibratie. De liquiditeitseisen omvatten de invoering van een dekkingspercentage voor korte-termijnliquiditeit, dat ervoor moet zorgen dat banken voldoende hoogwaardige liquide activa aanhouden om een acuut stressscenario van één maand te kunnen weerstaan, en een per saldo stabiel financieringspercentage voor de langere termijn, hetgeen de banken aanmoedigt zichzelf op structurele basis te financieren met behulp van stabielere bronnen.

Hoewel de nieuwe liquiditeitsnormen naar verwachting aanzienlijke micro- en macroprudentiële voordelen zullen opleveren, moeten eventuele onbedoelde gevolgen van de nieuwe normen worden beoordeeld. In deze context is het ESCB via een in mei 2011 opgezette task force bezig met een analyse van de wisselwerking tussen de nieuwe liquiditeitsverordening en monetairbeleidstransacties. In deze task force zitten deskundigen op het gebied van financiële stabiliteit en monetair beleid.

In lijn met zijn G20-mandaat richtte de Raad voor Financiële Stabiliteit (Financial Stability Board, ofwel FSB) zich in 2011 op de ontwikkeling van kritische maatstaven ter redressering van de risico's die worden geassocieerd met financiële instellingen van systeembelang. Het internationale kader dat is ontwikkeld door de FSB omvat de volgende bouwstenen: i) internationale normen en eisen voor effectieve afwikkeling, ii) intensiever en effectiever toezicht, en iii) additionele vereisten ter versterking van de verliesabsorptiecapaciteit. Meer specifiek hebben de gezamenlijke inspanningen van het BCBS en de FSB geresulteerd in een kapitaalopslag bovenop de Bazel III-eisen voor banken die wereldwijd van systeembelang zijn (zogenoemde G-SIB's).<sup>18</sup> In kwantitatieve zin zullen G-SIB's onderhevig zijn aan progressieve kapitaalopslag, variërend van 1% tot 2,5% van de risicogewogen activa,<sup>19</sup> afhankelijk van het systeembelang van de bank.<sup>20</sup> Deze opslag dient volledig te worden voldaan met gewoon aandelenkapitaal. In november hebben het BCBS en de FSB een eerste groep van 29 banken aangewezen die als

G-SIB's worden beschouwd. De additionele verliesabsorptie-eisen zullen aanvankelijk gelden voor de banken die in november 2014 worden aangewezen als G-SIB's. De kapitaalopslag zal vanaf januari 2016 geleidelijk worden ingevoerd en in januari 2019 volledig van toepassing zijn. De verwachting is dat dit tijdpad de banken voldoende tijd zal geven om zich aan de nieuwe regels aan te passen, en dat eventuele korte-termijnverstoringen van strategieën, bedrijfsmodellen en de kapitaalplanning van banken worden beperkt. De ECB verwelkomt en ondersteunt het werk van het BCBS en de FSB op dit belangrijke terrein ten volste. Deze nieuwe internationale normen, die zijn opgesteld ter redressering van de negatieve externe effecten en het moreel risico die samenhangen met G-SIB's, worden door de ECB ten volste ondersteund. Zij vormen een noodzakelijke stap ter vermindering van de kans op en de ernst van financiële instabiliteit en reddingsoperaties veroorzaakt door het faillissement van instellingen die wereldwijd van systeembelang zijn. Wil het kader de gewenste effecten sorteren, dan is een tijdige en internationaal gecoördineerde tenuitvoerlegging van dergelijke maatregelen essentieel.

### 3.2 WAARDEPAPIEREN

In 2011 is vaart gezet achter een uitgebreide hervorming van het EU-kader voor toezicht op het effectenverkeer, waarbij de ECB nauw betrokken was.

In december 2010 initieerde de Europese Commissie een herziening van de MiFID-richtlijn (*Markets in Financial Instruments Directive*), een hoeksteen van de Europese regelgeving voor financiële markten.

<sup>18</sup> Zie "Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement", Bazels Comité voor Banktoezicht, november 2011.

<sup>19</sup> De bedoeling is een toptarief van 3,5% te heffen voor het "empty bucket"-risico om banken aan te sporen hun systeembelang in de loop der tijd niet verder te vergroten.

<sup>20</sup> Het systeembelang wordt gemeten aan de hand van een op indicatoren gebaseerde methodologie die is ontwikkeld door de BCBS.



De overkoepelende doelstelling van de herziening is het Europese regelgevingskader aan te passen aan de laatste technologische en financiële ontwikkelingen, en tegemoet te komen aan de G20-verzoeken<sup>21</sup> die nationale autoriteiten ertoe oproepen minder gereguleerde en obscure delen van het financieel stelsel aan te pakken. Op 20 oktober 2011 heeft de Europese Commissie een voorstel uitgebracht voor een herziening van de MiFID en wijzigingen voorgesteld voor de Richtlijn Marktmissbruik.

Bovendien presenteerde de Europese Commissie een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de harmonisering van transparantievereisten die gelden voor uitgevende instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (Transparantierichtlijn).

Op het terrein van baissetransacties (“short selling”) heeft de ECB op 3 maart 2011 een advies<sup>22</sup> uitgebracht over het voorstel van de Europese Commissie voor een verordening. Daarbij merkte zij op dat in de voorgestelde verordening veel van de aanbevelingen waren opgenomen die zijn gedaan in de bijdrage van het Eurosysteem in 2010 aan de openbare raadpleging van de Commissie inzake baissetransacties. Het is de bedoeling dat de verordening in november 2012 in werking zal treden.

De Europese Commissie heeft op 15 november 2011 tevens een voorstel gedaan voor een verordening en een richtlijn inzake kredietbeoordelaars. Het doel van dit voorstel is bij te dragen aan het verminderen van de risico’s voor de financiële stabiliteit en het herstellen van het vertrouwen van beleggers en andere marktpartijen in de financiële markten en de kwaliteit van kredietbeoordelingen. De ECB werkt momenteel aan een advies over dit voorstel.

Verder heeft de ECB ook de werkzaamheden gevolgd en ondersteund die de FSB en andere internationale organen zijn gestart na het verzoek van de G20-leiders in november 2010 tot het ontwikkelen van aanbevelingen ter

versterking van de regelgeving en het toezicht op het “schaduw”-bankstelsel. De ECB heeft een overzicht samengesteld van het “schaduw”-bankieren in het eurogebied en dit verspreid onder de FSB-leden.

### 3.3 FINANCIËLE VERSLAGLEGGING

In maart 2011 heeft het Eurosysteem opmerkingen aangeleverd bij de International Accounting Standards Board (IASB) inzake het *hedge accounting* (een specifieke wijze van administratieve verantwoording)-voorstel van de IASB. In zijn brief aan de IASB ondersteunt het Eurosysteem over het geheel genomen het voorgestelde beginsel-gebaseerde model dat tot doel heeft de financiële verslaglegging en de risicobeheeractiviteiten van ondernemingen beter op elkaar af te stemmen. Het Eurosysteem merkte echter op dat belangrijke hedgingactiviteiten, zoals *macro hedging* (dekkingstransacties op portefeuilleniveau), niet in dit voorstel waren opgenomen. Bovendien onderstreepte het Eurosysteem de onderlinge verwevenheid tussen hedging en andere onderdelen van het project betreffende financiële instrumenten, zoals classificatie en meting, en de potentiële voordelen van een uitgebreide effectbeoordeling, rekening houdend met de wisselwerking tussen alle onderdelen van het project, en een programma om de betrokkenheid van belanghebbenden te vergroten.

Gedurende het gehele jaar hebben de IASB en de Financial Accounting Standards Board (FASB) verder gewerkt aan het convergeren en afstemmen van hun respectieve verslagleggingskaders. Ondanks de voortgang die in 2011 is geboekt, blijven substantiële verschillen bestaan op belangrijke verslagleggingsgebieden, zoals de verslaglegging betreffende financiële instrumenten (classificatie en saldering).

<sup>21</sup> Zie de G20-verklaringen uitgebracht tijdens de top in Pittsburgh (in september 2009) en in Seoul (in november 2010).

<sup>22</sup> CON/2011/17.

## 4 FINANCIËLE INTEGRATIE

Het Eurosysteem en het ESCB dragen bij aan versterking van de Europese financiële integratie door: 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 regelgevend kader voor het financiële stelsel en directe regelgeving, en iv) het verlenen van centralebankdiensten die de financiële integratie bevorderen.

### VERHOGEN VAN DE BEWUSTWORDING EN HET TOEZICHT OP DE FINANCIËLE INTEGRATIE

In mei 2011 heeft de ECB haar vijfde jaarverslag over financiële integratie in Europa uitgebracht.<sup>23</sup> Het voornaamste doel van het verslag is bij te dragen tot de analyse van de verdere financiële integratie in Europa en het publiek bewust te maken van de ondersteunende rol van het Eurosysteem in dit proces, onder meer door informatie te verschaffen over de stand van integratie en aldus een empirische basis te bieden voor beleidsmaatregelen ter bevordering van de financiële integratie. Dit jaarverslag gaat vooral in op de staatsschuldencrisis in het eurogebied en het effect daarvan op de obligatiemarkten en geldmarkten. Het verslag bevat tevens gedetailleerder analyses van de volgende onderwerpen: i) crisisbeheersing en -oplossing vanuit een financiële-integratieperspectief, ii) verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen in het eurogebied, en iii) de ontwikkelingen in de obligatiemarkten in het eurogebied ten tijde van de financiële crisis. Het verslag sluit af met een overzicht van de bijdrage van het Eurosysteem aan de verwezenlijking van betere integratie en ontwikkeling van financiële markten in Europa in 2010.

De ECB continueert haar betrokkenheid bij het onderzoeksnetwork inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa. Het netwerk brengt academici, marktpartijen, beleidsmakers en centrale bankiers samen, en wordt beheerd in samenwerking met het Center for Financial Studies van de Goethe Universität in Frankfurt. Het netwerk organiseerde een

workshop over de structuur van de Europese markt voor bancaire schuldfinanciering en de gevolgen voor monetaire transmissie en financiële integratie, die op 17 en 18 mei 2011 werd gehouden bij de ECB in Frankfurt. Net als in voorgaande jaren kende de ECB in het kader van het netwerk vijf “Lamfalussy Fellowship”-onderzoekplaatsen toe aan jonge onderzoekers. De huidige prioriteiten van het netwerk zijn: 1) financiële systemen als risicobeheerders, risicoverspreiders en risicoscheppers, 2) de integratie en ontwikkeling van financiële retaildiensten en het stimuleren van innovatieve bedrijven, en 3) financiële modernisering en governance, en de integratie van het Europese financiële stelsel in de mondiale kapitaalmarkten.

### OPTREDEN ALS KATALYSATOR VOOR ACTIVITEITEN VAN DE PARTICULIERE SECTOR

#### SEPA

Het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied (Single Euro Payments Area, ofwel SEPA) is een initiatief gericht op verwezenlijking van een volledig geïntegreerde markt voor retailbetalingsdiensten in euro, waarbij geen onderscheid bestaat tussen grensoverschrijdende en nationale betalingen. Het Eurosysteem is de werkzaamheden op dit gebied gedurende 2011 blijven volgen en ondersteunen.<sup>24</sup> De aandacht ging vooral uit naar de migratie naar de nieuwe SEPA-instrumenten. Volgens de SEPA-indicatoren bedroeg het migratiepercentage in het eurogebied van binnenlandse overboekingen naar SEPA-overboekingen in december 2011 23,7%. Wat de SEPA-automatische incasso's betreft, bedroeg het migratiepercentage in december 2011 slechts 0,5%. De Europese Commissie heeft een verordening voorgesteld waarin een einddatum voor migratie wordt opgelegd. Dit zou de migratie naar SEPA-overboekingen en SEPA-automatische incasso's moeten bevorderen. In haar advies verwelkomde de ECB het voorstel van de Commissie, waarin bindende einddata

<sup>23</sup> Dit verslag is beschikbaar op de website van de ECB.

<sup>24</sup> Tevens is beoordeeld hoeveel vooruitgang is geboekt met betrekking tot de mijlpalen die in het zevende, in oktober 2010 gepubliceerde SEPA-voortgangsverslag waren opgenomen. Dit verslag is beschikbaar op de website van de ECB.

voor migratie zijn opgenomen die cruciaal worden geacht voor het welslagen van het project. De ECB benadrukte tevens het belang van een langetermijnoplossing voor verrekeningstarieven voor automatische incasso's.<sup>25</sup>

Ook de SEPA-Raad, het forum van belanghebbenden voorgezeten door de ECB en de Europese Commissie, benadrukte de noodzaak om snel een verordening met migratie-einddata aan te nemen. De Raad streeft naar verwezenlijking van een geïntegreerde markt voor retailbetalingen in euro door te zorgen dat alle partijen bij het proces worden betrokken en door consensus te bevorderen over de volgende stappen naar verwezenlijking van het SEPA. Behalve het bankwezen zijn ook overheidsinstanties en eindgebruikers (zoals consumenten, het midden- en kleinbedrijf en winkeliers) vertegenwoordigd. Ook vier centrale banken van het Eurosysteem nemen deel op basis van een rotatiesysteem.

Op verschillende terreinen dient echter verdere vooruitgang te worden geboekt om het SEPA tot een succes te maken. Met name op het gebied van SEPA voor betaalkaarten is nog veel werk te verzetten. Ten eerste heeft het Eurosysteem de markt aangespoord te migreren naar EMV-chiptechnologie en afscheid te nemen van de magneetstrip, ter verbetering van het beveiligingsniveau van kaarttransacties en ter vermindering van kaartfraude gebaseerd op "skimming"<sup>26</sup>. Tevens heeft het Eurosysteem de verschillende betrokken belanghebbenden aangespoord om, zolang de algehele migratie naar EMV-chiptechnologie nog niet is afgerond, oplossingen te ontwikkelen ter minimalisering van fraude die verband houdt met het gebruik van de magneetstrip (bv. door standaard magneetstriptransacties te blokkeren). Ten tweede zijn besprekingen gestart met belanghebbenden om de bedrijfspraktijken te harmoniseren, teneinde een geïntegreerde en concurrerende kaartmarkt te scheppen. Verder organiseerde het Eurosysteem op het gebied van functionele standaardisatie in maart 2011 een ad-hocbijeenkomst over kaartstandaardisatie. Daarnaast heeft het actief bijgedragen aan de

inspanningen om een geharmoniseerd SEPA-veiligheidscertificatiekader op te zetten.

Ook dient aandacht te worden besteed aan innovatie. De volledige migratie naar SEPA-systemen en de verwezenlijking van een geïntegreerde en concurrerende kaartmarkt gebaseerd op gemeenschappelijke bedrijfspraktijken, technische standaarden en veiligheidseisen vormen de basis voor op pan-Europese schaal geleverde innovatieve diensten. In deze context benadrukte het Eurosysteem de noodzaak van SEPA-breed uitgerolde, veilige en efficiënte online betalingsoplossingen. Hoewel er een duidelijke vraag bestaat naar dit soort diensten, lijkt de vooruitgang op dit gebied eind 2011 te zijn gestopt. De marktpartijen wachten mogelijk op afronding van een door de Europese Commissie in september 2011 gestart onderzoek naar het standaardisatieproces voor betalingen via internet van de Europese Betalingsraad.

Om vrijwillige samenwerking tussen de relevante autoriteiten binnen de EER op het vlak van retailbetalingsbeveiliging te bevorderen, is op initiatief van de ECB in 2011 een Europees forum voor beveiliging van retailbetalingen opgezet (zie Paragraaf 5.2 van dit hoofdstuk).

## EFFECTENMARKTEN

Het STEP (Short-Term European Paper)-initiatief, opgezet door marktpartijen onder de hoede van de Europese federatie van banken (EBF) en de ACI – de vereniging van financiële markten – en aangestuurd door het STEP-marktcomité, heeft sinds 2001 de integratie van de markt voor kortlopende schuldbewijzen in het eurogebied bevorderd. Dit is gedaan door middel van een vrijwillige kernset van marktstandaarden en -praktijken die kan worden toegepast op emissieprogramma's op bestaande markten, zoals die voor Euro commercieel papier (ECP) of voor Frans commercieel papier (TCN).

<sup>25</sup> Zie CON/2011/32, PB C 155, 25.5.2011.

<sup>26</sup> "Skimming" is het ongeautoriseerd kopiëren van gegevens die zijn opgeslagen in de magneetstrip via een gemanipuleerde of nepautomaat of met een mobiel afleesapparaat, met als doel de gestolen gegevens te gebruiken voor het verrichten van frauduleuze transacties zonder toestemming van kaarthouder.

Het STEP-label is in 2006 ingevoerd. In december 2011 waren er 166 van het STEP-label voorziene programma's actief. STEP-schuldbewijzen hebben de turbulentie op de financiële markten zonder veel schade doorstaan; in december 2011 stond in totaal een bedrag van EUR 415 miljard uit, iets meer dan in het voorafgaande jaar en een stijging van ongeveer 55% sinds het begin van de financiële onrust in augustus 2007. Bovendien was in het derde kwartaal van 2011 het uitstaande bedrag aan STEP-schuldbewijzen van niet-overheden goed voor rond 40% van de benchmark voor kortlopende schuldbewijzen, tegen minder dan 30% gedurende het overeenkomstige kwartaal in 2007. De gestage ontwikkeling van de markt is het gevolg van het feit dat de STEP-criteria kunnen worden toegepast op andere bestaande marktprogramma's en dat STEP door het Eurosysteem wordt beschouwd als een ongeregelde markt voor onderpanddoeleinden. De tijdelijke toelating van door kredietinstellingen uitgegeven STEP-effecten (depositocertificaten) tot de lijst van activa beleenbaar voor krediettransacties met het Eurosysteem, waartoe de Raad van Bestuur in oktober 2008 had besloten, werd vanaf 1 januari 2011 ingetrokken. Ondanks enige volatiliteit in de uitstaande bedragen gedurende 2011, heeft de STEP-markt niet substantieel te lijden gehad van deze stopzetting en bleef groeien. Vanaf 1 januari 2012 werden door kredietinstellingen uitgegeven STEP-effecten weer beleenbaar onderpand bij het Eurosysteem als gevolg van het afschaffen van het beleenbaarheids criterium dat door kredietinstellingen uitgegeven schuldbewijzen (anders dan gedekte bankobligaties) moeten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt.

Ter vergroting van de transparantie op het gebied van effecten op onderpand van activa ("asset-backed securities" ofwel ABS's) heeft het Eurosysteem in december 2010 besloten tot invoering van informatievereisten voor afzonderlijke leningen op onderpand van activa in het onderpandkader van het Eurosysteem.

Besloten werd te beginnen met effecten op onderpand van woninghypotheken, die verreweg de grootste relevant activacategorie vormen, en een doorlooptijd voor dergelijke effecten te hanteren van rond 18 maanden. Dit impliceert dat uiterlijk in de zomer van 2012 moet zijn voldaan aan het tegelijkertijd gepubliceerde sjabloon voor het leningniveau. In april 2011 heeft de Raad van Bestuur een gelijkaardig besluit genomen over commerciële effecten op onderpand van hypothecaire leningen en leningen op onderpand van activa van kleine- en middelgrote ondernemingen, met hetzelfde tijdschema voor de tenuitvoerlegging.

Een goed functionerende securitisatiemarkt, gesteund door standaardisatie en grotere transparantie—door waarborging van toegang van beleggers tot uitgebreide en gestandaardiseerde gegevens in de gehele Europese ABS-markt—draagt bij tot een completer Europees financieel stelsel en bevordert integratie door middel van verbeterde internationale vergelijkbaarheid van instrumenten.

#### **ADVIES OVER HET WET- EN REGELGEVINGSKADER VOOR HET FINANCIËLE STELSEL EN DE DIRECTE REGELGEVING**

Teneinde de financiële integratie te bevorderen, volgen de ECB en het Eurosysteem de ontwikkeling van het communautaire wetgevings- en regelgevingskader en dragen daar actief aan bij, overeenkomstig hun adviezen en regelgevingstaken. De activiteiten gedurende 2011 worden besproken in Paragraaf 3 van dit hoofdstuk.

Verder nam de ECB als waarnemer deel aan de Expert Group on Market Infrastructures van de Europese Commissie, die tot opdracht heeft bij te dragen aan de ontwikkeling van een efficiënte, veilige en solide post-transactiemarkt in de EU. De groep rondde haar werkzaamheden af en publiceerde op 10 oktober 2011 een verslag<sup>27</sup>, dat als input dient voor lopende beleidsanalyses

<sup>27</sup> Het rapport is beschikbaar op de website van de Europese Commissie.

door de Europese Commissie betreffende post-transactiediensten en marktinfrastructuren in de EU. Deze werkzaamheden houden nauw verband met de tenuitvoerlegging van TARGET2-Securities (T2S).

### **LEVERING VAN CENTRALEBANKDIENSTEN DIE BEVORDERLIJK ZIJN VOOR DE FINANCIËLE INTEGRATIE**

TARGET2, de tweede generatie van het systeem voor grote betalingen van het Eurosysteem, is de eerste marktinfrastructuur die volledig is geïntegreerd en geharmoniseerd op Europees niveau. Het Eurosysteem is aan de verbetering van TARGET2 blijven werken en in november 2011 heeft het een nieuwe versie van het systeem in gebruik genomen (zie Paragraaf 2.1 van Hoofdstuk 2).

T2S, de toekomstige effectenafwikkelingsdienst van het Eurosysteem, zal een grote impact hebben op de harmonisatie en integratie van de post-transactieomgeving in Europa. T2S zal automatisch veel van de zogeheten Giovannini-barrières voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling wegnemen door, onder meer: i) aanbieden van een enkel IT-platform met één gemeenschappelijke interface en één gemeenschappelijk berichtenprotocol, ii) invoering van een geharmoniseerd tijdschema voor alle aangesloten markten, en iii) uitbreiding van één enkel geharmoniseerd verrekeningsmodel voor levering tegen betaling in centralebankgeld tot alle nationale en grensoverschrijdende transacties. Desalniettemin blijven er zelfs met één enkel technisch platform aanzienlijke obstakels voor grensoverschrijdende afwikkeling bestaan, die moeten worden verwijderd wil de betalingsmarkt volledig de vruchten van T2S kunnen plukken. Teneinde verdere vooruitgang te boeken, is in 2011 een Harmonisation Steering Group opgezet, samengesteld uit hooggeplaatste vertegenwoordigers uit de betalingsindustrie en de publieke sector. De groep had tot hoofdtaak vast te stellen waar groepen in de bedrijfstak en markten achterbleven bij de rest van Europa bij de invoering van gemeenschappelijk overeengekomen harmonisatiestandaarden, en waar nodig druk uit te oefenen op

nationale markten en belangrijke spelers. De Harmonisation Steering Group vormt de spil in de T2S-harmoniseringsagenda en zal een belangrijke aanjager zijn van T2S en de bredere werkzaamheden ter harmonisering van de post-transactiemarkt in Europa, in samenwerking met de Europese Commissie en andere belangrijke spelers (zie Paragraaf 2.2 van Hoofdstuk 2).

Op het gebied van onderpandbeheer, ten slotte, heeft het correspondentenmodel voor centrale banken (CCBM) sinds de invoering ervan in 1999 de financiële integratie bevordert door alle tegenpartijen in het eurogebied in staat te stellen grensoverschrijdend gebruik te maken van beleenbare activa als onderpand in krediettransacties van het Eurosysteem, ongeacht het land waar het activum is uitgegeven. Het Eurosysteem voert momenteel verbeteringen door in het CCBM (zie Paragraaf 2.3 van Hoofdstuk 2).

## 5 TOEZICHT OP BETALINGSSYSTEMEN EN MARKTINFRASTRUCTUREN

Via zijn toezichtfunctie streeft het Eurosysteem ernaar de veiligheid en efficiëntie van betalings- en effectenafwikkelingssystemen, centrale euroverwerkende tegenpartijen, betalingsinstrumenten, belangrijke dienstverleners en andere kritische infrastructuur, te waarborgen door ze te monitoren, te beoordelen en, waar nodig, verandering teweeg te brengen.<sup>28</sup>

### 5.1 SYSTEMEN VOOR GROTE BETALINGEN EN AANBIEDERS VAN INFRASTRUCTUURDIENSTEN

Systemen voor grote betalingen vormen de ruggengraat van de marktinfrastructuur van het eurogebied en leveren een belangrijke bijdrage aan de stabiliteit en doelmatigheid van de financiële sector en de economie in het algemeen. Het Eurosysteem past een strak gedefinieerd toezichtbeleidskader toe op alle systemen voor grote betalingen die in euro luidende transacties verrekenen, zowel op eigen systemen als op systemen die door de particuliere sector worden geëxploiteerd. Dit kader is gebaseerd op internationaal erkende normen die door het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) van de G10 zijn opgesteld en in 2001 door de Raad van Bestuur van de ECB zijn overgenomen, en bekend staan als de “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”. Deze kernbeginselen worden aangevuld door de bedrijfscontinuïteitstoezichtsverwachtingen voor betalingssystemen van systeemkritisch belang (SIPS), waaraan de Raad van Bestuur in 2006 zijn goedkeuring heeft gehecht.

#### TARGET2

Het toezicht op TARGET2 is in handen van en wordt gecoördineerd door de ECB, in nauwe samenwerking met de deelnemende nationale centrale banken. In 2011 hebben de TARGET2-toezichthouders van het Eurosysteem zich hoofdzakelijk gericht op aspecten van het operationele risico en op de follow-up van de beoordeling van TARGET2 ten opzichte van de bedrijfscontinuïteitstoezichtsverwachtingen. Hoewel het bedrijfscontinuïteitskader van TARGET2 over het algemeen goed functioneert

en een hoog en consistent niveau van schokbestendigheid waarborgt, werden enkele verbeteringen van sommige aspecten van het kader aanbevolen. De toezichthouders hebben in 2011 de implementatie van deze verbeteringen gemonitord. Eind 2011 moest nog één aanbeveling worden doorgevoerd (betreffende het documenteren van de verplichting van de aanbieders van het gemeenschappelijke platform van TARGET2 om adequate informatie te verschaffen aan de bestuursorganen van TARGET2). Bovendien werden, in de context van de reguliere toezichtactiviteiten, TARGET2-incidenten zorgvuldig geanalyseerd en besproken met de systeembeheerder.

Daarnaast werd op 21 november 2011 een nieuwe TARGET2-softwareversie in gebruik genomen. Voorafgaand aan de ingebruikname beoordeelden de toezichthouders de nieuwe functionaliteiten aan de hand van de toepasselijke kernbeginselen. De toezichthouders concludeerden dat de nieuwe softwareversie globaal geen negatieve gevolgen zou hebben voor de overeenstemming van TARGET2 met de kernbeginselen, en door de wijzigingen zouden de diensten aan TARGET2-cliënten verbeterd worden.

De TARGET2-simulator, een analytisch hulpmiddel gebaseerd op betalingsgegevens, werd in 2011 verder verfijnd. De hulpmiddelen stellen toezichthouders en exploitanten in staat het afwikkelingsproces van TARGET2 nauwgezet na te bootsen en er stresstests op los te laten, gebruik makend van een set gegevens over TARGET2-bedrijvigheid die heel Europa omvat, met inbegrip van transactie-, liquiditeits- en deelnemergegevens. Er lopen verscheidene analytische projecten onafhankelijk van de TARGET2-simulator maar gebaseerd op gegevens op transactieniveau, waaronder een studie naar betalingsstroompatronen binnen de dag en de toepassing van netwerktheorie met de nadruk op subnetwerken (“gemeenschappen”) onder de TARGET2-deelnemers.

<sup>28</sup> Gedetailleerde gegevens over de toezichtfunctie en -activiteiten van het Eurosysteem zijn tevens te vinden op de website van de ECB en in specifieke toezichtrapporten van het Eurosysteem.

## **EURO1**

EURO1 is een systeem voor grote betalingen voor in euro luidende grensoverschrijdende en binnenlandse transacties tussen banken die actief zijn in de EU. Het wordt beheerd door EBA CLEARING. EURO1 werkt op multilaterale nettobasis. De einddagposities van EURO1-deelnemers worden uiteindelijk afgewikkeld in centralebankgeld via het TARGET2-systeem, waarbij de ECB optreedt als de vereveningsinstantie.

De ECB is belast met de primaire verantwoordelijkheid voor het toezicht, daarbij nauw samenwerkend met alle nationale centrale banken in het Eurosysteem. In 2011 is EURO1 op drie hoofdpunten beoordeeld. Ten tweede heeft de ECB, in nauwe samenwerking met de Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, de Banca d'Italia en De Nederlandsche Bank, de uitgebreide beoordeling afgerond van EURO1 in relatie tot de kernbeginselen. De conclusie van de beoordeling was dat het EURO1-systeem voldoet aan de kernbeginselen I tot en met IX en slechts globaal voldoet aan kernbeginsel X (governance) vanwege het ontbreken van een specifieke risicobeheerfunctie binnen de onderneming. Daarnaast deed het rapport aanbevelingen aan de beheerder voor verbeteringen in het systeem. Daarbij werd echter opgemerkt dat geen van de te verbeteren aspecten een significant risico inhield voor het doeltreffend functioneren van EURO1. De ECB deed tevens een vervolgbeoordeling van de status van de gedane aanbevelingen als gevolg van de beoordeling van het systeem ten opzichte van de bedrijfscontinuïteitstoezichtsverwachtingen. De systeembeheerder had alle aanbevelingen geïmplementeerd. Ten slotte heeft de ECB, samen met vrijwillig meewerkende nationale centrale banken in het eurogebied, wijzigingen van de bedrijfsfunctionaliteit beoordeeld (bv. de implementatie van twee additionele liquiditeitsdistributievensters gedurende de openingstijden van EURO1). Het Eurosysteem kwam tot de conclusie dat deze veranderingen geen negatieve gevolgen zouden hebben voor de overeenstemming van EURO1 met de

kernbeginselen. Al met al heeft EURO1 in 2011 probleemloos gefunctioneerd en zijn er geen incidenten geweest.

## **CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT-SYSTEEM**

Het Continuous Linked Settlement-systeem (CLS-systeem) werd in 2002 gelanceerd en wordt beheerd door CLS Bank International (CLS Bank). Het systeem biedt betalingsdiensten in meerdere valuta's voor de gelijktijdige verrekening van betaalopdrachten met betrekking tot valutatransacties. Dankzij het betaling-tegen-betalingsmechanisme worden de hoofdsomrisico's die verband houden met de verrekening van valutatransacties door CLS vrijwel geëlimineerd. Het CLS-systeem wikkelt momenteel af in 17 van 's werelds meest verhandelde valuta's, waaronder de euro. Aangezien CLS Bank is gevestigd in de Verenigde Staten, draagt het Federal Reserve System de primaire toezichtverantwoordelijkheid voor CLS binnen een coöperatieve toezichtregeling met de centrale banken van de G10 en de centrale banken van de door CLS verrekende valuta's. De ECB neemt, in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van het eurogebied, deel aan deze coöperatieve toezichtregeling en heeft de primaire verantwoordelijkheid voor het toezicht op de verrekeningen in euro door CLS.

In 2011 was het coöperatieve toezicht op CLS voornamelijk gericht op het bewaken van nieuwe zakelijke ontwikkelingen en initiatieven door CLS.

## **SWIFT**

SWIFT is vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit van belang aangezien het veilige berichtendiensten biedt aan de financiële gemeenschap in meer dan 210 landen in de wereld. SWIFT is een in België gevestigde coöperatieve onderneming met beperkte aansprakelijkheid. Door middel van hun deelname in het coöperatieve toezicht van de G10 op SWIFT dragen de ECB en enkele andere nationale centrale banken van het Eurosysteem bij tot verschillende toezichthoudende activiteiten die door de groep toezichthouders

worden verricht. Binnen deze groep is de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique de primair verantwoordelijke toezichthouder.

In 2011 bleven de toezichthoudende activiteiten gericht op de tenuitvoerlegging van het gespreidearchitectuurprogramma, met name door de constructie van een aanvullend operationeel centrum in Europa. Bovendien volgden de toezichthouders nauwgezet hoe het in 2011 geïnitieerde FIN-toepassingsproject nieuw werd vormgegeven. Andere belangrijke activiteiten in 2011 omvatten de evaluatie van de operationele prestaties en beschikbaarheid van SWIFT-diensten; het bewaken van nieuwe projecten met een potentiële impact op de betrouwbaarheid, integriteit en beschikbaarheid van de kritieke diensten van SWIFT; en de evaluatie van de mogelijke impact van een kostenoptimalisatieprogramma bij SWIFT op de veerkracht en beschikbaarheid van berichtendiensten. In 2011 bedroeg het beschikbaarheidsniveau van het SWIFTNet FIN-netwerk 99,999%.

## **5.2 RETAILBETALINGSSYSTEMEN EN -INSTRUMENTEN**

Het Eurosysteem is ook verantwoordelijk voor het toezicht op retailbetalingssystemen en -betalinginstrumenten. In 2003 gaf de Raad van Bestuur zijn goedkeuring aan toezichtnormen voor retailbetalingssystemen, die zijn afgeleid van de kernbeginselen. Deze normen worden momenteel beoordeeld en daarnaast zijn toezichtverwachtingen voor koppelingen tussen retailbetalingssystemen in ontwikkeling.

De ECB is de primair verantwoordelijke toezichthouder van het STEP2-systeem, een pan-Europese geautomatiseerde clearinginstelling voor retailbetalingen in euro die wordt beheerd en geëxploiteerd door EBA CLEARING. STEP2 verwerkt verschillende soorten retailbetalingen, zoals SEPA-conforme transacties (SEPA-overboekingen en SEPA-automatische incasso's) en transacties op basis van nationale technische

normen waarvoor de diensten beperkt zijn tot het respectieve nationale bankwezen (bv. in Italië).

In oktober 2011 is een nieuwe afwikkelingsdienst opgezet speciaal voor Ierse banken ("STEP2 Irish Service"). STEP2 regelt de afwikkeling van de waarden van betalingstransacties die bilateraal worden uitgewisseld tussen de Ierse banken via het binnenlandse retailbetalingssysteem dat wordt geëxploiteerd door de Ierse Retail Electronic Clearing Company Ltd. De afwikkeling vindt plaats in het TARGET2-systeem op voorgefinancierde TARGET-subrekeningen van de betreffende Ierse banken. De ECB heeft de nieuwe dienst vóór ingebruikname beoordeeld in het licht van de toepasselijke toezichtnormen en kwam tot de conclusie dat de nieuwe dienst geen negatief effect heeft op de conformiteit van het STEP2-systeem met de toezichtnormen.

In 2011 heeft het Eurosysteem de afzonderlijke toezichtbeoordelingen afgerond van kaartbetalingssystemen in het eurogebied en heeft verdere vooruitgang geboekt met de toezichtbeoordelingen van internationale kaartbetalingssystemen.

Bovendien heeft de Raad van Bestuur in mei 2011 zijn goedkeuring gehecht aan het mandaat voor het Europees forum voor beveiliging van retailbetalingen. Het forum, een vrijwillig samenwerkingsverband van met name toezichthouders op betalingsdienstaanbieders, richt zich op het delen van kennis over en verbeteren van inzicht in kwesties die verband houden met de veiligheid van retailbetalingen. In 2011 lag de focus van het forum op de veiligheid van internetbetalingen met behulp van betaalkaarten, overboekingen en incasso's, met als doel aanbevelingen te doen op dit gebied.

## **5.3 CLEARING EN AFWIKKELING VAN EFFECTEN EN DERIVATEN**

Het Eurosysteem heeft groot belang bij de goede werking van effectenclearing- en -afwikkelingssystemen, aangezien tekortkomingen in de clearing, afwikkeling



en bewaring van effecten 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.

### **MARKTINFRASTRUCTUREN VOOR OVER-THE-COUNTER (OTC)-DERIVATEN**

Als onderdeel van de follow-up op het in 2009 tijdens de G20-top in Pittsburgh gegeven mandaat<sup>29</sup>, betrof het belangrijkste wetgevingsinitiatief in de EU gedurende 2011 een voorstel voor een verordening betreffende OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, ook wel de Europese Marktinfrastructuurverordening genoemd, dat in september 2010 werd uitgebracht. De voorgestelde verordening beoogt gevolg te geven aan het G20-mandaat betreffende de verplichte clearing en rapportage aan transactieregisters van OTC-derivaten en tevens voor de eerste keer een gemeenschappelijk kader in de EU vast te stellen voor centrale-tegenpartijenafwikkeling (CCP) bij alle financiële producten. In haar advies van 13 januari 2011 heeft de ECB haar bezorgdheid geuit over het feit dat het voorgestelde kader de competenties en de noodzaak van betrokkenheid van de centrale banken met betrekking tot de CCP's en transactieregisters niet voldoende zou weerspiegelen; het zou ook nodig zijn om de eisen voor samenwerking tussen de regelgevers, toezichthouders en uitgevende centrale banken aan te scherpen. Daarnaast heeft de EU gevolg gegeven aan het G20-mandaat met betrekking tot de elektronische handel in OTC-derivaten, als onderdeel van haar bredere herziening van de MiFID-richtlijn (Markets in Financial Instruments Directive). Op 20 oktober 2011 heeft de Europese Commissie wetgevende voorstellen gedaan voor herziening van de MiFID-richtlijn, die werden beoordeeld door de ECB.

Een belangrijk initiatief met betrekking tot het opstellen van normen is de herziening van de internationale beginselen voor financiële-marktinfrastructuren met als doel het harmoniseren en, waar nodig, versterken van bestaande internationale normen voor betalingssystemen die van systeembelang

zijn, centrale effectenbewaarinstellingen, effectenafwikkelingsystemen en CCP's. Gezien het toenemende gebruik en het systeembelang van CCP's op het gebied van OTC-derivaten en het feit dat systeemkritische infrastructuren en autoriteiten in toenemende mate afhankelijk zijn van de nauwkeurigheid en beschikbaarheid van transactieregistergegevens voor de uitvoering van hun eigen taken, omvatten de herziene normen tevens aanvullende richtsnoeren voor OTC-derivaten, CCP's en transactieregisters. In maart 2011 hebben de CPSS en de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) een adviesnota opgesteld over de ontwerpgrondslagen voor financiële-marktinfrastructuren, die in de loop van het eerste kwartaal van 2012 klaar zouden moeten zijn.

Op 11 oktober 2011 heeft de FSB in zijn tweede voortgangsverslag over de hervorming van de OTC-derivatenmarkt gewezen op de noodzaak om het tempo van de wet- en regelgeving te versnellen, en om de multilaterale en bilaterale dialoog te intensiveren ter redressering van overlappingsen, lacunes en strijdigheden in de benaderingswijzen van de autoriteiten. De ECB, die bij de werkzaamheden van zowel de CPSS-IOSCO als de FSB betrokken was, ondersteunt deze conclusies ten volle. De ECB is ook van mening dat de consequente toepassing van internationale normen in alle rechtsgebieden een cruciaal element zal zijn om te komen tot een coherent regelgevings- en toezichtkader dat nodig is om de veiligheid en efficiëntie van wereldwijde OTC-derivatenmarkten te waarborgen.

### **TARGET2-SECURITIES**

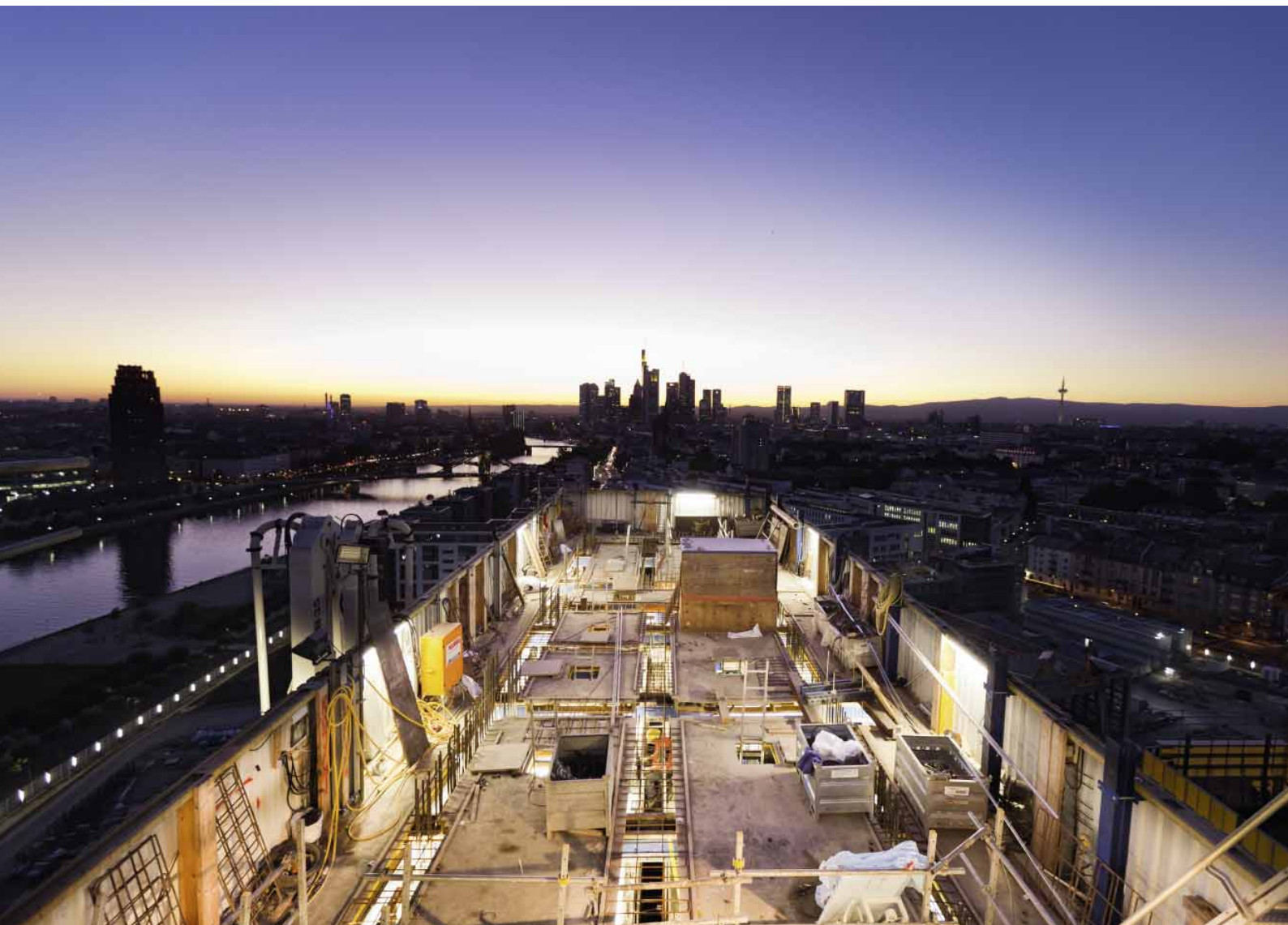
TARGET2-Securities (T2S) is een afwikkelingsdienst die beoogt één enkel grensoverschrijdend effectendepot en één enkel centraal en neutraal afwikkelingsproces te

<sup>29</sup> Op de G20-top in Pittsburgh in 2009 is besloten dat alle gestandaardiseerde OTC-derivatencontracten moeten worden verhandeld op beurzen of elektronische handelsplatformen, waar nodig, en uiterlijk eind 2012 moeten worden afgewikkeld door centrale tegenpartijen. OTC-derivatencontracten dienen bij transactieregisters te worden gemeld. Niet centraal afgewikkelde contracten moeten worden onderworpen aan hogere kapitaaleisen.

bieden. De Ecofin-Raad benadrukte in 2007 dat de op centrale effectenbewaarinstellingen van toepassing zijnde toezichtregelingen veilig en efficiënt dienen te blijven, en dat de implicaties van T2S voor deze regelingen derhalve daartoe dienen te worden geanalyseerd.

Alle bevoegde instanties met een gewettigd belang bij de goede werking van T2S zijn lid van een groep die de informatie-uitwisseling coördineert en werkzaamheden verricht die verband houden met het toezicht op T2S-diensten in de ontwikkelingsfase, d.w.z. toezichthouders op centrale effectenbewaarinstellingen en betalingsinfrastructuren die gebruik maken van T2S-diensten, toezichthouders die verantwoordelijk zijn voor kritieke infrastructuren, toezichthouders met bevoegdheden inzake de toetreding van centrale effectenbewaarinstellingen tot T2S, en de centrale banken uit niet-eurolanden die valuta's uitgeven die in aanmerking komen voor verrekening in T2S. Tot dusver blijven alle bevoegde autoriteiten hun steun geven aan het idee om een samenwerkingsverband op te zetten voor het toezicht op T2S-diensten. Niettemin kan dat in dit stadium niet worden gerealiseerd omdat nog steeds wordt gewerkt aan het vaststellen van de verantwoordelijkheden van T2S en de centrale effectenbewaarinstellingen.

Gedurende 2011 vond een uitgebreide eerste evaluatie plaats van de beschikbare documentatie met betrekking tot het T2S-ontwerp, waarbij alle bevoegde instanties betrokken waren. In het bijzonder werd het T2S-ontwerp beoordeeld tegen de ESCB/CESR-aanbevelingen voor effectenafwikkelingssystemen uit 2009, en werden een aantal aanpassingen gedaan vanwege de specifieke kenmerken van het T2S-ontwerp. De Raad van Bestuur en de Europese Autoriteit voor effecten en markten deden ook een aantal suggesties aan de T2S-Programmaraad ter bevordering van de naleving van de aanbevelingen. Gezien de lopende ontwikkelingen binnen het T2S-project zullen de bevindingen van de evaluatie worden bijgewerkt zodra de betreffende documentatie beschikbaar komt.



Sinds juli 2011 torent het skelet van de hoogbouw uit boven de Großmarkthalle. Eind december 2011 was men met de twee torens tot de eenentwintigste verdieping gevorderd.

## HOOFDSTUK 4

# EUROPESE AANGELEGENHEDEN

## I BELEIDS- EN INSTITUTIONELE AANGELEGENHEDEN

Ten gevolge van de aanhoudende financiële en economische crisis heeft 2011 een toename te zien gegeven van de frequentie van de vergaderingen op EU- en eurogebiedniveau en een algemene intensivering van de contacten tussen de Europese instellingen en fora die betrokken zijn bij het bepalen van de beleidsreactie van Europa, met name de Europese Raad, de Ecofin-Raad, de Eurogroep, de Europese Commissie, het Europees Parlement en de ECB.

De President van de ECB nam regelmatig deel aan vergaderingen van de Eurogroep en aan vergaderingen van de Ecofin-Raad wanneer daar zaken in verband met de doelstellingen en taken van het ESCB werden besproken. Daarnaast werd de President van de ECB uitgenodigd voor vergaderingen van de Europese Raad en voor informele bijeenkomsten van de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied, wanneer daar onderwerpen werden besproken die verband hielden met de beleidsreactie van de EU op de economische en financiële crisis. De Voorzitter van de Eurogroep en de Commissaris voor Economische en Monetaire Zaken waren aanwezig bij vergaderingen van de Raad van Bestuur van de ECB wanneer zij dit passend achtten.

### VERBETERING VAN DE CRISISBEHEERSING OP EUROPEES NIVEAU

Als onderdeel van een pakket maatregelen in reactie op de crisis, kwam de Europese Raad op 24 en 25 maart 2011 overeen een permanent crisisbeheersingsmechanisme op te zetten, het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM). Het ESM zal onder strikte voorwaarden steun verlenen aan landen van het eurogebied indien is vastgesteld dat deze onontbeerlijk is om de financiële stabiliteit in het eurogebied als geheel te waarborgen. Na een beperkte wijziging van het Verdrag (Artikel 136) en gezien het door de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied genomen besluit het van kracht worden van deze wijziging te versnellen, is het de bedoeling dat het ESM in juli 2012 in werking treedt. Het ESM vervangt in de toekomst zowel de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (EFSF) als het Europees

Financieel Stabilisatiemechanisme (EFSM), die in 2010 als tijdelijke instrumenten zijn opgezet.

Tijdens hun vergadering van 11 maart 2011 kwamen de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied overeen de effectieve kredietverschaffingscapaciteit van de EFSF tot €440 miljard te verhogen en te zorgen voor een effectieve kredietverschaffingscapaciteit van het ESM van €500 miljard. Daarna, op 21 juli 2011, kwamen zij overeen de flexibiliteit van de EFSF en het toekomstige ESM te vergroten door deze toe te staan tot actie over te gaan op grond van een op voorzorg gericht programma, de herkapitalisering van financiële instellingen te financieren door middel van leningen aan de deelnemende lidstaten, en te interveniëren in de primaire en secundaire markten voor overheidsobligaties. Op 9 december 2011 werden verdere belangrijke overeenkomsten bereikt, bijvoorbeeld over de invoering van een noodprocedure in het stemreglement van het ESM. Bovendien werd, wat betreft de betrokkenheid van de particuliere sector, nog eens bevestigd dat de algemeen geaccepteerde beginselen en praktijken van het IMF strikt zouden worden nagevolgd.

Wat betreft de betrokkenheid van de ECB: de President van de ECB zal als waarnemer aanwezig zijn bij de vergaderingen van de Raad van Bestuur van de EFSF en van het toekomstige ESM. Daarnaast zal de Europese Commissie samenwerken met de ECB en het IMF bij het in kaart brengen van risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied als geheel. In samenspraak met de Commissie en het IMF zullen medewerkers van de ECB ten aanzien van een land dat om financiële-stabiliteitssteun vraagt een strenge schuldhoudbaarheidsanalyse uitvoeren. De Commissie, bijgestaan door de ECB en het IMF, zal verantwoordelijk zijn voor het ontwerp van het programma en voor de controle in het kader ervan. De ECB neemt regelmatig deel aan gezamenlijke delegaties met de Commissie en het IMF naar programmalanden om de met betrekking tot de overeengekomen voorwaarden geboekte vooruitgang te

beoordelen en een bijdrage te leveren aan de reguliere programmabeoordelingen. Interventies van de EFSF en het ESM in de secundaire obligatiemarkt zullen kunnen worden verricht op grond van een door de ECB uitgevoerde analyse die uitgaat van het bestaan van uitzonderlijke omstandigheden in de financiële markten en van risico's voor de financiële stabiliteit.

### **VERBETERING VAN HET ECONOMISCH BESTUUR IN DE EU**

In reactie op de financiële en economische crisis hebben de Raad van de Europese Unie (EU-Raad) en het Europees Parlement in 2011 een pakket aan wetten aangenomen om het economisch bestuur van de EU binnen het kader van het Verdrag te versterken.<sup>1</sup> De ECB is van oordeel dat het pakket een aantal stappen in de goede richting bevat om het begrotingstoezicht te versterken en de daadwerkelijke handhaving van begrotingsdiscipline te verbeteren. Met name is het Stabiliteits- en Groeipact enigermate versterkt door middel van verbeterde controle en meer automatische besluitvormingsprocedures dankzij de introductie van het nemen van besluiten op basis van een "omgekeerde" gekwalificeerde meerderheid van stemmen. Bepaalde aanbevelingen van de Commissie zullen worden geacht te zijn aangenomen, tenzij de EU-Raad deze met een gekwalificeerde meerderheid van stemmen binnen een bepaalde periode verworpt. Bovendien is meer nadruk komen te liggen op het overheidsschuld criterium en de houdbaarheid van overheidsfinanciën op de lange termijn. Bij de hervorming zijn tevens uitgaven-benchmarks en minimumvereisten voor nationale begrotingskaders ingevoerd. Voorts zijn vroegtijdiger en meer getrapte financiële en niet-financiële sancties ingevoerd om naleving van het Stabiliteits- en Groeipact door de lidstaten te bevorderen. Bovendien is, om een belangrijk gat in het toezichtskader te dichten, een nieuwe macro-economische toezichtsprocedure, met zowel preventieve als correctieve instrumenten, opgezet. Ter aanvulling op de Europa 2020-strategie

(zie hieronder) is deze nieuwe procedure specifiek gericht op het aanpakken van macro-economische onevenwichtigheden en verslechterend concurrentievermogen.

Daarnaast zijn de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied op 26 oktober 2011 overeengekomen ten minste elk half jaar een Euro-topconferentie te beleggen om strategische oriëntaties betreffende het economisch en begrotingsbeleid in het eurogebied te verschaffen en om bij binnenlandse beleidsbeslissingen de eurogebieddimensie zwaarder te laten meewegen. Ook werd overeengekomen dat de Voorzitters van de Euro-top, de Commissie en de Eurogroep ten minste een maal per maand bijeen zullen komen; de President van de ECB kan hiervoor eveneens uitgenodigd worden.<sup>2</sup>

Op 9 december werden de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied het eens over een versterkte architectuur voor de EMU waarin een nieuw begrotingsverdrag zou worden opgenomen, in de vorm van een "Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie". Dit Verdrag, dat in overeenstemming is met de wetgeving van de EU, is bedoeld als een belangrijke stap voorwaarts naar nauwere en onomkeerbare economische en begrotingsintegratie en naar sterker bestuur in het eurogebied. Het staat open voor lidstaten die geen deel uitmaken van het eurogebied en is in maart 2012 ondertekend door de staatshoofden en regeringsleiders van alle landen van de EU, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië. Het zal in werking treden nadat het is geratificeerd door ten minste twaalf landen van het eurogebied.

Ondanks de geboekte vooruitgang op het terrein van versterking van het economisch bestuur is de ECB van oordeel dat de hervormingen

1 De ECB heeft haar beoordeling van de door de Commissie gedane voorstellen neergelegd in haar advies inzake hervorming van de economische governance in de Europese Unie (CON/2011/13) van 16 februari 2011.  
2 De Presidenten van de Europese Toezichhoudende Autoriteiten en de CEO van de EFSF en Managing Director van het ESM kunnen op ad-hocbasis eveneens worden uitgenodigd.

nog verder hadden moeten gaan. Met name een van de essentiële aspecten van de vereiste “grote sprong voorwaarts” in het economisch bestuur – meer automatische besluitvorming door zo maximaal mogelijk gebruik te maken van een “omgekeerde” gekwalificeerde meerderheid van stemmen – is tot nog toe slechts gedeeltelijk verwezenlijkt. Bovendien blijft het, wat betreft het nieuwe macro-economische toezichtskader, van cruciaal belang dat de effectiviteit van het nieuwe mechanisme niet wordt verzwakt door zijn brede toepassingsgebied, ook in termen van de gebruikte indicatoren, zodat het onevenwichtigheden en kwetsbaarheden in een vroeg stadium kan corrigeren.

#### **HET EUROPEES SEMESTER EN DE EUROPA 2020-STRATEGIE**

Op basis van de Europa 2020-strategie voor banen en verstandige, duurzame en inclusieve groei, heeft het door de EU uitgeoefende toezicht op het economisch beleid van de lidstaten nu de vorm gekregen van een jaarlijkse cyclus, die bestaat uit een Europees en een nationaal semester. In het kader van dit nieuwe proces worden het economisch toezicht en het begrotingstoezicht, hoewel zij juridisch gescheiden blijven, op elkaar afgestemd om op die manier de algehele consistentie van het beleidsadvies aan lidstaten te verbeteren. Het eerste Europese semester is in januari 2011 begonnen met de publicatie van de “Jaarlijkse Groeianalyse” van de Commissie, waarin de voornaamste beleidsuitdagingen voor de lidstaten zowel als de EU en het eurogebied in kaart werden gebracht. De Europese Raad verschaftte tijdens zijn vergadering op 24 en 25 maart 2011 een strategische leidraad waarmee de lidstaten bij het opstellen van hun stabiliteits- en convergentieprogramma’s en hun nationale hervormingsprogramma’s rekening dienden te houden. Na bestudering van deze programma’s heeft de Ecofin-Raad in juni 2011 aan elke lidstaat beleidsaanbevelingen gedaan vóór de goedkeuring van de nationale begrotingen en andere beleidsmaatregelen die plaatsvindt in de tweede helft van het jaar. In de in november 2011 gepubliceerde “Jaarlijkse Groeianalyse” gaf de Commissie een beoordeling van de

mate waarin de beleidsaanbevelingen op EU-niveau door de lidstaten worden nageleefd en specificeerde zij de beleidsuitdagingen voor 2012, met name verwezenlijking van op groei gerichte begrotingsconsolidatie, herstel van normale kredietverschaffing aan de economie, bevordering van groei en concurrentievermogen, aanpakken van de werkloosheid en de maatschappelijke consequenties van de crisis, en modernisering van het openbaar bestuur.

Naar het oordeel van de ECB kan, hoewel het nog te vroeg is om ten volle de effectiviteit van het Europese semester wat betreft verbetering van de uitvoering van begrotings- en structureel beleid in de lidstaten te kunnen beoordelen, het kader bijdragen aan een geïntegreerder en consistentere benadering ten aanzien van economisch beleid en toezicht. Over het geheel genomen blijft het van belang de *peer pressure* te handhaven en ervoor te zorgen dat beleidsaanbevelingen aan de lidstaten tijdens het toezichtsproces niet worden afgezwakt.

Als een verdere stap ter verbetering van het economisch bestuur in het eurogebied presenteerde de Commissie in november 2011 twee voorstellen voor verordeningen ter versterking van het begrotingstoezicht op de landen van het eurogebied die kampen met, of bedreigd worden door, ernstige problemen ten aanzien van hun financiële stabiliteit, en ter controle en beoordeling van voorstellen voor nationale begrotingsvoornemens om zo het voorkomen en tijdig corrigeren van buitensporige tekorten te vergemakkelijken. Deze voorstellen worden thans door de EU-Raad en het Europees Parlement bestudeerd.

#### **HET EURO PLUS PACT**

Tijdens hun ontmoeting op 11 maart 2011 hebben de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied een Pact voor de Euro aangenomen. Het Pact beoogt de economische pijler van de EMU verder te versterken en de beleidscoördinatie kwalitatief te vernieuwen, waarbij de aandacht vooral uitgaat naar onder

de nationale bevoegdheid vallende terreinen die van essentieel belang zijn voor het verbeteren van het concurrentievermogen en het vermijden van schadelijke onevenwichtigheden. De voortgang zal worden gecontroleerd in de context van het Europese semester. Het Pact staat tevens open voor lidstaten die niet deel uitmaken van het eurogebied, en omdat het is ondertekend door Bulgarije, Denemarken, Letland, Litouwen, Polen en Roemenië is het omgedoopt tot “Euro Plus Pact”. De ECB verwelkomde de concrete toezegging van de deelnemende lidstaten bijzonder ambitieuze actie te ondernemen op terreinen als concurrentievermogen, werkgelegenheid en de houdbaarheid van overheidsfinanciën op de lange termijn, waarbij verder werd gegaan dan wat reeds was overeengekomen.

#### **HET STABILITEITS- EN GROEIPACT**

In 2011 liep er ten aanzien van alle lidstaten, met uitzondering van Estland, Luxemburg, Finland en Zweden, een buitensporigetekortprocedure. Voor Finland werd de buitensporigetekortprocedure opgeheven door een op 12 juli 2011 door de Ecofin-Raad genomen besluit, nadat uit gegevens van Eurostat was gebleken dat het tekort van het land in 2010 onder 3% bbp was gebleven. Voor Bulgarije, Hongarije en Malta was de deadline om het overheidstekort onder 3% bbp te brengen eind 2011, voor België, Italië, Cyprus, Letland, Litouwen, Polen en Roemenië 2012, en voor de overige landen ten aanzien waarvan een buitensporigetekortprocedure loopt (met inbegrip van de landen die vallen onder een EU-IMF-programma) 2013 of daarna.

De ECB heeft waardering voor de consolidatie-inspanningen die worden verricht door de landen van het eurogebied. Deze inspanningen zijn van essentieel belang om terug te keren tot gezonde begrotingsposities. Voor enkele landen van het eurogebied ten aanzien waarvan een buitensporigetekortprocedure loopt, was de structurele aanpassing in 2011 echter kleiner dan vereist. Gezien de risico's voor een tijdige en duurzame correctie van de buitensporige

tekorten steunt de ECB een intensivering van de buitensporigetekortprocedures en onmiddellijke tenuitvoerlegging van de versterkte Stabiliteits- en Groeipactprocedures, die in januari 2012 van kracht zijn geworden.



## 2 ONTWIKKELINGEN IN EN BETREKKINGEN MET KANDIDAATLANDEN VAN DE EU

In 2011 is verdere vooruitgang geboekt met de EU-uitbreidingsagenda, met name in Kroatië. De EU-lidstaten hebben in juni 2011 de toetredingsonderhandelingen met Kroatië afgerond. Het Toetredingsverdrag is op 9 december 2011 in Brussel ondertekend, en de toetreding wordt voorzien voor 1 juli 2013. Dientengevolge zijn leden van de Hrvatska narodna banka (de Kroatische centrale bank) uitgenodigd als waarnemers de vergaderingen van de Algemene Raad van de ECB en van de ESCB-Comités bij te wonen. Wat betreft de resterende kandidaatlanden (d.w.z. de landen waarvan de EU een aanvraag voor EU-lidmaatschap heeft geaccepteerd), werden de toetredingsonderhandelingen met Turkije (die in oktober 2005 zijn geopend) en met IJsland (die in juli 2010 zijn geopend) voortgezet. Na Montenegro in december 2010 kandidaatstatus te hebben verleend, is de Europese Raad in december 2011 van start gegaan met het toetredingsproces voor dit land, met de bedoeling in juni 2012 de toetredingsonderhandelingen te openen. In maart 2012 besloot de Europese Raad tevens Servië kandidaatstatus te verlenen. De Europese Commissie herhaalde haar aanbeveling toetredingsonderhandelingen te openen met de voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië, die sinds 2005 kandidaatland is, maar een datum daarvoor is nog niet vastgesteld.

alsook met die van andere landen, verder onderhouden door middel van programma's voor technische samenwerking (zie Paragraaf 2 van Hoofdstuk 5).

De ECB heeft in 2011 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 ECB heeft jaarlijkse beleidsdialogen op hoog niveau georganiseerd met de Centrale Bank van de Republiek Turkije en Hrvatska narodna banka. De betrekkingen tussen de ECB en de Centrale Bank van IJsland werden versterkt en een delegatie van deze centrale bank onder leiding van Gouverneur Már Guðmundsson werd in september 2011 in Frankfurt ontvangen. Daarnaast werden de nauwe betrekkingen met de centrale banken van de kandidaatlanden,





Beide kantoortorens vorderen op dit moment met een verdieping per week, maar de ene wordt uiteindelijk hoger dan de andere. De noordtoren wordt vijfenvestig verdiepingen, de zuidtoren drieënveertig. Op zijn hoogste punt wordt de hoogbouw (antenne niet meegerekend) zo'n 185 meter hoog.

Sinds afgelopen zomer zijn rondom de bovenkanten van de twee torens een soort gele "vangnetten" gespannen. Die bieden beschutting, zodat de bekisting en het betonstorten ook bij slecht weer en harde wind kunnen doorgaan zonder dat de bouwvakkers gevaar lopen, zelfs niet op grote hoogte.

**HOOFDSTUK 5**

**INTERNATIONALE  
AANGELEGENHEDEN**

# I BELANGRIJKE ONTWIKKELINGEN IN 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 voor de uitvoering van het economisch beleid in het eurogebied van zeer groot belang de ontwikkelingen in het mondiale economische klimaat te volgen en te analyseren. De ECB speelt tevens een belangrijke rol in het proces van internationaal multilateraal toezicht op het macro-economisch beleid, dat op centralebankniveau voornamelijk wordt gecoördineerd door de BIB. De ECB neemt ook deel aan de relevante vergaderingen van andere internationale organisaties zoals het IMF en de OESO, alsmede fora als de bijeenkomsten van de ministers van Financiën en centralebankpresidenten van de G20 en G7.

Het internationale economische klimaat in 2011 werd gekenmerkt door een vertraging van het economisch herstel, waarbij volgens het IMF de groei van de geavanceerde economieën daalde tot 1,6% (ten opzichte van 3,2% in 2010) en voor de opkomende en ontwikkelende economieën tot 6,2% (ten opzichte van 7,3% in 2010). Tegelijkertijd namen de externe onevenwichtigheden, die in 2009 in de context van de mondiale financiële crisis waren verminderd, niet verder af en bleven deze in 2011 op verhoogd niveau. De belangrijkste landen met een overschot en met een tekort zijn *au fond* dezelfde gebleven. Net zoals in de afgelopen jaren was de lopende rekening van het eurogebied in 2011 globaal in evenwicht. De ECB heeft in 2011 bij verschillende gelegenheden met nadruk gewezen op de risico's en verstoringen die zich zouden voortdoen indien mondiale onevenwichtigheden zich op onhoudbaar niveau zouden handhaven, en gaf uitdrukkelijk haar steun aan het weer in evenwicht brengen van de mondiale vraagpatronen. In termen van structurele factoren die zouden helpen de mondiale onevenwichtigheden aanzienlijk te verminderen, zouden landen met een extern tekort de binnenlandse besparingen moeten opvoeren, het begrotingstekort moeten terugdringen en de agenda voor structurele hervormingen moeten voltooien. Zo ook zouden economieën

met een extern overschot een aanzienlijke bijdrage kunnen leveren door de binnenlandse consumptie te verhogen, uitgebreidere sociale vangnetten te ontwikkelen, hervormingen van de financiële markt door te voeren en de wisselkoersflexibiliteit te vergroten.

In dit kader nam de ECB deel aan de besprekingen tussen de ministers van Financiën en de centralebankpresidenten van de G20, die in april 2011 leidden tot een overeenkomst over een reeks "Indicatieve richtlijnen voor de beoordeling van hardnekkig grote onevenwichtigheden". De ECB was tevens, op het niveau van de ministers van Financiën en centralebankpresidenten, betrokken bij het opstellen van een G20-Actieplan, dat in november 2011 door de leiders van de G20 is goedgekeurd. Dit plan beoogt kortetermijnkwetsbaarheden aan te pakken, de financiële instabiliteit te verminderen en beleidsvoornemens van leden van de G20 in kaart te brengen die zullen helpen de basis te leggen voor duurzame en evenwichtige groei op de middellange termijn.

Op het eurogebied zelf, tenslotte, wordt eveneens internationaal beleidstoezicht uitgeoefend door het IMF en de OESO. In 2011 verrichte het IMF zijn reguliere beoordeling van het monetaire, financiële en economische beleid van het eurogebied, als aanvulling op zijn beoordelingen van de individuele landen van het eurogebied. Het IMF produceerde twee rapporten over het door het eurogebied gevoerde beleid, waarin ook gekeken werd naar het financiële stabiliteitskader van de EU<sup>1</sup>. In de context van een nieuwe toezichtsronde door het IMF nam het eurogebied (naast de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, China en Japan) deel aan besprekingen over grensoverschrijdende doorwerking van beleid.<sup>2</sup>

1 "Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Staff Report", IMF Country Report No 11/184, juli 2011, en "Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise", IMF Country Report No 11/186, juli 2011.

2 "Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues", IMF Country Report No 11/185, juli 2011.

## HERVORMINGEN IN HET INTERNATIONALE INSTITUTIONELE KADER

De inrichting en de werking van het internationale monetaire stelsel blijft voor de internationale gemeenschap een belangrijke kwestie. In 2011 bleef het G20-forum van systeemrelevante geavanceerde en opkomende economieën, waaronder de EU, de internationale samenwerking bevorderen, met als doel het hoofd te bieden aan de aanhoudende mondiale economische en financiële uitdagingen en sterker, duurzamer en evenwichtiger groei te bevorderen.

Tijdens hun zesde topontmoeting in Cannes in november 2011 gaven de leiders van de G20 een vervolg aan de toezeggingen die zij in september 2009 hadden gedaan tijdens hun vergadering in Pittsburgh, waar zij het kader voor sterke, duurzame en evenwichtige groei hadden gelanceerd. Het doel van dit kader is de overgang van crisisrespons naar een sterk, duurzaam en evenwichtig patroon van mondiale groei, in goede banen te helpen leiden. Het kader voorziet een proces van onderlinge beoordeling van hoe op nationaal en regionaal niveau beleid en beleidskaders van de G20-leden bij elkaar passen en of deze in overeenstemming zijn met de doelstelling van het kader. De leiders van de G20 bereikten eveneens overeenstemming over een reeks conclusies ter sturing van het beheer van kapitaalstromen, en over een actieplan voor markten voor obligaties in de lokale valuta. Daarnaast, ter erkenning van het toenemend belang van regionale financieringsarrangementen, kwam de G20 gemeenschappelijke beginselen voor samenwerking tussen het IMF en regionale financieringsarrangementen overeen. Deze maatregelen beogen een stabielere en veerkrachtigere internationaal monetaire stelsel te helpen verwezenlijken. In dit kader richtten de besprekingen zich ook op het toezicht door het IMF, de kredietverschaffingsinstrumenten van het IMF, de middelen van het IMF en het mandje bijzondere trekkingsrechten (SDR's)<sup>3</sup>, en op werkzaamheden ten aanzien van de beoordeling van ontwikkelingen in de mondiale liquiditeit en de analyse van factoren de opbouw van reserves bepalen.

In vervolg op de door de G20-leiders tijdens hun topontmoeting in Londen in april 2009 gedane toezegging de voor internationale financiële instellingen beschikbare middelen te verhogen, traden in maart 2011 de hervormde en uitgebreide Nieuwe Leningsovereenkomsten (New Arrangements to Borrow ofwel NAB's)<sup>4</sup> in werking. Het aantal deelnemers aan de NAB's werd uitgebreid van 26 naar 40, en het totale bedrag van deze kredietlijnen aan het IMF steeg van SDR 34 miljard naar SDR 370 miljard. De meest bilaterale kredietnemingsovereenkomsten en overeenkomsten voor de aankoop van *notes* die sinds 2009 zijn afgesloten tussen het IMF en zijn lidstaten, ten bedrage van rond SDR 180 miljard, zullen in de loop der tijd in de NAB's worden geïncorporeerd. In november 2011 stemde het IMF erin toe zijn kredietverschaffingsinstrumenten verder aan te passen om in te spelen op de liquiditeitsbehoeften van landen met sterke fundamentals die met besmetting te maken hebben gekregen. In dit kader werd besloten de flexibiliteit van de in augustus 2011 geïntroduceerde Precautionary Credit Line te vergroten door leden met *werkelijke* betalingsbalansbehoeften toe te staan deze te gebruiken en door naast de bestaande opties van één- en tweejaars arrangementen tevens zesmaands arrangementen toe te staan. Op grond van deze veranderingen werd de Precautionary Credit Line omgedoopt tot Precautionary and Liquidity Line.<sup>5</sup>

De G20 en de Raad van Bewindvoerders van het IMF wisselden ook van gedachten over de samenstelling van het valutamandje op grond waarvan de waarde van de bijzondere trekkingsrechten wordt bepaald. Bevestigd werd dat de samenstelling van het mandje de relatieve rol van valuta's in het mondiale handels- en financiële stelsel zou moeten

- 3 Het bijzondere trekkingsrecht (special drawing right ofwel SDR) is een door het IMF en enkele andere internationale instellingen gehanteerde rekeneenheid, alsook een potentiële vordering op de vrijelijk te gebruiken valuta's van IMF-leden.
- 4 De NAB's zijn kredietarrangementen tussen het IMF en een groep landen en instellingen die lid zijn van het IMF die het IMF van aanvullende middelen voorzien.
- 5 De overige deelnamecriteria voor de Precautionary Credit Line zullen van toepassing blijven.

blijven weerspiegelen en dat de beginselen ten aanzien van de waardering van bijzondere trekkingsrechten, waaronder stabiliteit in termen van de belangrijkste valuta's, geldig bleven, hoewel nadere verduidelijking van de criteria voor toetreding tot het mandje zal worden gegeven. In het huidige uit vier valuta's bestaande mandje, is de bijdrage van de euro op 1 januari 2011 vastgesteld op 42,3 eurocent, ofwel 37,4% van het mandje op die dag.

Een van de kernactiviteiten van het IMF, toezicht, is in 2011 onderworpen aan de reguliere driejaarlijkse herziening. Daarbij werden de uit de mondiale financiële crisis getrokken lessen voor het toezicht in overweging genomen en werd de sinds 2008 geboekte voortgang (met inbegrip van de nieuwe zogeheten “spillover”-rapporten) geïnventariseerd. Men was het erover eens dat het toezichtskader meer geïntegreerd, evenwichtiger en effectiever zou moeten zijn, zodat het de risico's voor de economische en financiële stabiliteit, waaronder ook doorwerkingsrisico's, beter zou kunnen identificeren en tegengaan.

## 2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU

Net als in voorgaande jaren heeft het Eurosysteem seminars en workshops met centrale banken buiten de EU georganiseerd teneinde een beleidsdialoog te bevorderen. In dit verband nam de ECB, samen met de Europese Commissie, ook actief deel aan de macro-economische dialoog van de EU met belangrijke opkomende markteconomieën en de EU omringende landen. Daarnaast bleef de door het Eurosysteem verschaft technische samenwerking een belangrijk instrument voor versterking van het administratieve vermogen van centrale banken buiten de EU, met name in de omringende regio's van de EU, en voor verbetering van de naleving van Europese en internationale normen.

### BEVORDERING VAN DE BELEIDSDIALOOG

De ECB is haar betrekkingen met de centrale banken en monetaire autoriteiten van verschillende landen blijven uitbouwen. Zo nam de ECB bijvoorbeeld deel aan de macro-economische dialoog van de EU met Brazilië, Rusland, India en China.

In het kader van de bilaterale betrekkingen van de ECB met de People's Bank of China (PBC) besprak de ECB-PBC Working Group een breed scala van onderwerpen, zoals het weer in evenwicht brengen van de mondiale groei, monetairbeleidsuitdagingen, activaprijzsheepbellen en daarmee samenhangende risico's, hervorming en liberalisering van de financiële markten, en de internationale rol van valuta's.

Het zesde seminar op hoog niveau van het Eurosysteem en de Bank of Russia vond plaats op 3 en 4 februari 2011 in Frankfurt. De besprekingen richtten zich primair op de Russische economie, op de rol van geld en kredietverschaffing bij de uitvoering van het monetair beleid en op de nieuwe toezichtsstructuur in de EU en in Rusland.

Het zesde seminar op hoog niveau van centrale banken in de East Asia-Pacific-regio en het eurogebied vond op 27 en 28 juni 2011 plaats in Amsterdam, en werd gezamenlijk georganiseerd door de ECB, De Nederlandsche Bank, en

de Bank of Korea in haar hoedanigheid van voorzitter voor het jaar 2011 van de Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks. Het doel van het seminar was van gedachten te wisselen over belangrijke beleidskwesties van gezamenlijk belang en de betrekkingen tussen de monetaire autoriteiten van de twee regio's te versterken.

Op 5 en 6 juli 2011 organiseerde de ECB een economische conferentie over het opkomende Europa. Het voornaamste aandachtspunt van de conferentie, die werd gehouden in Frankfurt, was de effectiviteit van de beleidsreacties op de crisis, duurzame groei en convergentie, en de financiële stabiliteitsuitdagingen in Midden, Oost- en Zuidoost-Europa.

Het Eurosysteem hield een derde seminar op hoog niveau met de centrale banken en monetaire instanties van de lidstaten van de Gulf Cooperation Council, dat gezamenlijk werd georganiseerd door de ECB en de Central Bank of the United Arab Emirates en dat op 19 januari 2012 in Abu Dhabi plaatsvond. De bij het seminar aan bod gekomen onderwerpen waren de huidige economische, financiële en budgettaire uitdagingen in het eurogebied, de analyse van systeemrisico en het voorkomen van financiële crises, en de internationale monetaire en financiële architectuur.

### TECHNISCHE SAMENWERKING

Sinds 2003 heeft de ECB samen met de nationale centrale banken een aantal door de EU gefinancierde programma's voor technische samenwerking uitgevoerd ten behoeve van de EU omringende landen. Deze activiteit bereikte haar hoogtepunt begin 2011, toen de ECB het grootste aantal gelijktijdig lopende programma's in haar geschiedenis coördineerde.

De ECB en 21 nationale centrale banken<sup>6</sup> zijn op 1 februari 2011 begonnen steun te verlenen

<sup>6</sup> De nationale centrale banken van België, Bulgarije, Tsjechië, Duitsland, Estland, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Cyprus, Luxemburg, Hongarije, Nederland, Oostenrijk, Polen, Portugal, Roemenië, Slovenië, Slowakije, Finland en het Verenigd Koninkrijk.



aan de Nationale Bank van Servië in de vorm van een twee jaar durend, door de EU gefinancierd programma. Dit programma streeft ernaar de centrale bank dichter bij de EU-normen te brengen op elf terreinen, waaronder toezicht op de financiële sector, juridische harmonisatie, monetaire en wisselkoerstransacties, economische analyse en onderzoek, statistieken, betalingssystemen en financiële stabiliteit.

Aan het drie jaar durende programma voor technische samenwerking met de Bank of Russia, gefinancierd door de EU, kwam op 31 maart 2011 een einde. De ECB gaf, samen met acht nationale centrale banken van het eurogebied<sup>7</sup> en in samenwerking met de Autoriteit voor Financieel Toezicht in Finland, de Bank of Russia ondersteuning op de terreinen van banktoezicht en interne audit. Het doel van het programma was ondersteuning van de geleidelijke tenuitvoerlegging van het Bazel II-kader in Rusland en het geven van opleidingen en informatie over de interne-auditpraktijken van het Eurosysteem.

Op 30 september 2011 kwam het achttien maanden durende programma voor technische samenwerking tussen de ECB, zeven partner-nationale centrale banken<sup>8</sup> en de Centrale Bank van Bosnië en Herzegovina ten einde. Het programma, dat werd gefinancierd door de EU, bood ondersteuning aan de Centrale Bank van Bosnië en Herzegovina bij de tenuitvoerlegging van centralebanknormen van de EU op de terreinen van statistieken, economische analyse en onderzoek, financiële stabiliteit, juridische harmonisatie, informatietechnologie en de integratie binnen de EU.

Wat betreft Turkije en de landen op de westelijke Balkan kwam op 16 januari 2012 een einde aan een twee jaar durend, door de EU gefinancierd programma betreffende macro- en micro-prudentieel toezicht. Het programma werd uitgevoerd door de ECB samen met veertien partner-nationale centrale banken<sup>9</sup> en in samenwerking met internationale en Europese instellingen<sup>10</sup>. Als onderdeel van

het programma organiseerde het Eurosysteem een intensief regionaal trainingsprogramma over macro- en micro-prudentieel toezicht en gaf het assistentie-ontvangende instellingen<sup>11</sup> steun bij de tenuitvoerlegging van specifieke nationale maatregelen. Daarnaast werden regiobrede technische simulaties op het gebied van samenwerking tussen thuisland en gastland uitgevoerd.

De samenwerking met de Centrale Bank van Egypte werd in 2011 voortgezet in een door de EU gefinancierd programma gericht op versterking van het banktoezicht in Egypte teneinde naleving van de basisonderdelen van het Bazel II-kader te bereiken. Aan het programma werd deelgenomen door deskundigen van de ECB en van zeven nationale centrale banken<sup>12</sup>. Het programma zal naar verwachting op 31 maart 2012 aflopen.

7 De nationale centrale banken van Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk en Finland.

8 De nationale centrale banken van Duitsland, Griekenland, Spanje, Italië, Nederland, Oostenrijk en Slovenië.

9 De nationale centrale banken van België, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Cyprus, Luxemburg, Malta, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië, Slowakije en Finland.

10 Het Bazels Comité voor Banktoezicht, het Comité van Europese Banktoezichthouders (opgevolgd door de Europese Bankautoriteit), het Financial Stability Institute, het IMF en de Wereldbank.

11 De centrale banken en toezichthoudende instanties van Kroatië, de voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië, Montenegro, Turkije, Albanë, Bosnië en Herzegovina, Servië en Kosovo.

12 De nationale centrale banken van Bulgarije, Tsjechië, Duitsland, Griekenland, Frankrijk, Italië en Roemenië.





Het entreegebouw scheidt een functionele en visuele overgang tussen de Großmarkthalle en de dubbele kantoortoren. Het doorsnijdt de Großmarkthalle en vormt een duidelijk herkenbare ingang aan de noordzijde van het terrein, aan de Sonnemannstraße. In het entreegebouw wordt ook de ruimte voor de persconferenties ondergebracht.

Aan het betonskelet van het entreegebouw, dat inmiddels uit de opening in de hal naar voren steekt, is te zien waar het entreegebouw precies komt en hoe het zich verhoudt tot de dubbele kantoortoren en de ingang aan de Sonnemannstraße.

## HOOFDSTUK 6

# EXTERNE COMMUNICATIE EN VERANTWOORDING

## I VERANTWOORDING EN COMMUNICATIEBELEID

De afgelopen tientallen jaren is duidelijk geworden dat de onafhankelijkheid van de centrale bank een onmisbaar element vormt in het monetairbeleidsregime in zowel geavanceerde als opkomende economieën. Het besluit centrale banken onafhankelijkheid te verlenen wordt reeds lang door zowel de economische theorie als empirisch bewijs ondersteund: beide tonen aan 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 diens vertegenwoordigers. Het afleggen van verantwoording is derhalve een belangrijke tegenhanger van de onafhankelijkheid van een centrale bank.

De comittingering van de ECB aan verantwoordingsaflegging en transparantie komt tot uitdrukking in haar rapportage aan de Europese burger en zijn gekozen vertegenwoordigers, het Europees Parlement. Het Verdrag legt de ECB nauw omschreven rapportageverplichtingen op, waaronder de publicatie van een kwartaalbericht, een wekelijks financieel overzicht (de zogeheten “Weekstaat”) en een jaarverslag. De ECB gaat in haar reguliere rapportage verder dan deze statutaire verplichtingen, bijvoorbeeld door een Maandbericht in plaats van het vereiste kwartaalbericht te publiceren. De comittingering van de ECB aan verantwoordingsaflegging en transparantie komt ook tot uitdrukking in het grote aantal door de leden van de Raad van Bestuur gehouden toespraken, waarin werd ingegaan op een grote verscheidenheid aan onderwerpen die van belang waren voor de taken van de ECB.

De externe communicatie van de ECB is erop gericht het inzicht van het publiek in het door de ECB gevoerde beleid en de door haar genomen besluiten te verbeteren en vormt aldus een integraal onderdeel van het monetair beleid van de ECB en 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 monetair beleid en de overige statutaire taken van de ECB ten goede. Daarnaast dragen zij bij aan het streven van de ECB haar handelen volledig te verantwoorden.

De in 1999 geïntroduceerde verstrekking van onmiddellijke, regelmatige en gedetailleerde uitleg van de monetairbeleidsbeoordeling en -beslissingen van de ECB zorgt voor een in haar openheid en transparantie unieke benadering ten aanzien van centralebankcommunicatie. De monetairbeleidsbeslissingen worden, zodra de Raad van Bestuur ze heeft genomen, toegelicht op een persconferentie. Tijdens 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 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 monetairbeleidsbeslissingen van de Raad van Bestuur, de beslissingen van de Raad van Bestuur van de ECB naast de beslissingen ter bepaling van de rentetarieven, en de geconsolideerde financiële overzichten (de zogeheten “Weekstaat”) van het Eurosysteem.<sup>1</sup> Het Jaarverslag van de ECB wordt eveneens integraal beschikbaar gesteld in alle officiële talen van de EU.<sup>2</sup> De Convergentieverslagen en de kwartaalversies van het ECB-Maandbericht worden ofwel volledig ofwel in samenvatting beschikbaar gemaakt in alle officiële talen van de EU.<sup>3</sup>

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 Central Bank of Malta, na opheffing van de tijdelijke EU-derogatie in mei 2007).

3 Zie voetnoot 2.

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 door medewerkers samengestelde macro-economische projecties, beleidsstandpunten en voor het grote publiek relevante informatie. De samenstelling, publicatie en verspreiding van de belangrijkste ECB-publicaties in de diverse nationale talen vindt plaats in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken.

## 2 VERANTWOORDING TEN OPZICHTE VAN HET EUROPEES PARLEMENT

Het Europees Parlement – als het orgaan dat zijn legitimiteit rechtstreeks van de burgers van de EU verkrijgt – speelt de belangrijkste institutionele rol bij de verantwoordingsaflegging van de ECB. Sinds haar oprichting heeft de ECB een intensieve en productieve dialoog onderhouden met het Europees Parlement.

De President van de ECB is in 2011 verslag blijven doen van het monetair beleid van de ECB en haar overige taken in zijn driemaandelijkse hoorzittingen met de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement. Daarnaast heeft hij in februari 2011 een ontmoeting gehad met de Conferentie van Voorzitters van het Europees Parlement. In augustus was hij eveneens aanwezig bij een buitengewone hoorzitting met de Commissie Economische en Monetaire Zaken om met leden van het Europees Parlement van gedachten te wisselen over de financiële en economische crisis. In december 2011 verscheen hij voor de plenaire vergadering van het Parlement om het ECB-Jaarverslag 2010 aan te bieden.

Ook andere leden van de Directie van de ECB zijn bij een aantal gelegenheden in het Europees Parlement verschenen. De Vice-President heeft het ECB-Jaarverslag 2010 aan de Commissie Economische en Monetaire Zaken aangeboden. Gertrude Tumpel-Gugerell is in januari 2011 voor de Commissie Economische en Monetaire Zaken verschenen om de leden ervan te informeren over betalingsaangelegenheden. Zij heeft in april 2011 tevens deelgenomen aan een door de Commissie Economische en Monetaire Zaken georganiseerde openbare hoorzitting over het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied. Jürgen Stark nam in oktober 2011 deel aan een door de Commissie Economische en Monetaire Zaken georganiseerde openbare hoorzitting over economisch bestuur. Overeenkomstig de inmiddels vaste praktijk heeft in december 2011 een delegatie van de Commissie Economische en Monetaire Zaken de ECB bezocht om met de leden van de Directie van gedachten te wisselen.

Bij de verschillende besprekingen tussen de leden van het Europees Parlement en

vertegenwoordigers van de ECB gedurende 2011 is een breed scala van onderwerpen aan bod gekomen. Het Europees Parlement heeft uiting gegeven aan zijn steun voor de ECB en haar beleid op vele terreinen. Het Parlement sprak zijn waardering uit voor het succes van de ECB bij het onder moeilijke omstandigheden verwezenlijken van haar mandaat en voor haar vastberaden beleidsvoering gedurende de crisis, en sprak zijn erkenning uit voor de constante en rigoureuze bijdragen van de ECB ten aanzien van versterking van het economisch bestuur. Naast de macro-economische ontwikkelingen en het monetair beleid van de ECB waren de voornaamste besproken onderwerpen de oorzaken, invloed en oplossing van de financiële crisis. Daarnaast vond een zeer productieve dialoog plaats over aangelegenheden in verband met economisch bestuur, en werd eveneens gesproken over financiële regelgeving en financieel toezicht.

### OPLOSSING VAN DE FINANCIËLE EN ECONOMISCHE CRISIS

Een zeer belangrijk onderwerp bij de besprekingen tussen de ECB en het Europees Parlement in 2011 was het aanpakken van de aanhoudende financiële en economische crisis (zie Paragraaf 1 van Hoofdstuk 4). Het Europees Parlement verwelkomde herhaaldelijk de vastbesloten koers van de ECB gedurende de crisis. Het Parlement merkte op dat de ECB erin was geslaagd de prijsstabiliteit te handhaven ondanks ongunstige macro-economische omstandigheden en erkende de noodzaak van bijzondere monetairbeleidsmaatregelen. Het Parlement benadrukte tevens het belang van gezonde overheidsfinanciën voor een duurzaam herstel na de crisis. Het Parlement verwelkomde de oprichting van een permanent crisisbeheersingsmechanisme – het Europees Stabiliteitsmechanisme – en benadrukte dat het nodig was dit mechanisme hechter in het EU-kader te verankeren.

Tijdens zijn hoorzittingen met het Europees Parlement herinnerde de President van de ECB aan de ernst van de crisis en benadrukte hij dat de door de ECB genomen besluiten

van essentieel belang waren geweest voor het voorkomen van een verdere verslechtering van de crisis. De President bevestigde opnieuw dat de ECB al het nodige zou blijven doen om de prijsstabiliteit in het eurogebied te handhaven en aldus haar hoofdmandaat gestand te doen. Hij gaf uitdrukking aan zijn waardering voor de constructieve dialoog met de Bijzondere Commissie financiële, economische en sociale crisis en benadrukte daarbij de verantwoordelijkheid van de ECB om met haar deskundigheid een bijdrage te leveren aan de parlementaire debatten om zo de voortgang bij kwesties die voor de soepele werking van de EMU van groot belang zijn, te vergemakkelijken.

#### **HERVORMING VAN HET ECONOMISCH BESTUUR IN DE EU EN HET EUROGEBIED**

Aan de hervorming van het kader voor economisch bestuur in de EU en het eurogebied is in de besprekingen tussen de ECB en het Europees Parlement veel aandacht besteed. In de loop van het jaar debatteerde het Europees Parlement over een zestal wetsvoorstellen met betrekking tot dit onderwerp die in september 2010 door de Europese Commissie naar voren waren gebracht. Daarnaast is het Europees Parlement mede-besluitvormer ten aanzien van de twee wetsvoorstellen tot verdere versterking van het begrotingstoezicht in het eurogebied die in november 2011 door de Commissie zijn gepresenteerd.<sup>4</sup> Het Europees Parlement heeft tevens als waarnemer deelgenomen aan de Werkgroep voor een Unie van Begrotingsstabiliteit, die het voorgestelde Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie heeft besproken (zie voor nadere informatie hierover Paragraaf 1 van Hoofdstuk 4).

Bij zijn hoorzittingen met het Europees Parlement nam de President van de ECB deel aan een diepgravende bespreking van de nieuwe wetgeving en riep hij de leden van het Europees Parlement op voor een ambitieuze benadering te kiezen. Hij benadrukte het belang van grotere automaticiteit in de besluitvormingsprocedures die in het Stabiliteits- en Groeipact zijn

vastgelegd. Dit standpunt sloot aan op eerdere door de ECB gedane oproepen tot een “grote sprong voorwaarts” bij de versterking van de institutionele fundering van het economisch bestuur in de EMU. De President van de ECB verwelkomde tevens de bijdrage van het Parlement gedurende de wetgevingsprocedure om de bepalingen van het Stabiliteits- en Groeipact verder te versterken, met name door zowel het Stabiliteits- en Groeipact als het nieuw gecreëerde kader voor macro-economische onevenwichtigheden effectiever te maken door het gebruik van een zogeheten “omgekeerde” gekwalificeerde meerderheid van stemmen. Bovendien voegde het Europees Parlement hieraan de toepassing van financiële sancties bij verkeerde statistische rapportage toe. Het Europees Parlement, ten slotte, legde met name nadruk op de democratische legitimiteit van het nieuwe bestuurskader door het begrip “economische dialoog” tussen nationale en EU-beleidsmakers en het Europees Parlement te introduceren.

#### **HERVORMING VAN DE FINANCIËLE SECTOR IN DE EU**

Het Europees Parlement en de ECB hebben hun intensieve dialoog over aangelegenheden met betrekking tot financieel toezicht en financiële regelgeving voortgezet (zie Paragraaf 3 van Hoofdstuk 3). De verordening betreffende de Europese marktinfrastructuur en de Verordening betreffende baissetransacties en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps stonden hoog op de agenda van de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement. Ook werd begonnen met wetgevingsbesprekingen ten aanzien van de derde herziening van de Richtlijn Kapitaalvereisten en de herziening van de wetgeving ten aanzien van kredietbeoordelaars. Bij een aantal gelegenheden werden de

<sup>4</sup> Voorstellen voor een verordening inzake gemeenschappelijke voorzieningen voor het controleren en beoordelen van begrotingsvoornemens en het verzekeren van de correctie van buitensporige tekorten van de lidstaten in het eurogebied, en voor een verordening inzake de versterking van economisch en begrotingstoezicht op lidstaten die kampen met, of bedreigd worden door, ernstige problemen ten aanzien van hun financiële stabiliteit in het eurogebied.



potentiële voor- en nadelen van een belasting op financiële transacties besproken.

Tijdens zijn hoorzittingen met het Europees Parlement verwelkomde de President van de ECB de instrumentele rol die het Europees Parlement speelt bij het nastreven van een ambitieuze hervorming van het financieel toezicht met een waarlijk Europees perspectief. De President benadrukte dat het belangrijk was de politieke dynamiek te behouden om de agenda voor financiële regelgeving verder ten uitvoer te leggen. Ten aanzien van de verordening betreffende de Europese marktinfrastructuur sprak hij zijn voorkeur uit voor een regeling voor samenwerking en informatie-uitwisseling tussen toezichthoudende autoriteiten in de vorm van colleges, in plaats van door middel van bilaterale procedures. Hij benadrukte het belang van gezonde liquidatiemechanismen ten aanzien van banken, die de kosten waarmee de deconfiture van een bank in het geval van een grensoverschrijdende groep gepaard zou gaan, zouden beperken. Ten aanzien van al deze kwesties benadrukte de President van de ECB het belang van het verwezenlijken van een “level playing field” en van het vermijden van regelgevingsarbitrage.

De Adviezen van de ECB inzake wetsvoorstellen van de EU op de terreinen die binnen haar bevoegdheden vallen (zie Paragraaf 6.2 van Hoofdstuk 2) vormden eveneens een bron van technisch advies aan leden van het Europees Parlement.

### 3 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN

De ECB richt zich tot een grote verscheidenheid aan partijen - financiële deskundigen, de media, overheden, parlementen en het grote 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.

In 2011 waren de communicatie-activiteiten van de ECB met name gericht op het uitleggen van de gebeurtenissen tijdens en de consequenties van de mondiale financiële en economische crisis, waarbij vooral werd ingegaan op de overheidsschuldcrisis in Europa en de door de Raad van Bestuur genomen en door het Eurosysteem uitgevoerde maatregelen. De overgrote meerderheid van de door de leden van de Directie gehouden openbare toespraken had betrekking op deze onderwerpen, die ook de vragen en verzoeken om informatie vanuit de media, het publiek en bezoekers van de ECB beheersten. Ook kwamen in de communicatie-activiteiten van de ECB de werkzaamheden van het Europees Comité voor Systeemrisico's in zijn eerste jaar, en met name de ondersteunende rol van de ECB daarbij, veelvuldig aan bod.

De ECB publiceert een aantal reguliere en periodieke studies en verslagen, waaronder het Jaarverslag, dat een overzicht biedt van de werkzaamheden van de ECB in het voorafgaande jaar; het Maandbericht, waarin de ECB telkens haar meest actuele beoordeling geeft van de economische en monetaire ontwikkelingen en de gedetailleerde informatie die aan haar besluitvorming ten grondslag ligt, en de halfjaarlijkse *Financial Stability Review*, waarin 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. De ECB publiceert tevens een breed scala van statistische gegevens, voornamelijk door middel van het Statistical Data Warehouse en

interactieve grafieken op de website van de ECB, maar ook in gedrukte vorm door middel van de maandelijkse edities van het *Statistics Pocket Book*.

Alle leden van de Raad van Bestuur van de ECB dragen rechtstreeks bij aan verbetering van kennis en inzicht omtrent de taken en het beleid van het Eurosysteem onder het grote publiek door voor het Europees Parlement en nationale parlementen te verschijnen, openbare toespraken te houden en interviews te geven aan de media. In de loop van 2011 hebben de leden van de Directie rond 150 toespraken gehouden voor een grote verscheidenheid aan toehoorders en ongeveer 240 interviews in de media gegeven. Ook hebben zij veel artikelen gepubliceerd in (vak)tijdschriften en kranten.

De nationale centrale banken van het eurogebied spelen een essentiële rol in de verspreiding, op nationaal niveau, van informatie en mededelingen van het Eurosysteem onder het grote publiek en belanghebbenden. In dat kader richten zij zich in de eigen taal en omgeving tot een veelheid aan verschillende nationale en regionale partijen.

In 2011 heeft de ECB zestien seminars georganiseerd voor journalisten met de bedoeling de kennis en het begrip ten aanzien van het mandaat, de taken en de activiteiten van de ECB onder vertegenwoordigers van de nationale en internationale media te vergroten. De ECB heeft, zelf en in samenwerking met de nationale centrale banken, de Europese Commissie, het European Journalism Centre en andere overheidsinstanties en stichtingen, seminars georganiseerd. De ECB verwelkomde in 2011 rond 13.500 bezoekers in haar hoofdkwartier in Frankfurt. De bezoekers ontvingen informatie uit de eerste hand in de vorm van presentaties door medewerkers van de ECB.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten en andere informatie over haar verschillende activiteiten zijn te vinden op de website van de ECB. In 2011 werd de website 27 miljoen maal bezocht, waarbij 224 miljoen pagina's werden

bekeken en 57 miljoen documenten werden gedownload. In 2011 heeft de ECB antwoord gegeven op rond 100.000 verzoeken om informatie uit het publiek over een aantal zaken die verband houden met de werkzaamheden, het beleid en de beslissingen van de ECB. Het online educatieve spel “€CONOMIA”, dat in 2010 van start is gegaan, is aangepast voor mobiele telefoons, en heeft de eerste prijs gewonnen in de categorie bedrijfsspellen van de Deutscher Preis für Onlinekommunikation.

In 2011 is een aantal internationale conferenties en evenementen op hoog niveau georganiseerd, waaronder op 19 mei 2011 “European integration and stability”, een ECB-colloquium ter ere van Gertrude Tumpel-Gugerell, en op 19 oktober 2011 het evenement ter ere van het einde van de ambtstermijn van Jean-Claude Trichet als President van de ECB.

Op 1 oktober 2011 ging de “Generation Euro Students’ Award” voor middelbare scholieren in het eurogebied van start. Deze wedstrijd, die elk jaar zal worden gehouden, beoogt op de lange termijn de economische kennis van tieners te vergroten en ze een beter begrip te geven van de rol van de centrale bank in de economie. De eerste wedstrijd loopt gedurende het schooljaar 2011-2012 en zal medio 2012 worden afgesloten met een Europese prijsuitreiking.

In november 2011 is een tijdsbalk met de belangrijkste data en gebeurtenissen met betrekking tot de financiële crisis op de website van de ECB gezet. Met deze tijdsbalk wil de ECB tegemoetkomen aan de grote behoefte aan informatie over het verloop van de crisis van de kant van de media en het grote publiek. De tijdsbalk geeft vanuit het perspectief van de ECB op gebruikersvriendelijke wijze en in compacte vorm een samenvatting van de belangrijkste gebeurtenissen in verband met de financiële en overheidsschuldcrisis.

Ter voorbereiding van de tiende verjaardag van de invoering van de eurobankbiljetten en euromunten op 1 januari 2012, zijn een speciale film, een perspakket, een film over de productie

van de eurobankbiljetten en euromunten, onderwijsmateriaal en een wedstrijd voor kinderen van tussen 9 en 12 geproduceerd. Daarnaast reisde, als onderdeel van de communicatie-activiteiten over bankbiljetten en georganiseerd door de ECB in samenwerking met nationale centrale banken en andere instellingen, zoals musea, de Euro-tentoonstelling, met een scala van interactieve elementen en spellen, naar Boekarest, Parijs en Sofia. Eind 2011 hadden sinds zijn creatie in 2008 rond 226.000 de Euro-tentoonstelling bezocht.

In 2011 stond Italië centraal bij de Culturele Dagen van de ECB, die werden georganiseerd in samenwerking met Banca d’Italia. Italiaanse kunst en cultuur kwamen tussen 19 oktober en 17 november in bekende culturele locaties in Frankfurt voor het voetlicht tijdens een grote verscheidenheid aan evenementen, variërend van klassieke concerten, een jazz-avond, literaire evenementen en films tot dansvoorstellingen, lezingen over kunst, tentoonstellingen en evenementen voor kinderen. Het initiatief tot de Culturele Dagen is in 2003 gelanceerd met het doel cultuur meer aandacht te geven en de inwoners van Frankfurt en bezoekers van de regio ieder jaar een unieke indruk te geven van de cultuur van een van de EU-lidstaten.





In november 2011 zijn in het atrium, tussen de twee kantoorstorens, de eerste van in totaal veertien draagbalken geplaatst. Met de overstapplatformen fungeren deze balken als stutten voor de twee kantoorstorens.

## HOOFDSTUK 7

# INSTITUTIONEEL KADER EN ORGANISATIE

# I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB

## 1.1 HET EUROSISTEEM EN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN

Het Eurosysteem is het centralebankstelsel van het eurogebied. Het omvat de ECB en de nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben (17 sinds 1 januari 2011). De term “Eurosysteem”, die nu in het Verdrag van Lissabon is vastgelegd, was eerder door de Raad van Bestuur ingevoerd om de structuur van het centralebankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken. Deze term onderstreept de gezamenlijke identiteit, het teamwerk en de samenwerking van al zijn leden.

Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle 27 lidstaten van de EU; het omvat dus ook de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan.

De ECB vormt de kern van het Eurosysteem en het ESCB en is er verantwoordelijk voor dat de werkzaamheden die deel uitmaken van de taken van het ESCB worden uitgevoerd, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij via de nationale centrale banken, waarop de ECB, voor zover passend en mogelijk, een beroep doet. De ECB is een rechtspersoon naar internationaal publiekrecht. Krachtens het Verdrag van Lissabon is de ECB een instelling van de EU. De institutionele kenmerken van de ECB blijven echter onveranderd.

Elke nationale centrale bank is een rechtspersoon naar het recht van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een integrerend onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de aan het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Ook via deelname aan de Comités van het Eurosysteem en het ESCB



(zie Paragraaf 1.5 van dit hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een bijdrage aan de werkzaamheden van het Eurosysteem en het ESCB. De nationale centrale banken mogen 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 betrokken Reglementen van Orde.<sup>1</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 neergelegd 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 2011 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt gehouden: een bij Suomen Pankki – Finlands Bank in Helsinki en een bij de Deutsche Bundesbank in Berlijn. Naast deze vergaderingen kan de Raad van Bestuur ook vergaderen via teleconferentie of besluiten nemen via een schriftelijke procedure.

Bij het nemen van besluiten ten aanzien van 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 persoonlijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking in het feit dat ieder lid binnen de Raad van Bestuur één stem heeft. In 2008 besloot de Raad van Bestuur zijn huidige stemprocedure te handhaven (zoals neergelegd in Artikel 10.2 van de Statuten van het ESCB) en pas een roulatiesysteem in te voeren wanneer het aantal presidenten in de Raad van Bestuur meer dan achttien zou bedragen.

<sup>1</sup> 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.



## DE RAAD VAN BESTUUR

### Voorste rij (van links naar rechts):

Carlos Costa, Yves Mersch,  
Vitor Constâncio, Mario Draghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Benoît Cœuré, Marko Kranjec,  
Jörg Asmussen

### Middelste rij (van links naar rechts):

Erkki Liikanen, Ignazio Visco,  
Ewald Nowotny, Miguel Fernández  
Ordóñez, Josef Bonnici,  
Patrick Honohan, Jozef Makúch,  
Christian Noyer

### Achterste rij (van links naar rechts):

Luc Coene, George A. Provopoulos,  
Athanasios Orphanides, Klaas Knot,  
Jens Weidmann, Peter Praet,  
Andres Lipstok



### **Mario Draghi**

President van de ECB  
(vanaf 1 november 2011)  
President van Banca d'Italia  
(tot en met 31 oktober 2011)

### **Jean-Claude Trichet**

President van de ECB  
(tot en met 31 oktober 2011)

### **Vitor Constâncio**

Vice-President van de ECB

### **Jörg Asmussen**

Lid van de Directie van de ECB  
(vanaf 1 januari 2012)

### **Lorenzo Bini Smaghi**

Lid van de Directie van de ECB  
(tot en met 31 december 2011)

### **Michael C. Bonello**

President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central  
Bank of Malta  
(tot en met 30 juni 2011)

### **Josef Bonnici**

President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central  
Bank of Malta  
(vanaf 1 juli 2011)

### **Luc Coene**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
(vanaf 1 april 2011)

### **Benoît Cœuré**

Lid van de Directie van de ECB  
(vanaf 1 januari 2012)

### **Carlos Costa**

President van Banco de Portugal

### **Miguel Fernández Ordóñez**

President van Banco de España

### **José Manuel González-Páramo**

Lid van de Directie van de ECB

### **Patrick Honohan**

President van Banc Ceannais na hÉireann/  
Central Bank of Ireland

### **Klaas Knot**

President van De Nederlandsche Bank  
(vanaf 1 juli 2011)

### **Marko Kranjec**

President van Banka Slovenije

### **Erkki Liikanen**

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Andres Lipstok**

President van Eesti Pank

### **Jozef Makúch**

President van Národná banka Slovenska

### **Yves Mersch**

President van Banque centrale du Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

President van de Oesterreichische Nationalbank

### **Christian Noyer**

President van Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

President van de Central Bank of Cyprus

### **Peter Praet**

Lid van de Directie van de ECB  
(vanaf 1 juni 2011)

### **George A. Provopoulos**

President van de Bank of Greece

### **Guy Quaden**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
(tot en met 31 maart 2011)

### **Jürgen Stark**

Lid van de Directie van de ECB  
(tot en met 31 december 2011)

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Lid van de Directie van de ECB  
(tot en met 31 mei 2011)

### **Ignazio Visco**

President van Banca d'Italia  
(vanaf 1 november 2011)

### **Axel A. Weber**

President van de Deutsche Bundesbank  
(tot en met 30 april 2011)

### **Jens Weidmann**

President van de Deutsche Bundesbank  
(vanaf 1 mei 2011)

### **Nout Wellink**

President van De Nederlandsche Bank  
(tot en met 30 juni 2011)

### I.3 DE DIRECTIE

De Directie bestaat uit de President en de Vice-President en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming, bij gekwalificeerde meerderheid van stemmen, zijn benoemd door de Europese Raad, na raadpleging van het Europees Parlement en de ECB. 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 beheren van 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



**Achterste rij (van links naar rechts):**  
Jörg Asmussen, Peter Praet,  
Benoît Cœuré

**Voorste rij (van links naar rechts):**  
Vitor Constâncio (Vice-President),  
Mario Draghi (President),  
José Manuel González-Páramo

**Mario Draghi**

President van de ECB  
(vanaf 1 november 2011)

**Jean-Claude Trichet**

President van de ECB  
(tot en met 31 oktober 2011)

**Vitor Constâncio**

Vice-President van de ECB

**Jörg Asmussen**

Lid van de Directie  
(vanaf 1 januari 2012)

**Lorenzo Bini Smaghi**

Lid van de Directie  
(tot en met 31 december 2011)

**Benoît Cœuré**

Lid van de Directie  
(vanaf 1 januari 2012)

**José Manuel González-Páramo**

Lid van de Directie

**Peter Praet**

Lid van de Directie  
(vanaf 1 juni 2011)

**Jürgen Stark**

Lid van de Directie  
(tot en met 31 december 2011)

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Lid van de Directie  
(tot en met 31 mei 2011)

## DE ALGEMENE RAAD

**Voorste rij (van links naar rechts):**  
Ewald Nowotny, Ilmārs Rimšēvičs,  
Athanasios Orphanides,  
Vítor Constâncio, Mario Draghi,  
Miguel Fernández Ordóñez, Luc Coene

**Middelste rij (van links naar rechts):**  
Erkki Liikanen,  
Carlos Costa, Yves Mersch,  
Christian Noyer, Jozef Makúch,  
Marko Kranjec, Stefan Ingves,  
Mugur Constantin Isărescu

**Achterste rij (van links naar rechts):**  
Marek Belka, Ignazio Visco,  
Nils Bernstein, Klaas Knot,  
Miroslav Singer, Andres Lipstok,  
András Simor, Patrick Honohan

N.B.: op het moment dat de foto werd  
genomen, waren Josef Bonnici,  
Ivan Iskrov, Mervyn King, George A.  
Provopoulos, Vitas Vasiliauskas en Jens  
Weidmann niet aanwezig.



### **Mario Draghi**

President van de ECB  
(vanaf 1 november 2011)

President van Banca d'Italia  
(tot en met 31 oktober 2011)

### **Jean-Claude Trichet**

President van de ECB  
(tot en met 31 oktober 2011)

### **Vítor Constâncio**

Vice-President van de ECB

### **Marek Belka**

President van Narodowy Bank Polski

### **Nils Bernstein**

President van Danmarks Nationalbank

### **Michael C. Bonello**

President van Bank Ċentrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta  
(tot en met 30 juni 2011)

### **Josef Bonnici**

President van Bank Ċentrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta  
(vanaf 1 juli 2011)

### **Luc Coene**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
(vanaf 1 april 2011)

### **Carlos Costa**

President van Banco de Portugal

### **Miguel Fernández Ordóñez**

President van Banco de España

### **Patrick Honohan**

President van Banc Ceannais na hÉireann/  
Central Bank of Ireland

### **Stefan Ingves**

President van Sveriges Riksbank

### **Mugur Constantin Isărescu**

Gouverneur van Banca Națională a României

### **Ivan Iskrov**

President van Българска народна банка  
(Bulgaarse Nationale Bank)

### **Mervyn King**

President van de Bank of England

### **Klaas Knot**

President van De Nederlandsche Bank  
(vanaf 1 juli 2011)

### **Marko Kranjec**

President van Banka Slovenije

### **Erkki Liikanen**

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Andres Lipstok**

President van Eesti Pank

### **Jozef Makúch**

President van Národná banka Slovenska

### **Yves Mersch**

President van Banque centrale du Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

President van de Oesterreichische Nationalbank

### **Christian Noyer**

President van Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

President van de Central Bank of Cyprus

### **George A. Provopoulos**

President van de Bank of Greece

### **Guy Quaden**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
(tot en met 31 maart 2011)

### **Ilmārs Rimšēvičs**

President van Latvijas Banka

### **Reinoldijus Šarkinas**

Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas  
(tot en met 15 april 2011)

### **András Simor**

President van Magyar Nemzeti Bank

### **Miroslav Singer**

President van Česká národní banka

### **Vitas Vasiliauskas**

Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas  
(vanaf 16 april 2011)

### **Ignazio Visco**

President van Banca d'Italia  
(vanaf 1 november 2011)

### **Axel A. Weber**

President van de Deutsche Bundesbank  
(tot en met 30 april 2011)

### **Jens Weidmann**

President van de Deutsche Bundesbank  
(vanaf 1 mei 2011)

### **Nout Wellink**

President van De Nederlandsche Bank  
(tot en met 30 juni 2011)

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 hooggeplaatste managers.

#### 1.4 DE ALGEMENE RAAD

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van alle 27 lidstaten van de EU. De Algemene Raad voert hoofdzakelijk de van het Europees Monetair Instituut overgenomen taken uit die nog door de ECB moeten worden vervuld zolang niet

alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. Onder deze taken vallen het versterken van de samenwerking tussen de nationale centrale banken, het ondersteunen van de coördinatie van het monetair beleid van de lidstaten met het oog op het handhaven van prijsstabiliteit, en het toezicht op de werking van ERM II. Daarnaast brengt de Algemene Raad verslag uit, in de vorm van het Convergentieverslag van de ECB, aan de Raad van de Europese Unie (EU-Raad) over de voortgang die de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan hebben geboekt bij het voldoen aan hun verplichtingen in verband met de totstandbrenging van de Economische en Monetaire Unie. De Algemene Raad draagt ook bij aan de adviesgevende taken van de ECB. In 2011 heeft de Algemene Raad zijn vier driemaandelijke vergaderingen gehouden.

COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB, HET IT-STUURCOMITÉ VAN HET EUROSISTEEM, HET BEGROTINGSCOMITÉ, DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN HUN VOORZITTERS	
Comité voor Administratieve Verslagleggingsvraagstukken en Monetaire Inkomsten Werner Studener	Comité voor Internationale Betrekkingen Wolfgang Duchateczek
Comité Bankbiljetten Ton Roos	Juridisch Comité Antonio Sáinz de Vicuña
Comité voor Kostenmethodiek G.N.	Comité Markttransacties Francesco Papadia
Comité voor Communicatie van het Eurosysteem/ESCB Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comité voor het Monetair Beleid Wolfgang Schill
Comité voor Financiële Stabiliteit Mauro Grande	Comité voor Betalings- en Verrekeningsystemen Daniela Russo
Automatiseringscomité Koenraad de Geest	Comité voor Risicobeheer Carlos Bernadell
Comité van Interne Auditors Klaus Gressenbauer	Comité Statistieken Aurel Schubert
Begrotingscomité José Luis Malo de Molina	Human Resources Conferentie Steven Keuning
IT-Stuurcomité van het Eurosysteem Benoît Cœuré	

Per 17 februari 2012

### **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 toezichhouders bij het voormalige Comité voor Banktoezicht. Op 13 januari 2011 is het Comité voor Financiële Stabiliteit opgericht om de Raad van Bestuur bij te staan bij de vervulling van de taken van de ECB die verband houden met financiële stabiliteit. Per 31 december 2011 zijn er 14 Comités van het Eurosysteem/ESCB in de zin van Artikel 9.1 van het Reglement van Orde van de ECB.

Er zijn nog drie andere comités. 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 is 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 human-resourcesbeheer. In 2007 heeft de Raad van Bestuur het IT-Stuurcomité van het Eurosysteem opgericht. Het mandaat van het IT-Stuurcomité behelst het sturen van voortdurende verbeteringen in het gebruik van IT binnen het Eurosysteem.

### **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, twee gedragscodes, een Ethisch Kader en regels ten aanzien van de toegang van het publiek tot documenten van de ECB.

#### **EXTERNE CONTROLELAGEN**

De Statuten van het ESCB voorzien in twee controlelagen, 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>2</sup> De “Good practices for the selection and mandate of external auditors”, die zijn gepubliceerd op de website van de ECB, bieden de centrale banken van het Eurosysteem een leidraad van hoog niveau voor de selectie en het mandaat van externe accountants. De goede praktijken stellen de Raad van Bestuur tevens in staat zijn aanbevelingen aan de Raad van de Europese Unie te formuleren op basis van geharmoniseerde, consistente en transparante selectiecriteria.

#### **INTERNE CONTROLELAGEN**

De interne controlestructuur van de ECB stoelt op een benadering waarin elke organisatie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) primair verantwoordelijk is voor het beheer van haar eigen risico's, maar ook voor de doeltreffendheid en doelmatigheid van

<sup>2</sup> Na een aanbestedingsprocedure en conform de overeengekomen rolatie van accountants is PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft benoemd tot externe accountant van de ECB voor de boekjaren 2008 tot en met 2012.

haar werkzaamheden. Elke organisatie-eenheid past binnen haar verantwoordelijkheidsgebied operationele controleprocedures toe die in overeenstemming zijn met de risicotolerantie die tevoren door de Directie is vastgesteld.

In 2011 is de ECB, samen met de nationale centrale banken, het kader voor beheer van operationele risico's voor de taken en processen van het Eurosysteem ten uitvoer blijven leggen. De organisatie-eenheden van de ECB hebben tevens hun eigen beoordelingen van de operationele risico's geactualiseerd. De ECB test en herziet regelmatig de bedrijfscontinuïteitsregelingen voor haar essentiële activiteiten. Bovendien heeft de ECB in 2011 haar kader voor crisisbeheer geëvalueerd en het crisisbeheerteam een trainingsprogramma laten doorlopen. In samenwerking met de nationale centrale banken is de ECB een zogeheten "business impact"-analyse gestart om de tijdkritische kenmerken van de functies van het Eurosysteem in kaart te brengen.

Het Comité voor Risicobeheer (RMC) staat de besluitvormende organen bij in het waarborgen van een passend beschermingsniveau voor het Eurosysteem door de risico's die voortvloeien uit zijn markttransacties te beheren en te beheersen. In 2011 heeft het RMC de risico's van monetairbeleidstransacties en het beheer van de externe reserves van de ECB besproken. Het Comité behandelde daarnaast de risicoaspecten van verschillende opties voor het tegengaan van de verslechterende liquiditeitspositie van banken in landen die in moeilijkheden verkeren, het toezicht op de financiële gezondheid van tegenpartijen van het Eurosysteem, en de strategische ijkpunten en valutaspreiding van de externe reserves van de ECB.

In juli 2011 heeft de ECB haar Afdeling Risicobeheer omgezet in het Bureau Risicobeheer, een onafhankelijke organisatie-eenheid. Dit Bureau is verantwoordelijk voor het risicobeheerkader voor alle transacties van de ECB op de financiële markten en voor het toezicht op, de evaluatie van en het voorstellen

van verbeteringen voor het operationele kader voor het monetair beleid en valutabeleid van het Eurosysteem vanuit het oogpunt van risicobeheer. Deze organisatorische wijziging vloeide voort uit een aanmerkelijke toename van de rol van risicobeheer bij centrale banken in het algemeen en de ECB in het bijzonder. Daarnaast was ze de weerslag van de door de Raad van Bestuur aan alle centrale banken van het Eurosysteem gegeven instructies dat de verslaglegging aan de leden van de Directie die verantwoordelijk zijn voor markttransacties moet worden gescheiden van de verslaglegging aan de leden van de Directie die verantwoordelijk zijn voor risicobeheer. Deze organisatorische ontwikkeling is in overeenstemming met de beste bestuurspraktijken die gelden voor een onafhankelijke tenuitvoerlegging van de risicobeheerfunctie binnen financiële organisaties.

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 Audit Charter (Controlehandvest) van de ECB<sup>3</sup> verstrekken de interne auditors onafhankelijke en objectieve accountants- en adviesdiensten, en beoordelen en verbeteren zij systematisch de doeltreffendheid van risicobeheersings-, controle- en governanceprocessen. De interne auditors van de ECB houden zich daarbij aan de internationale normen inzake de beroepsuitoefening zoals die zijn vastgesteld door het Institute of Internal Auditors.

Het Comité van Interne Auditors, een Comité van het Eurosysteem/ESCB, dat bestaat uit de hoofden van de diensten voor interne audit van de ECB en de nationale centrale banken, is verantwoordelijk voor de coördinatie van de audits van gezamenlijke projecten en operationele systemen binnen het Eurosysteem/ESCB.

3 Deze Audit Charter is op de website van de ECB gepubliceerd teneinde de transparantie van de bij de ECB geldende internecontroleregelingen te bevorderen.

De corporate governance van de ECB en het Eurosysteem als geheel wordt verder versterkt door een ECB-Auditcomité. Dit Comité bestaat uit drie leden van de Raad van Bestuur onder voorzitterschap van Erkki Liikanen (President van Suomen Pankki – Finlands Bank).

### **GEDRAGSCODES**

Voor de leden van de besluitvormende organen van de ECB gelden twee gedragscodes. De eerste gedragscode dient als leidraad en stelt ethische normen voor de leden van de Raad van Bestuur en hun plaatsvervaarders bij het uitoefenen van hun functie als lid van de Raad van Bestuur.<sup>4</sup> Deze gedragscode geeft uitdrukking aan hun verantwoordelijkheid om de integriteit en de reputatie van het Eurosysteem te waarborgen en de doelmatigheid van de activiteiten van het Eurosysteem te handhaven. De Raad van Bestuur heeft tevens een Ethisch Adviseur benoemd om zijn leden te adviseren over aspecten van de beroepsethiek. De tweede gedragscode is de Aanvullende Code met Ethische Criteria voor de leden van de Directie.<sup>5</sup> Deze vormt een aanvulling op de eerste gedragscode door het ethisch regime dat van toepassing is op de leden van de Directie nader te specificeren.

Het Ethisch Kader voor de personeelsleden van de ECB<sup>6</sup> biedt een leidraad en stelt ethische conventies, normen en ijkpunten. Van alle medewerkers wordt verwacht dat zij hoge normen van beroepsethiek in acht nemen bij het vervullen van hun taken alsook in hun betrekkingen met nationale centrale banken, overheidsorganen, marktdeelnemers, vertegenwoordigers van de media en het algemene publiek. Een door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur zorgt voor een consistente interpretatie van de regels die gelden voor de leden van de Directie en het personeel.

### **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>7</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 en instanties van de EU. De OLAF-verordening bepaalt dat elk van deze eenheden besluiten vaststelt die ertoe strekken OLAF in staat te stellen binnen deze eenheden onderzoek te doen. In juni 2004 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan een Besluit betreffende de voorwaarden waaronder OLAF onderzoek mag verrichten bij de ECB.<sup>8</sup> Dit Besluit is op 1 juli 2004 in werking getreden.

### **PROGRAMMA TER BESTRIJDING VAN WITWASSEN EN FINANCIERING VAN TERRORISME**

In 2007 heeft de ECB een intern programma ter bestrijding van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme vastgesteld. De bepalingen van dit programma zijn in overeenstemming met de veertig aanbevelingen en negen speciale aanbevelingen van de Financial Action Task Force (FATF), voor zover van toepassing op de werkzaamheden van de ECB. Een nalevingsafdeling binnen de ECB identificeert en analyseert, ten aanzien van alle relevante activiteiten van de ECB, de risico's waarmee witwassen en financiering van terrorisme gepaard gaan, en probeert deze risico's tegen te gaan. Met name het toezien op de naleving van de toepasselijke wetgeving maakt deel uit van het proces van beoordeling en bewaking van de acceptatiecriteria voor

4 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.

5 Zie de Aanvullende Code met Ethische Criteria voor de leden van de directie van de Europese Centrale Bank, PB C 104 van 23.4.2010, blz. 8, en de website van de ECB.

6 Zie Deel 0 van de ECB-personeelsverordeningen en -regelingen houdende het Ethische Kader, PB C 104 van 23.4.2010, blz. 3, en de website van de ECB.

7 Verordening (EG) nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), PB L 136 van 31.5.1999, blz. 1.

8 Besluit 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.

tegenpartijen van de ECB. In deze context wordt speciale aandacht geschonken aan de beperkende maatregelen die door de EU zijn vastgesteld en aan de openbare verklaringen van de FATF. In september 2011 is in de *Algemene Documentatie*<sup>9</sup> een bepaling opgenomen dat tegenpartijen worden geacht bekend te zijn met alle verplichtingen die uit hoofde van regelgeving tegen witwassen en de financiering van terrorisme op hen rusten en dat zij deze dienen na te leven. Een intern rapportagesysteem vult het ECB-kader ter bestrijding van witwassen en financiering van terrorisme aan om te waarborgen dat alle relevante informatie systematisch wordt verzameld en naar behoren aan de Directie doorgegeven.

#### **TOEGANG VAN HET PUBLIEK TOT ECB-DOCUMENTEN**

Het in maart 2004 vastgestelde besluit van de ECB inzake de toegang van het publiek tot ECB-documenten<sup>10</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 erdoor wordt gewaarborgd.<sup>11</sup> In 2011 heeft de ECB het Besluit inzake de toegang van het publiek tot documenten van de ECB gewijzigd naar aanleiding van de nieuwe activiteiten van de ECB in verband met het ESRB.<sup>12</sup>

Het aantal verzoeken om toegang tot documenten bleef in 2011 beperkt.

9 *De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied. Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem*, ECB, september 2011.

10 Besluit van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2004 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.3.2004, blz. 42.

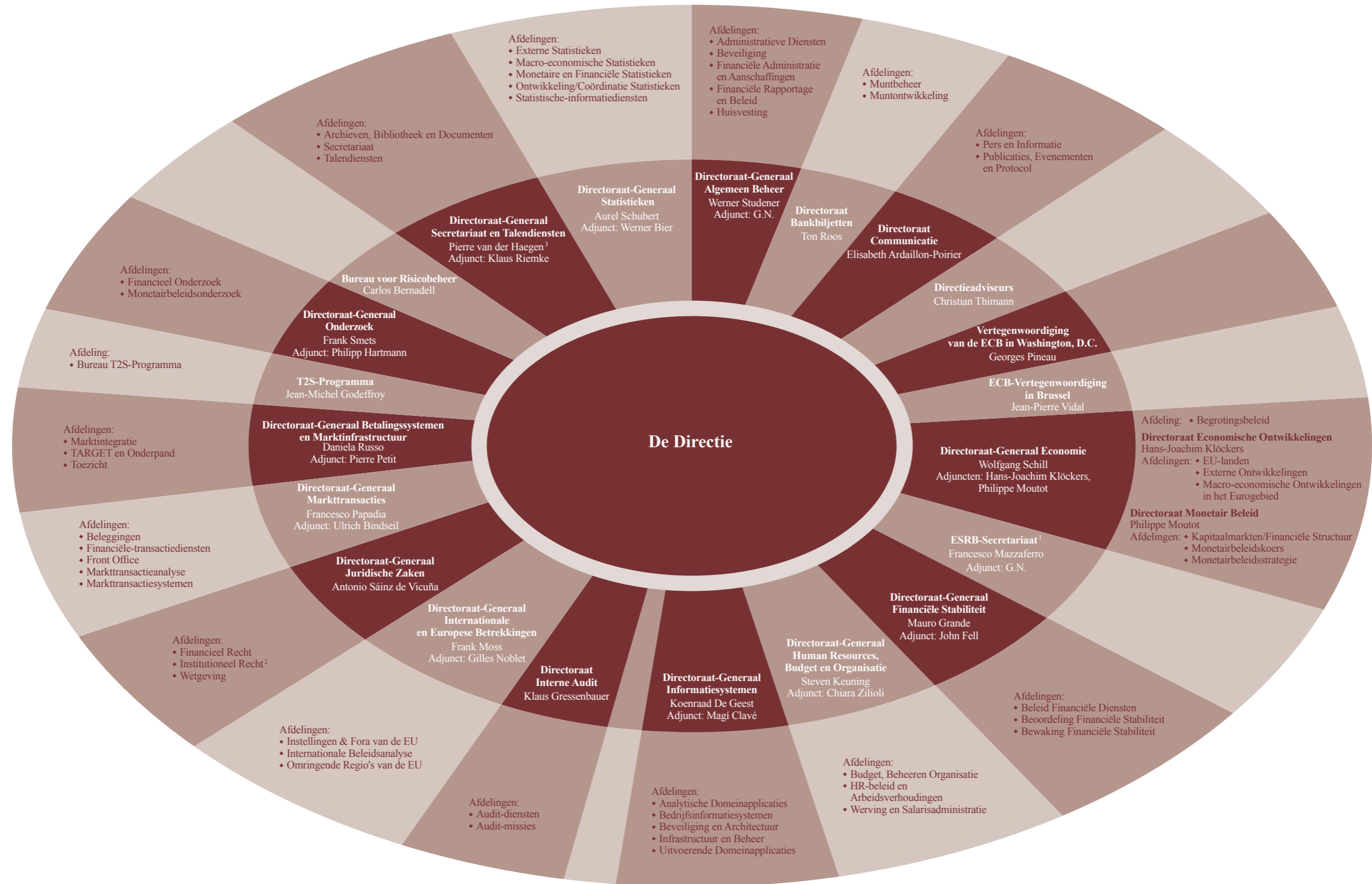
11 In overeenstemming met het belang dat de ECB hecht aan openheid en transparantie is in 2006 biedt het onderdeel Archieven op de website van de ECB toegang tot historische documentatie.

12 Besluit van de Europese Centrale Bank van 9 mei 2011 tot wijziging van Besluit ECB/2004/3 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank, PB L 158 van 16.6.2011, blz. 37.





**HET ORGANOGRAM VAN DE ECB**  
(per 31 december 2011)



<sup>1</sup> Rapporteert aan de President van de ECB in diens hoedanigheid van Voorzitter van het ESRB.  
<sup>2</sup> Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.  
<sup>3</sup> Secretaris van de Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad.

## 2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 HUMAN RESOURCES

In 2011 is de ECB voortgegaan met de ontwikkeling en tenuitvoerlegging van haar human-resourcesbeleid op vier gebieden: bedrijfscultuur, werving, personeelsontwikkeling en arbeidsvoorwaarden.

#### BEDRIJFSCULTUUR

In 2011 waren de ontwikkelingen op het gebied van de bedrijfscultuur van de ECB gericht op diversiteit en beroepsethiek. In maart 2011 heeft de ECB een diversiteitsforum op hoog niveau gehouden, en zij heeft de regelmatige bewaking van genderdiversiteitsgegevens versterkt. Wat de beroepsethiek aangaat, is getracht het Ethisch Kader voor de personeelsleden verder te integreren in de bedrijfscultuur van de ECB.

#### WERVING

Op 31 december 2011 was het werkelijke *full-time equivalent* aantal personeelsleden onder arbeidscontract bij de ECB 1.609 (vergeleken met 1.607 op 31 december 2010).<sup>13</sup> In 2011 zijn in totaal 55 nieuwe contracten met een vaste looptijd (beperkt van aard of omzetbaar in een permanent contract) aangeboden. Daarentegen hebben in 2011 38 medewerkers met een contract met vaste looptijd of een permanent contract de ECB verlaten (28 in 2010). Daarnaast zijn in 2011 147 kortlopende contracten afgesloten (naasteenaantal contractverlengingen) om personeelsleden te vervangen die minder dan een jaar afwezig waren, terwijl in de loop van het jaar 123 kortlopende contracten afliepen.

De ECB is kortlopende contracten blijven aanbieden aan personeel van nationale centrale banken en internationale organisaties, om zo de teamgeest binnen het ESCB en de samenwerking met internationale organisaties te bevorderen. Op 31 december 2011 waren 152 werknemers van nationale centrale banken en internationale organisaties in uiteenlopende functies werkzaam bij de ECB, 4% minder dan in 2010.

In september 2011 is de zesde groep deelnemers aan het Graduate Programme van de ECB

begonnen. De deelnemers zijn pas afgestudeerden van toonaangevende universiteiten en hebben een brede opleidingsachtergrond. Zij worden bij toerbeurt voor een periode van in totaal twee jaar bij twee organisatie-eenheden geplaatst.

Net als in eerdere jaren zijn stageplaatsen aangeboden aan studenten en afgestudeerden met een achtergrond in economie, statistiek, bedrijfskunde, rechtswetenschappen en vertaalstudies. Op 31 december 2011 waren 108 stagiair(e)s werkzaam bij de ECB (17% meer dan in 2010). De ECB heeft tevens zes onderzoeksplaatsen aangeboden als onderdeel van het Wim Duisenberg Research Fellowship-programma, dat openstaat voor vooraanstaande economen, en vier onderzoeksplaatsen aan jonge onderzoekers in het kader van het Lamfalussy Fellowship-programma.

#### PERSENEELSONTWIKKELING

Mobiliteit en personeelsontwikkeling zijn nog steeds de belangrijkste middelen voor professionele groei bij de ECB. Door middel van het internemobiliteitsbeleid van de ECB kunnen medewerkers van de ECB hun blik verruimen en kan de ECB zelf synergieën tussen organisatie-eenheden vergroten. Ook door middel van het internewervingsbeleid van de ECB wordt ernaar gestreefd de interne mobiliteit verder te vergemakkelijken door de nadruk te leggen op brede vaardigheden. In de loop van 2011 zijn 237 medewerkers, waaronder 64 leidinggevend en adviseurs, intern van functie veranderd, hetzij op tijdelijke hetzij op langetermijnbasis.

Evenals de andere centrale banken van het ESCB participeert de ECB actief in de externemobiliteitsregelingen die door de Human Resources Conferentie worden gepropageerd en die de ECB in de gelegenheid stelt personeelsleden voor een periode van twee tot twaalf maanden bij een van de 27 nationale centrale banken van de EU of bij relevante internationale organisaties

<sup>13</sup> Naast de op *full-time equivalent*-posities gebaseerde contracten zijn in dit cijfer onder meer begrepen de kortlopende contracten voor personeelsleden die door nationale centrale banken en internationale organisaties zijn gedetacheerd en de contracten voor deelnemers aan het Graduate Programme van de ECB.

(bijvoorbeeld het IMF en de BIB) te detacheren. In 2011 werden in het kader van deze regeling in totaal zes medewerkers gedetacheerd (nieuwe gevallen). Daarnaast werd voor periodes tot en met drie jaar aan 27 personeelsleden (nieuwe gevallen) onbetaald verlof verleend zodat zij konden studeren of bij een andere organisatie konden gaan werken. In totaal waren eind december 2011 55 personeelsleden met onbetaald verlof (vergeleken met 45 in 2010).

De ECB is voortgegaan met het stimuleren van het opdoen en ontwikkelen van vaardigheden en het vergroten van deskundigheid door leidinggevenden en medewerkers. Naast de verschillende interne trainingsmogelijkheden werden tevens begeleidingsdiensten aan personeelsleden aangeboden, en leidinggevenden en personeelsleden zijn gebruik blijven maken van externe trainingsmogelijkheden om tegemoet te komen aan individuele trainingsbehoeften van meer technische aard. Zij profiteerden tevens van trainingsmogelijkheden die werden georganiseerd als onderdeel van ESCB-programma's of die door de nationale centrale banken werden aangeboden. Het middenkader (59 adjunct-hoofden van afdelingen/sectiehoofden) heeft in 2011 ook deelgenomen aan een gestructureerd terugkoppelingsonderzoek, waarbij collega's (personeelsleden en collega-managers) en externe tegenhangers werd verzocht een vragenlijst in te vullen over de leidinggevende vaardigheden van de managers. Over het geheel genomen was de feedback zeer positief. Naar aanleiding van dit onderzoek werden de resultaten met behulp van externe coaches geanalyseerd en werden individuele actieplannen opgesteld om de prestaties van de individuele managers te verbeteren.

#### **DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE**

De activiteiten van de Human Resources Conferentie (HRC) en de Task Force voor training en ontwikkeling omvatten in 2011 verschillende aspecten van het human-resourcesbeheer, waaronder de organisatie van meerdere ESCB-trainingactiviteiten en mobiliteit binnen het ESCB. In april 2011 is de ESCB Training and Development Community (training- en

ontwikkelingsgemeenschap van het ESCB), een elektronisch platform dat toegang biedt tot het training- en mobiliteitsaanbod binnen het ESCB, van start gegaan om de samenwerking binnen het ESCB verder te verbeteren. Voor 2012 bevat de trainingskalender in totaal 46 ESCB-trainingactiviteiten bij 23 centrale banken. In 2012 zullen drie nieuwe ESCB-cursussen worden gestart.

#### **ARBEIDSVOORWAARDEN**

De arbeidsvoorwaarden van de ECB beogen aantrekkelijk te zijn en de behoeften van medewerkers met die van de organisatie in evenwicht te brengen. In 2011 heeft de ECB haar verlofvoorzieningen herzien. Het vaderschapsverlof na de geboorte of adoptie van een kind is verlengd. Bovendien is het adoptieverlof verlengd en is de minimumperiode voor de aanvraag van onbetaald ouderschapsverlof en onbetaald verlof verkort. Ook is een Arbeidsomstandigheden-Comité opgericht om vertegenwoordigers van het personeel te betrekken bij besprekingen over veiligheids- en gezondheidskwesties bij de ECB.

Eind 2011 werkten 193 personeelsleden in deeltijd, iets meer dan in 2010. In totaal waren op 31 december 2011 33 personeelsleden met onbetaald ouderschapsverlof (vergeleken met 24 in 2010). Het proefproject voor telewerken dat in 2008 van start is gegaan, is in 2011 voortgezet. Tegelijkertijd is een raadpleging over permanent beleid op dit terrein gehouden. Het nieuwe beleid zal op 1 februari 2012 van kracht worden. In 2011 hebben gemiddeld per maand circa 309 personeelsleden van de regeling gebruikgemaakt. Over geheel 2011 hebben 826 medewerkers ten minste eenmaal op afstand gewerkt.

## **2.2 BETREKKINGEN MET HET PERSONEEL EN SOCIALE DIALOOG**

De ECB erkent ten volle het belang van een constructieve dialoog met haar personeel. In 2011 heeft de ECB vertegenwoordigers van het

personeel geraadpleegd en informatie met hen uitgewisseld over wijzigingen van de beloning, werkgelegenheid, werkomstandigheden, gezondheids- en veiligheidsvoorzieningen en pensioenen. In het kader daarvan zijn 219 brieven uitgewisseld. Daarnaast heeft de ECB regelmatig mondeling overlegd met vertegenwoordigers van het personeel over werkgelegenheid en sociale aangelegenheden.

Een discussie met de erkende vakbond IPSO<sup>14</sup> heeft geleid tot de ondertekening van een aanvulling op het “Memorandum of Understanding” van 2008 tussen de ECB en IPSO. Deze aanvulling bevat een aantal bepalingen die gericht zijn op verdere verbetering van de sociale dialoog binnen de ECB.

### 2.3 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>15</sup> Doel van deze Sociale Dialoog is het verschaffen van informatie en het stimuleren van een gedachteswisseling over onderwerpen die van aanzienlijke invloed kunnen 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 Frankfurt worden gehouden.

In 2011 ging de aandacht tijdens de vergaderingen van de Sociale Dialoog uit naar training en ontwikkeling binnen het ESCB/Eurostelsysteem, financiële stabiliteit, het sturen van IT-projecten en risicobeheer. Daarnaast kwamen kwesties in verband met de productie en circulatie van bankbiljetten, markttransacties en betalingssystemen aan bod.

De ad-hocwerkgroep voor de bankbiljettenproductie en -circulatie heeft ook dit jaar technische kwesties besproken naast de kwesties die aan de orde kwamen in de plenaire

vergadering van de Sociale Dialoog binnen het ESCB. De werkgroep over de Sociale Dialoog binnen het ESCB kwam in maart en november 2011 bijeen en identificeerde onder meer mogelijke agendapunten voor de bijeenkomsten van de Sociale Dialoog binnen het ESCB.

### 2.4 HET COÖRDINATIEBUREAU VOOR AANSCHAFFINGEN DOOR HET EUROSISTEEM

Het doel van het Coördinatiebureau voor aanschaffingen door het Eurostelsysteem (EPCO) is het gezamenlijk aanschaffen van goederen en diensten door de centrale banken van het ESCB die hebben toegezegd tijdens zijn eerste mandaat (2008-2012) deel te nemen aan de activiteiten van het EPCO<sup>16</sup> efficiënt te coördineren en daarnaast de inkooppraktijken van deze centrale banken verder te verbeteren. Het netwerk van aanschaffingsdeskundigen bij de centrale banken, dat door het EPCO wordt gecoördineerd, is in 2011 zes keer bijeengekomen.

Het derde gezamenlijke aanschaffingsplan van EPCO is in 2011 ten uitvoer gelegd. De gezamenlijke procedures voor luchtvervoer naar ESCB-bijeenkomsten en mondiale hotelovereenkomsten zijn hernieuwd en de gezamenlijke aanschaffing van IT-systeemconsultancydiensten is afgerond. Daarnaast zijn acht andere gezamenlijke aanschaffingsprocedures (op het terrein van marktgegevens, ratings en informatietechnologie) bijna afgerond. In 2011 heeft EPCO bovendien de centrale banken van het Eurostelsysteem ondersteuning geboden bij aanverwante activiteiten, wat heeft geleid tot twee ESCB-projecten: een gemeenschappelijk centraal prijsstellingsbureau voor het Eurostelsysteem en TARGET2-Securities.

14 IPSO staat voor International and European Public Services Organisation.

15 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).

16 In 2011 hebben, naast de centrale banken van het Eurostelsysteem, ook Magyar Nemzeti Bank, Narodowy Bank Polski en Banca Națională a României aan EPCO-activiteiten deelgenomen.

## 2.5 HET NIEUWE KANTOORGEBOUW VAN DE ECB

De bouwwerkzaamheden aan de onderdelen van het nieuwe kantoorgebouw van de ECB hebben in 2011 duidelijke voortgang geboekt. De hoogbouw is sinds februari 2011 boven de grond. De betonnen fundamentplaat voor de Großmarkthalle (de voormalige groothandelsmarkt) en de structurele werkzaamheden voor een nieuwe kelder en begane grond in de markthal zijn voltooid. De structurele werkzaamheden voor het toekomstige gebouw-in-gebouwconcept zijn van start gegaan en er wordt gewerkt aan de renovatie van de dakschalen en de gevel met de betonrasters. In het voorjaar is de renovatie van de gevel van het gebouw aan de westzijde begonnen, terwijl die van de gevel van de oostelijke vleugel in het najaar is afgerond. Aan het einde van de zomer is begonnen met het plaatsen van nieuwe glazen vensters in de gerenoveerde originele stalen kozijnen van het noordelijke trappenhuis. De structurele werkzaamheden voor de ondergrondse parkeergarage voor het personeel zijn in de zomer afgerond en de voornaamste structurele werkzaamheden voor het logistieke centrum in het najaar. Ook met de structurele werkzaamheden voor de beide ingangscntrolepunten werden vorderingen gemaakt. Eind 2011 is begonnen met de stalen constructie voor het nieuwe entreegebouw, die de voormalige markthal met de hoogbouw verbindt.

In februari 2011 is het contract voor de resterende structurele werkzaamheden voor de hoogbouw aan Ed. Züblin AG gegund. Sinds het najaar werd ongeveer een verdieping per week afgerond, zodat beide torens tegen het einde van het jaar tot de 21<sup>e</sup> verdieping waren gevorderd. De eerste grote stalen spanten van het atrium dat de twee delen van de kantoorstoren verbindt, zijn in november 2011 geplaatst.

In de zomer van 2010 is de aanbesteding voor de resterende bouwwerkzaamheden (die ongeveer 20% van de bouwkosten vertegenwoordigen) aangekondigd. Deze werkzaamheden hebben voornamelijk betrekking op de inrichtings- en landschapswerkzaamheden. De diverse contracten zijn tussen mei en december

2011 gegund. Net als de voorafgaande aanbestedingsrondes was ook deze in overeenstemming met het voorziene budget en tijdschema. De verwachte voltooiingsdatum van het nieuwe kantoorgebouw is onveranderd, namelijk eind 2013. In 2014 zal de ECB het gebouw betrekken.

## 2.6 HET MILIEU

De ECB tracht verstandig gebruik te maken van natuurlijke hulpbronnen om zo het milieu te sparen en de menselijke gezondheid te beschermen. Zij heeft een milieubeleid opgesteld en streeft ernaar haar milieuprestaties voortdurend te verbeteren en haar ecologische voetafdruk zoveel mogelijk te beperken. Om systematisch een duurzaam milieu te bevorderen heeft de ECB een Milieubeheersysteem ingevoerd dat in overeenstemming is met de internationale norm EN ISO 14001 en met Verordening (EG) nr. 1221/2009 van het Europees Parlement en de Raad inzake de vrijwillige deelneming van organisaties aan een communautair milieubeheer- en milieuauditsysteem. In 2011 is de eerste controleaudit van het milieubeheersysteem met gunstige resultaten afgerond. Vergelijking van de gegevens voor 2009 en 2010 laat zien dat de uitstoot van koolstof in deze periode met 7,8% verder is afgenomen. Aangezien koolstofemissie voornamelijk wordt veroorzaakt door de opwekking van elektriciteit en door verwarming en koeling, is de ECB overgeschakeld op 100% elektriciteit uit hernieuwbare lokale energiebronnen (waterkracht uit de Main) en heeft zij een begin gemaakt met de verbetering van de technische infrastructuur in het hoofdgebouw. Tussen 2008 en eind 2011 is de koolstofemissie van de ECB met ongeveer een derde teruggedrongen.

Daarnaast heeft de ECB in het kader van het milieuprogramma verdere maatregelen getroffen om haar milieuprestaties voortdurend te verbeteren. Er is een duurzame aanschaffingsgids opgesteld en de proefperiode voor de tenuitvoerlegging ervan is al gestart. In

oktober 2011 is een “groene dag”-evenement georganiseerd om de personeelsleden te informeren over het milieubeleid van de ECB en hen aan te moedigen daaraan actief bij te dragen. De aandacht wordt met name gericht op duurzaamheidskenmerken in de gebruiks- en onderhoudsplannen voor het nieuwe gebouw van de ECB die aan de laatste stand van de techniek beantwoorden.

## **2.7 IT-DIENSTENBEHEER**

De projecten van het Directoraat-Generaal Informatiesystemen waren gericht op de afronding van technische oplossingen ter ondersteuning van het Secretariaat van het ESRB en op het doorvoeren van dringende wijzigingen aan verschillende IT-systemen om de tenuitvoerlegging van besluiten naar aanleiding van de financiële crisis te ondersteunen. Daarnaast werd gewerkt aan betere ondersteuning voor het beheer van de externe reserves, eigen middelen, monetairbeleidstransacties en onderpand van de ECB. De werkzaamheden aan de versterking van de ondersteuning en het onderhoud van statistische toepassingen en toepassingen ter ondersteuning van bedrijfsprocessen en het beheer van documenten en bestanden zijn voortgezet. Tegelijkertijd heeft de ECB gewerkt aan versterking van de operationele veiligheid en, in samenwerking met andere centrale banken, aan het ontwikkelen en onderhoud van bedrijfstoepassingen.

Tot slot zijn de interne procedures opnieuw door externe auditors beoordeeld en zijn de ISO 9001:2008- en ISO/IEC 20000-certificaten hernieuwd. De procedure voor ISO/IEC 27001-certificatie is nog gaande.







Eenmaal gereed vormt het nieuwe hoofdkantoor van de ECB een fraaie aanvulling op de skyline van Frankfurt.

Het hoogste punt van de hoogbouw moet in 2012 worden bereikt en dit zal worden gevierd met een speciale ceremonie in de tweede helft van het jaar. Het werk aan de gevels en de plaatsing van de technische infrastructuur gaat dan nog door. De energiezuinige gevels worden afgewerkt in een niet-spiegelend grijs met een lichtgroene glans. Voor die afwerking is gekozen omdat ze past in de omgeving. Het werk aan de technische infrastructuur omvat de plaatsing van de warmte- en koelingsinstallaties en de bedrading. Daarna vindt de afbouw plaats.

# **J**AARREKENING **VAN DE ECB**

# MANAGEMENTVERSLAG VOOR HET JAAR 2011

## 1 AARD VAN DE WERKZAAMHEDEN

De werkzaamheden van de ECB in 2011 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

De Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad zijn de besluitvormende organen van de ECB.

Het governance-kader van de ECB omvat een verscheidenheid aan interne en externe controleprocedures. In de context van de externe controleprocedures controleert de Europese Rekenkamer de operationele doelmatigheid van het beheer van de ECB, en is een externe accountant benoemd om de Jaarrekening van de ECB te controleren. Teneinde de onafhankelijkheid van de externe accountant te versterken benoemt de ECB elke vijf jaar een andere externe accountant.

In de context van de interne controlestructuur van de ECB is elke organisatie-eenheid verantwoordelijk voor het beheer van haar eigen risico's en de uitvoering van haar eigen controles, maar ook voor de effectiviteit en efficiëntie van haar werkzaamheden. Daarnaast worden onder de directe verantwoordelijkheid van de Directie onafhankelijke audits uitgevoerd door het Directoraat Interne Audit. Om de corporate governance van de ECB verder te

versterken heeft de Raad van Bestuur in 2007 het Audit-Comité van de ECB opgericht. Dit Comité ondersteunt de Raad van Bestuur ten aanzien van de verantwoordelijkheden van de Raad met betrekking tot de integriteit van financiële informatie, het toezicht op interne controles en de uitvoering van de audits door de ECB en het Eurosysteem.

Naar aanleiding van de aanzienlijke uitbreiding van de rol van het risicobeheer en in overeenstemming met de beste praktijken, heeft de ECB in juli 2011 haar Afdeling Risicobeheer omgevormd tot een afzonderlijke, onafhankelijke organisatie-eenheid, het Bureau Risicobeheer. Het Bureau Risicobeheer is verantwoordelijk voor het risicobeheerkader dat van toepassing is op alle transacties van de ECB op de financiële markten en voor het bewaken, het beoordelen en het doen van voorstellen voor verbeteringen van het operationele kader voor het monetair beleid en valutabeleid van het Eurosysteem vanuit het oogpunt van risicobeheer.

Voor de personeelsleden van de ECB geldt een veelomvattend ethisch kader, dat regelmatig wordt bijgewerkt. Het dient als leidraad en stelt ethische conventies, normen en maatstaven vast. Van alle personeelsleden wordt verwacht dat zij hoge normen van beroepsethiek in acht nemen bij de uitoefening van hun werkzaamheden alsmede in hun betrekkingen met nationale centrale banken, overheidsorganen, marktdeelnemers, vertegenwoordigers van de media en het publiek. Voor de leden van de besluitvormende organen van de ECB gelden twee aanvullende gedragscodes. De door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur zorgt voor een consistente interpretatie van de regels die gelden voor de leden van de Directie en de personeelsleden. Ook de Raad van Bestuur heeft een Ethisch Adviseur benoemd om zijn leden te adviseren over aspecten van de beroepsethiek.

Nadere informatie met betrekking tot de governance van de ECB wordt verschaft in Paragraaf 1 van Hoofdstuk 7 van het Jaarverslag.

## LEDEN VAN DE DIRECTIE

De leden van de Directie worden gekozen uit personen met een erkende reputatie en beroepservaring op monetair of bancaire gebied door de Europese Raad, op aanbeveling van de Raad van de Europese Unie, die het Europees Parlement en de Raad van Bestuur 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 Raad van de Europese Unie benoemde leden.

De emolumenten van de leden van de Directie worden vermeld onder punt 30, "Personeelskosten", van de Jaarrekening.

## PERSONEELSLEDEN

De ECB is zich bewust van het belang van een constructieve dialoog met het personeel. In 2011 is de ECB voortgegaan met de ontwikkeling en tenuitvoerlegging van haar human-resourcesbeleid op vier terreinen: bedrijfscultuur, werving, personeelsontwikkeling en arbeidsvoorwaarden. De ontwikkelingen op het gebied van de bedrijfscultuur van de ECB waren gericht op diversiteit en beroepsethiek. In maart 2011 heeft de ECB een diversiteitsforum op hoog niveau gehouden, en zij heeft de regelmatige bewaking van genderdiversiteitsgegevens uitgebreid.

Mobiliteit en personeelsontwikkelingsmaatregelen bleven de voornaamste instrumenten voor professionele ontwikkeling. Daarnaast is de ECB haar personeel blijven ondersteunen op het vlak van kinderopvang en het in evenwicht brengen van werk en gezinsleven.

Het gemiddeld aantal personeelsleden (*full-time equivalents*) onder contract bij de ECB<sup>1</sup> steeg van 1.565 in 2010 tot 1.601 in 2011. Eind 2011 waren 1.609 personen in dienst. Zie voor nadere details punt 30, "Personeelskosten", van de

Jaarrekening en Paragraaf 2 van Hoofdstuk 7 van het Jaarverslag, waar bovendien de ontwikkelingen op het gebied van human-resourcesbeheer gedetailleerder worden beschreven.

## RISICOBEEHERPRAKTIJKEN TEN AANZIEN VAN DE BELEGGINGSACTIVITEITEN EN MONETAIRBELEIDSPORTEFEUILLES VAN DE ECB

De ECB houdt tweetypen beleggingsportefeuilles aan, te weten de externereservesportefeuille en de eigenmiddelenportefeuille. Daarnaast houdt de ECB waardepapieren voor monetairbeleidsdoeleinden aan, die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten ("Securities Markets Programme") en de twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties. De verschillende doelstellingen van de beleggings- en monetairbeleidsportefeuilles en de daarmee verbonden risicobehaermaatregelen worden nader beschreven in Paragraaf 1 van Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag.

De ECB staat bloot aan financiële risico's die voortvloeien uit haar beleggingsportefeuilles en de door haar voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte waardepapieren. Deze omvatten krediet-, markt- en liquiditeitsrisico's. De ECB volgt en meet deze risico's voortdurend nauwkeurig en beperkt ze in voorkomende gevallen door de tenuitvoerlegging van risicobehaeraders. In deze kaders wordt rekening gehouden met de doelstellingen van de verschillende waardepapierenportefeuilles en met de risicovoorkeuren die door de besluitvormende organen van de ECB zijn vastgesteld. Zij behelzen tevens beleenbaarheidscriteria en een stelsel van blootstellingslimieten.

<sup>1</sup> Personeelsleden met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat personeelsleden met 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.

## HET BEGROTINGSPROCES

De uitgaven op basis van de goedgekeurde begroting worden regelmatig gecontroleerd 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. Het Begrotingscomité, dat bestaat uit deskundigen van de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, levert een essentiële bijdrage aan het proces van financiële governance bij 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, voordat zij voor goedkeuring aan de Raad van Bestuur worden voorgelegd.

## 4 FINANCIËLE MIDDELEN

### KAPITAAL

In december 2010 heeft de ECB besloten haar geplaatste kapitaal met €5 miljard te verhogen, van €5,8 miljard naar €10,8 miljard. Dit besluit vloeide voort uit een beoordeling van de toereikendheid van haar statutaire kapitaal, die in 2009 van start was gegaan. De verhoging van het kapitaal werd passend geacht in het licht van de toegenomen volatiliteit in de wisselkoersen, rentetarieven en goudprijzen, en in het licht van de blootstelling van de ECB aan kredietrisico. Om de overdracht van kapitaal aan de ECB te vergemakkelijken, heeft de Raad van Bestuur besloten dat de nationale centrale banken van het eurogebied hun aanvullende kapitaalbijdragen in drie gelijke jaarlijkse termijnen zouden betalen, te weten in december 2010, 2011 en 2012.

Als gevolg van de overgang van Estland op de gemeenschappelijke munt per 1 januari 2011 heeft Eesti Pank per die datum een bedrag van €13 miljoen gestort. Bij dit bedrag was de eerste

termijn van de bijdrage van Eesti Pank aan de verhoging van het geplaatste kapitaal van de ECB per eind december 2010 inbegrepen.

Op 28 december 2011 hebben de nationale centrale banken van het eurogebied, met inbegrip van Eesti Pank, de tweede termijn van hun bijdrage aan de verhoging van het geplaatste kapitaal van de ECB gestort, een bedrag van €1.166 miljoen.

Als gevolg van bovengenoemde in 2011 gedane betalingen bedroeg het gestorte kapitaal van de ECB per 31 december 2011 €6.484 miljoen. Gedetailleerde informatie over deze veranderingen wordt gegeven in punt 17, "Kapitaal en reserves", van de Jaarrekening.

### VOORZIENING TEGEN WISSELKOERS-, RENTE-, KREDIET- EN GOUDPRIJSRISICO'S

Aangezien de meeste 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 het door de ECB aangehouden goud en de door haar aangehouden in Amerikaanse dollar en Japanse yen luidende externe reserves, 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 goudprijrisico's. In 2009 heeft de Raad van Bestuur, nadat een programma voor de aankoop van gedekte obligaties was opgezet (zie onder punt 5, "Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro" van de Jaarrekening), besloten dat deze voorziening tevens zal dienen ter dekking van het kredietrisico.

Jaarlijks wordt gezien 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 in de tijd consistent toegepaste risicobeoordeling waarbij Values at Risk-cijfers (VaR-cijfers) voor risicodragende activa worden berekend. De risicovoorziening 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 gestort.

Per 31 december 2010 bedroeg de voorziening tegen wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijrisico's €5.184 miljoen. Overeenkomstig Artikel 48.2 van de Statuten van het ESCB heeft Eesti Pank per 1 januari 2011 een bedrag van €13 miljoen aan deze voorziening bijgedragen. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur, in het licht van de uitkomsten van zijn risicobeoordeling, besloten de risicovoorziening per 31 december 2011 verder te verhogen tot €6.363 miljoen, het huidige toegestane plafond.

## **5 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.

### **FINANCIËEL RESULTAAT VOOR 2011**

In 2011 bedroeg het netto inkomen van de ECB vóór de overdracht van een bedrag van €1.166 miljoen naar de risicovoorziening €1.894 miljoen, vergeleken met €1.334 miljoen

in 2010. De netto winst, te weten €728 miljoen na deze overdracht, werd onder de nationale centrale banken van het eurogebied verdeeld.

In 2011 bedroegen de netto rentebaten €1.999 miljoen, vergeleken met €1.422 miljoen in 2010. De stijging van de netto rentebaten was voornamelijk het gevolg van additionele inkomsten uit de waardepapieren die in het kader van het Programma voor de effectenmarkten waren aangekocht en van de gestegen rentebaten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, als gevolg van de hogere gemiddelde rente die het Eurosysteem hanteerde bij de tenders voor zijn basisherfinancieringstransacties in 2011.

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties daalden marginaal van €474 miljoen in 2010 tot €472 miljoen in 2011. Hogere netto wisselkoerswinsten op uitstromen in vreemde valuta, die voornamelijk het gevolg waren van uitstromen in Japanse yen in het kader van de deelname van de ECB aan de gecoördineerde internationale interventie in de valutamarkten in maart 2011, werden gecompenseerd door lagere netto gerealiseerde koerswinsten uit de verkoop van waardepapieren.

Afwaarderingen, voornamelijk ten gevolge van ongerealiseerde koersverliezen op de aangehouden waardepapieren die op de balans zijn opgenomen tegen hun marktwaarde per eind 2011, bedroegen in 2011 €157 miljoen, vergeleken met €195 miljoen in 2010.

Per eind 2010 bedroegen de ongerealiseerde wisselkoerswinsten, voornamelijk op de portefeuilles in Amerikaanse dollar en Japanse yen, €6.271 miljoen, en de ongerealiseerde goudprijswinsten €13.079 miljoen. In 2011 resulteerde de waardedaling van de euro ten opzichte van de Japanse yen en de Amerikaanse dollar in een stijging van de ongerealiseerde wisselkoerswinsten tot €7.976 miljoen, terwijl de stijging van de goudprijs gedurende 2011 heeft geleid tot ongerealiseerde goudprijswinsten van €15.718 miljoen. Overeenkomstig de grondslagen

voor waardering en resultaatbepaling van het Eurosysteem worden deze winsten verantwoord in herwaarderingsrekeningen.

Per de jaartultimo zijn geen bijzondere waardeverminderingverliezen opgenomen. Met het oog op de door de ECB aangehouden Griekse overheidsobligaties die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten, werd niet verwacht dat het in 2011 bekendgemaakte initiatief tot grotere betrokkenheid van de particuliere sector zou leiden tot veranderingen in toekomstige contractuele kasstromen in verband met deze aanhoudingen, aangezien het bedoeld was om de door de particuliere sector aangehouden schuld op vrijwillige basis te herstructureren.

De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van afschrijvingen, bedroegen in 2011 €442 miljoen, vergeleken met €415 miljoen in 2010. Het overgrote deel van de kosten in verband met de bouw van het nieuwe kantoorgebouw voor de ECB zijn gekapitaliseerd en worden niet onder deze post opgenomen.





## BALANS PER 31 DECEMBER 2011

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2011 €	2010 €
<b>Goud en goudvorderingen</b>	1	<b>19.643.678.205</b>	<b>17.015.600.109</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	2		
Vorderingen op het IMF	2.1	664.189.254	414.722.811
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	2.2	40.763.380.487	39.298.995.950
		<b>41.427.569.741</b>	<b>39.713.718.761</b>
<b>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	2.2	<b>4.827.713.607</b>	<b>4.326.557.549</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	3		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	3.1	<b>1.456.000.000</b>	<b>1.800.000.000</b>
<b>Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	4	<b>204.931.400</b>	<b>33.368.000</b>
<b>Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	5		
Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden	5.1	<b>22.819.128.768</b>	<b>17.925.976.508</b>
<b>Vorderingen binnen het Eurosysteem</b>	6		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem	6.1	71.090.081.710	67.176.191.390
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	6.2	49.393.103.654	0
		<b>120.483.185.364</b>	<b>67.176.191.390</b>
<b>Overige activa</b>	7		
Materiële en immateriële vaste activa	7.1	441.349.493	281.925.625
Overige financiële activa	7.2	16.040.825.454	13.249.960.731
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten	7.3	264.245.011	147.260.366
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten	7.4	1.861.875.764	1.319.491.653
Diversen	7.5	1.400.781.867	532.963.278
		<b>20.009.077.589</b>	<b>15.531.601.653</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>230.871.284.674</b>	<b>163.523.013.970</b>

PASSIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2011 €	2010 €
<b>Bankbiljetten in omloop</b>	8	<b>71.090.081.710</b>	<b>67.176.191.390</b>
<b>Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	9	<b>204.926.300</b>	<b>33.363.000</b>
<b>Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	10		
Overige verplichtingen	10.1	<b>1.056.000.000</b>	<b>1.072.000.000</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	11	<b>77.116.620.293</b>	<b>1.201.602.021</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	12		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	12.1	<b>406.665.121</b>	<b>478.028.926</b>
<b>Verplichtingen binnen het Eurosysteem</b>	13		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves	13.1	40.307.572.893	40.204.457.215
Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)	6.2	0	21.225.255.926
		<b>40.307.572.893</b>	<b>61.429.713.141</b>
<b>Overige passiva</b>	14		
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten	14.1	869.160.478	568.235.002
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten	14.2	1.251.205.972	749.630.881
Diversen	14.3	623.759.817	494.466.366
		<b>2.744.126.267</b>	<b>1.812.332.249</b>
<b>Voorzieningen</b>	15	<b>6.407.941.415</b>	<b>5.216.716.613</b>
<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	16	<b>24.324.930.772</b>	<b>19.626.699.159</b>
<b>Kapitaal en reserves</b>	17		
Kapitaal	17.1	<b>6.484.283.669</b>	<b>5.305.536.076</b>
<b>Winst over het jaar</b>		<b>728.136.234</b>	<b>170.831.395</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>230.871.284.674</b>	<b>163.523.013.970</b>

## WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2011

	ZIE TOELICHTING ONDER	2011 €	2010 €
Rentebaten uit externe reserves	24.1	290.220.291	366.179.478
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem	24.2	856.392.005	653.509.659
Overige rentebaten	24.4	8.331.260.026	4.796.498.245
<i>Rentebaten</i>		<i>9.477.872.322</i>	<i>5.816.187.382</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves	24.3	(433.970.898)	(346.484.251)
Overige rentelasten	24.4	(7.044.498.398)	(4.047.227.079)
<i>Rentelasten</i>		<i>(7.478.469.296)</i>	<i>(4.393.711.330)</i>
<b>Netto rentebaten</b>	<b>24</b>	<b>1.999.403.026</b>	<b>1.422.476.052</b>
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	25	472.219.229	474.313.327
Afwaarderingen van financiële activa en posities	26	(157.457.283)	(195.213.437)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijrisico's		(1.166.175.000)	(1.163.191.667)
<b>Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's</b>		<b>(851.413.054)</b>	<b>(884.091.777)</b>
<b>Netto lasten uit provisies en commissies</b>	<b>27</b>	<b>(1.980.780)</b>	<b>(1.409.017)</b>
<b>Baten uit aandelen en deelnemingen</b>	<b>28</b>	<b>1.048.891</b>	<b>2.612.858</b>
<b>Overige baten</b>	<b>29</b>	<b>23.122.157</b>	<b>46.537.026</b>
<b>Totaal netto baten</b>		<b>1.170.180.240</b>	<b>586.125.142</b>
Personeelskosten	30	(216.065.185)	(196.470.934)
Beheerkosten	31	(208.017.979)	(196.636.534)
Afschrijving van materiële en immateriële vaste activa		(11.488.672)	(13.601.111)
Productiekosten bankbiljetten	32	(6.472.170)	(8.585.168)
<b>Winst over het jaar</b>		<b>728.136.234</b>	<b>170.831.395</b>

Frankfurt am Main, 28 februari 2012

EUROPESE CENTRALE BANK

Mario Draghi  
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 hieronder 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, het continuïteitsbeginsel, de periodoterekeningsgrondslag 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 (anders dan die welke zijn geassocieerd met aangehouden tot vervaldatum), 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 contante transacties in 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 valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

1 Besluit ECB/2006/17 van 10 november 2006, PB L 348 van 11.12.2006, blz. 38, zoals gewijzigd, waarin de gedetailleerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening waren neergelegd, is ingetrokken en met ingang van 31 december 2010 vervangen door Besluit ECB/2010/21 van 11 november 2010, PB L 35 van 9.2.2011, blz. 1.

2 Deze grondslagen volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financiële administratie en verslaggeving van de door de nationale centrale banken uitgevoerde werkzaamheden vereisen.

Goud wordt gewaardeerd tegen de per de jaarultimo geldende marktprijs. Er wordt voor goud geen onderscheid gemaakt tussen prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per *fine ounce*, die voor het jaar 2011 is afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 30 december 2011.

Het Bijzondere Trekkingsrecht (*Special Drawing Right* of SDR) wordt gedefinieerd in termen van een “mandje” valuta’s. Om de door de ECB aangehouden SDR’s te waarderen is de waarde van de SDR berekend als de gewogen som van de koersen van vier belangrijke valuta’s (Amerikaanse dollar, euro, Japanse yen en Brits pond) ten opzichte van de euro per 30 december 2011.

### WAARDEPAPIEREN

Verhandelbare waardepapieren (andere dan die welke zijn geclassificeerd als aangehouden tot vervaldatum) en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs of op basis van de relevante rendementscurve per de balansdatum per waardepapier. Voor het jaar 2011 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 30 december 2011 gebruikt.

Verhandelbare waardepapieren die zijn geclassificeerd als aangehouden tot vervaldatum 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 voor zover zij, per de jaarultimo, eerdere 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. In het geval van een ongerealiseerd verlies dat ten laste van de winst- en verliesrekening wordt gebracht, wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers of de marktprijs per de jaarultimo.

Bijzondere waardeverminderingen worden ten laste gebracht van de winst- en verliesrekening en in daaropvolgende jaren niet teruggeboekt, tenzij de bijzondere waardevermindering afneemt en de afname in verband kan worden gebracht met een waarneembare gebeurtenis die heeft plaatsgevonden nadat de bijzondere waardevermindering voor de eerste maal werd opgetekend.

Agio’s of disagio’s bij aangekochte waardepapieren (met inbegrip van die welke zijn geclassificeerd als aangehouden tot de vervaldatum) worden weergegeven als een deel van de rentebaten en worden afgeschreven over de resterende looptijd van de waardepapieren.

### TRANSACTIES MET WEDERINKOOP

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht op 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 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 effectenleningtransacties) die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningtransacties, worden alleen op de balans opgenomen indien liquide onderpand is verschaft op een rekening van de ECB. In 2011 heeft de ECB geen liquide onderpand in verband met dergelijke transacties ontvangen.

#### **NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN**

Deviezeninstrumenten, te weten deviezenstermijntransacties, termijnonderdelen van deviezen swaps en andere deviezeninstrumenten die een omwisseling van een bepaalde valuta tegen een andere valuta op een toekomstige datum inhouden, worden opgenomen in de netto deviezenposities voor het berekenen van koerswinsten en -verliezen.

Rente-instrumenten worden per instrument geherwaardeerd. Dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge van uitstaande rentefuturescontracten worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. De waardering van termijntransacties in waardepapieren en van renteswaps wordt gebaseerd op

algemeen aanvaarde waarderingsmethoden die gebruikmaken van waarneembare marktkoersen en -prijzen en van de disconteringsfactoren vanaf de valutadatum tot de waarderingsdatum.

#### **GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM**

De waarde van activa en passiva wordt aangepast rekening houdend met gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Raad van Bestuur 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 niet van invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum zijn opgenomen in de toelichting.

#### **POSITIES BINNEN HET ESCB EN BINNEN HET EUROSYSTEEM**

Posities binnen het ESCB zijn het resultaat van grensoverschrijdende transacties binnen de EU die worden afgewikkeld in centralebankgeld in euro. Het grootste deel van deze transacties vindt plaats op initiatief van entiteiten in de particuliere sector (kredietinstellingen, bedrijven en particulieren). Ze worden afgewikkeld via TARGET2 – het “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer”-systeem (zie Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag) – en leiden tot bilaterale saldi op de TARGET2-rekeningen van centrale banken in de EU. Deze bilaterale saldi worden dagelijks gesaldeerd en aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB. Saldi binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van TARGET2, alsook overige in euro luidende saldi binnen het Eurosysteem (bijvoorbeeld tussentijdse verdelingen van de winst aan

de nationale centrale banken), worden op de balans van de ECB opgenomen als één netto actief- of passiefpost en worden verantwoord onder “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)” of “Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)”. 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>3</sup>, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

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”).

Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB door nationale centrale banken die toetreden tot het eurogebied worden geboekt in euro en verantwoord onder “Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves”.

### VASTE ACTIVA

Vaste activa, met uitzondering van grond en kunstwerken, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. Grond en kunstwerken worden 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	4 or 10 jaar
Meubilair en installaties	10 jaar
Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000	Worden afgeboekt in het jaar van aanschaf

De lengte van de afschrijvingsperiode voor gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande gehuurde kantoorgebouwen van de ECB is aangepast, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel zijn afgeschreven voordat de ECB naar haar nieuwe locatie verhuist.

De kosten in verband met het nieuwe kantoorgebouw van de ECB worden, als zij aan de kapitalisatiecriteria voldoen, verantwoord onder “Activa in aanbouw”. Deze kosten zullen worden overgedragen naar de desbetreffende vaste-activaposten wanneer de activa eenmaal klaar voor gebruik zijn. Voor de afschrijving van het nieuwe kantoorgebouw van de ECB zullen de kosten worden toegewezen aan de van toepassing zijnde componenten en worden afgeschreven overeenkomstig de geschatte levensduur van de activa.

### PENSIOENREGELING VAN DE ECB, ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND EN ANDERE LANGETERMIJNUITKERINGEN

De ECB beheert een toegezegd-pensioenstelsel (*defined benefit plan*) voor haar personeel. Dit stelsel wordt gefinancierd middels activa die in een langetermijnfonds voor personeelsvoorzieningen worden aangehouden.

De verplichte bijdragen van de ECB en de personeelsleden bedragen respectievelijk 18% en 6% van het basissalaris. De personeelsleden kunnen vrijwillig aanvullende premies storten in een bijzondere-bijdragenfonds, waaruit aanvullende uitkeringen kunnen worden gefinancierd.<sup>4</sup>

3 Per 31 december 2011 namen de volgende nationale centrale banken buiten het eurogebied deel aan TARGET2: Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank), Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski en Banca Națională a României.

4 De door de vrijwillige bijdragen gevormde middelen van een deelnemer kunnen bij pensionering worden gebruikt voor een aanvullend pensioen. Dit pensioen wordt vanaf dat moment opgenomen in de toegezegd-pensioenverplichting.

### 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, waarbij gebruik wordt gemaakt van een rentetarief dat wordt bepaald aan de hand van het marktrendement op de balansdatum van in euro luidende bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit die soortgelijke looptijden hebben als de termijn van de 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:

- (a) de toegerekende pensioenkosten van de gedurende het jaar opgebouwde toegezegde verplichtingen;
- (b) de rente tegen de disconteringsvoet op de toegezegd-pensioenverplichting;
- (c) het verwachte rendement op de fondsbeleggingen ten opzichte van de toegezegd-pensioenverplichting;
- (d) de actuariële winsten en verliezen uit hoofde van uitkeringen na beëindiging van het dienstverband, waarbij gebruik wordt gemaakt een “10%-bandbreedte”-benadering, en

- (e) de actuariële winsten en verliezen uit hoofde van overige langetermijnuitkeringen, in hun geheel.

### De “10%-bandbreedte”-benadering

De netto cumulatieve niet-opgenomen actuariële winsten en verliezen uit hoofde van uitkeringen na beëindiging van het dienstverband 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 ten opzichte van de toegezegd-pensioenverplichting, worden afgeschreven over de verwachte gemiddelde resterende diensttijd van de deelnemende personeelsleden.

### Niet-gefinancierde uitkeringen

Voor de uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnuitkeringen van leden van de Directie van de ECB bestaan niet-gefinancierde regelingen. Ook voor personeelsleden bestaan voor andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband dan pensioenen en voor andere langetermijnuitkeringen 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 toegerekend als hierboven uiteengezet onder “Winst- en verliesrekening”.

De waarde van deze verplichtingen wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen vastgesteld zodat de toepasselijke verplichting in de jaarrekening kan worden opgenomen.

### BANKBILJETTEN 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

<sup>5</sup> Besluit ECB/2010/29 van de Europese Centrale Bank van 13 december 2010 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (herschikking), PB L 35 van 9.2.2011, blz. 26.



van de eurobankbiljetten in omloop wordt op de laatste werkdag van elke maand toegeedeeld 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 toegeedeeld 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/Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de post “Netto rentebaten”.

#### TUSSENTIJDSE VERDELING VAN DE WINST

De inkomsten van de ECB uit de eurobankbiljetten in omloop en de inkomsten uit de in het kader van het Programma voor de effectenmarkten aangekochte waardepapieren zijn verschuldigd aan de nationale centrale banken van het eurogebied in het boekjaar waarin deze zijn opgebouwd. De ECB verdeelt deze baten in januari van het volgende jaar door middel van een tussentijdse verdeling van de winst.<sup>8</sup> De baten worden in hun geheel verdeeld, tenzij de netto winst van de ECB over het gehele jaar lager is dan haar inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop en de in het kader van het Programma voor de effectenmarkten aangekochte waardepapieren, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur om overdrachten te maken naar de voorziening tegen wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijrisico's. De Raad van Bestuur kan tevens besluiten de inkomsten uit de eurobankbiljetten te verminderen met de door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

#### DIVERSEN

In het licht van de rol van de ECB als centrale bank is de Directie van oordeel dat de publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De Raad van de Europese Unie 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.

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/2010/23 van de Europese Centrale Bank van 25 november 2010 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben (herschikking), PB L 35 van 9.2.2011, blz. 17.

8 Besluit ECB/2010/24 van 25 november 2010 inzake de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten en uit waardepapieren die zijn aangekocht onder het programma voor de effectenmarkten (herschikking), PB L 6 van 11.1.2011, blz. 35.

# TOELICHTING OP DE BALANS

## I GOUD EN GOUDVORDERINGEN

Per 31 december 2011 bedraagt de goudvoorraad van de ECB 16.142.871 *ounces fine gold*<sup>9</sup> (2010: 16.122.143 *ounces*). De toename was voornamelijk het gevolg van de overdracht op grond van Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB van 20.728 *ounces fine gold* door Eesti Pank aan de ECB bij de overgang van Estland op de gemeenschappelijke munt.<sup>10</sup> Daarnaast deden zich geringe wegingsverschillen voor bij het vervangingsprogramma dat de ECB in 2010 heeft gestart. De stijging van de waarde in euro van de goudvoorraad van de ECB was echter voornamelijk het gevolg van een aanzienlijke stijging van de goudprijs in 2011 (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening” en onder 16, “Herwaarderingsrekeningen”).

## 2 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN EN INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

### 2.1 VORDERINGEN OP HET IMF

Deze post omvat de per 31 december 2011 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (SDR's) en is het resultaat van een door de ECB met het Internationaal Monetair Fonds 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. 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”).

### 2.2 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 bankleningen luidende in vreemde valuta en

beleggingen in waardepapieren luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen.

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2011 €	2010 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	967.861.820	1.415.134.235	(447.272.415)
Geldmarkt-deposito's	598.657.080	881.467.443	(282.810.363)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	623.065.152	54.632.540	568.432.612
Beleggingen in waardepapieren	38.573.796.435	36.947.761.732	1.626.034.703
Totaal	40.763.380.487	39.298.995.950	1.464.384.537

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2011 €	2010 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	1.439.838	3.522.840	(2.083.002)
Geldmarkt-deposito's	4.826.273.769	4.254.182.741	572.091.028
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	0	68.851.968	(68.851.968)
Totaal	4.827.713.607	4.326.557.549	501.156.058

De stijging van deze posten in 2011 was voornamelijk het gevolg van de appreciatie van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen ten opzichte van de euro. Deze werd gedeeltelijk gecompenseerd door een daling van de waarde van de Japanse yen-portefeuille als gevolg van de deelname van de ECB aan de gecoördineerde internationale interventie in de valutamarkten op 18 maart 2011. De in 2011 ontvangen baten voornamelijk op de portefeuille in Amerikaanse dollar en een stijging van de onrealiseerde winsten uit de herwaardering van waardepapieren (zie onder 16, “Herwaarderingsrekeningen”) hebben eveneens bijgedragen tot de hogere totale waarde van deze posten.

<sup>9</sup> Dit komt overeen met 502,1 ton.

<sup>10</sup> Deze overdracht, met een waarde van €21,9 miljoen, vond plaats per 1 januari 2011.

Daarnaast heeft Eesti Pank bij de overgang van Estland op de gemeenschappelijke munt per 1 januari 2011 overeenkomstig Artikel 48.1 en Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB in Japanse yen luidende externe reserves met een totale waarde van €124,0 miljoen aan de ECB overgedragen.

De netto door de ECB aangehouden deviezen in Amerikaanse dollar en Japanse yen<sup>11</sup> waren per 31 december 2011 als volgt:

	2011 Valuta (in miljoenen)	2010 Valuta (in miljoenen)
Amerikaanse dollars	44.614	43.952
Japanse yen	1.041.238	1.101.816

### 3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

#### 3.1 TEGOEDE BIJ BANKEN, BELEGGINGEN IN WAARDEPAPIEREN EN LENINGEN

Per 31 december 2011 bestond deze post uit een vordering op een centrale bank buiten het eurogebied in verband met een overeenkomst met de ECB betreffende repo-transacties. Uit hoofde van deze overeenkomst kan deze centrale bank buiten het eurogebied tegen beleenbaar onderpand euro lenen ter ondersteuning van haar binnenlandse liquiditeitsverschaffende transacties.

### 4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIETINSTELLINGEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze post bestond voornamelijk uit vorderingen uit repo-transacties met wederinkoopverplichting uitgevoerd in het kader van krediettransacties met gedekte obligaties (zie onder 9, "Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied luidende in euro").

### 5 WAARDEPAPIEREN UITGEGEVEN DOOR INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

#### 5.1 WAARDEPAPIEREN AANGEHOUDEN VOOR MONETAIRBELEIDSDOELEINDEN

Per 31 december 2011 bestond deze post uit waardepapieren die door de ECB waren aangekocht in het kader van de twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties<sup>12</sup> en het Programma voor de effectenmarkten ("Securities Markets Programme")<sup>13</sup>.

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	4.814.370.827	4.823.413.246	(9.042.419)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	212.604.879	-	212.604.879
Programma voor de effectenmarkten	17.792.153.062	13.102.563.262	4.689.589.800
Totaal	22.819.128.768	17.925.976.508	4.893.152.260

Eind juni 2010 waren de aankopen uit hoofde van het eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties volledig ten uitvoer gelegd. In 2011 resulteerde de afschrijving van agio's en disagio's op aangehouden waardepapieren

11 Deze posities omvatten activa minus passiva luidende in de desbetreffende vreemde valuta die vallen onder de herwaardering van deviezen. Deze zijn opgenomen onder "Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Overlopende activa en vooruitbetaalde passiva", "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten" (passiefzijde) en "Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten", waarbij tevens rekening wordt gehouden met deviezentermijntransacties en deviezenwaps onder de niet in de balans opgenomen posten. Koerswinsten op financiële instrumenten luidende in vreemde valuta ten gevolge van herwaarderingen vallen hierbuiten.

12 Zoals bekendgemaakt in de ECB-persberichten van 4 juni 2009 en 6 oktober 2011.

13 Zoals bekendgemaakt in het ECB-persbericht van 10 mei 2010 over maatregelen om ernstige spanningen in de financiële markten tegen te gaan.

in een netto daling van deze post (zie “Resultaatbepaling” in de “Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling”).

Op 6 oktober 2011 heeft de Raad van Bestuur de start van het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties bekendgemaakt. In het kader van dit programma zijn de ECB en de nationale centrale banken begonnen met de aankoop van in euro luidende in het eurogebied uitgegeven gedekte obligaties teneinde de financieringsvoorwaarden voor kredietinstellingen en ondernemingen te verruimen en kredietinstellingen aan te moedigen de kredietverstrekking aan hun cliënten te handhaven en uit te breiden. Verwacht wordt dat de aankopen eind oktober 2012 volledig zullen zijn afgerond.

Krachtens het Programma voor de effectenmarkten dat in mei 2010 werd opgezet kunnen de ECB en de nationale centrale banken in het eurogebied uitgegeven overheids- en particuliere schuldbewijzen aankopen om de slechte werking van bepaalde segmenten van de markten voor schuldbewijzen in het eurogebied het hoofd te bieden en de soepele werking van het transmissiemechanisme voor het monetaire beleid te herstellen. De netto toename van deze post in 2011 was het gevolg van verdere aankopen die de aflossingen in 2011 meer dan compenseerden.

Waardepapieren die in het kader van het Programma voor de effectenmarkten en de aankoopprogramma's voor gedekte obligaties worden aangekocht worden geboekt als waardepapieren die tot de vervaldatum worden aangehouden en worden gewaardeerd tegen kostprijs minus afschrijvingen waarbij rekening wordt gehouden met bijzondere waardevermindering (zie onder “Waardepapieren” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Op basis van de beschikbare informatie en geschatte inbare bedragen per ultimo 2011 zijn jaarlijkse waardeverminderingstests uitgevoerd.

In deze context heeft de Raad van Bestuur de impact van het in 2011 bekendgemaakte initiatief tot grotere betrokkenheid van de particuliere sector in ogenschouw genomen.

In dit initiatief werd voorgesteld een deel van de door de Helleense Republiek uitgegeven schuld te herstructureren om zo te waarborgen dat haar schuld op de lange termijn houdbaar zal blijven. Een deel van de door de ECB krachtens het Programma voor de effectenmarkten aangehouden waardepapieren bestaat uit schuldbewijzen die door de Helleense Republiek zijn uitgegeven. Aangezien het initiatief bedoeld was om de door de particuliere sector aangehouden schuld op basis van vrijwilligheid te herstructureren werd echter niet verwacht dat het zou leiden tot veranderingen in toekomstige contractuele kasstromen in verband met de door de ECB aangehouden schuldbewijzen. Per 31 december 2011 was de Raad van Bestuur van oordeel dat er geen reden was om aan te nemen dat het initiatief niet met succes ten uitvoer zou worden gebracht; derhalve zijn per de jaarultimo geen bijzondere waardeverminderingen opgetekend.

Daarnaast is geen bijzondere waardevermindering opgetekend voor de andere waardepapieren die krachtens het Programma voor de effectenmarkten of de twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties zijn aangekocht.

De Raad van Bestuur beoordeelt regelmatig de financiële risico's die zijn verbonden met de waardepapieren die krachtens het Programma voor de effectenmarkten en de twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties worden aangehouden.

#### **GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM**

In februari 2012 hebben de centrale banken van het Eurosysteem de door hen aangehouden Griekse overheidsobligaties, die waren aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten, ingewisseld voor nieuwe door de Helleense Republiek uitgegeven waardepapieren. De nieuw aangekochte waardepapieren hebben, in termen van nominale waarde, couponrentes, rentebetalingen en aflossingsdata, dezelfde kenmerken als de waardepapieren die waren aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten. De nieuwe waardepapieren zijn niet opgenomen in de lijst van het beleenbaar onderpand dat in de context van het initiatief tot

grotere betrokkenheid van de particuliere sector werd geherstructureerd.

## 6 VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

### 6.1 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”). De remuneratie van deze vorderingen wordt dagelijks berekend tegen de laatste beschikbare marginale rentevoet die door het Eurosysteem werd gehanteerd bij zijn basisherfinancieringstransacties (zie onder 24.2, “Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem”).

### 6.2 OVERIGE VORDERINGEN/VERPLICHTINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM (NETTO)

In 2011 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”). Aan het einde van 2010 had de ECB een netto verplichting jegens de nationale centrale banken van het eurogebied maar aan het einde van 2011 een netto vordering. De wijziging van deze post was voornamelijk het gevolg van de toename van de uitstaande bedragen in verband met back-to-backswaptransacties met de nationale centrale banken in het kader van in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties (zie onder 11, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied luidende in euro”). De remuneratie van TARGET2-posities (met uitzondering van saldi uit deze back-to-backswaptransacties) wordt dagelijks berekend tegen de laatste beschikbare marginale rentevoet die door het Eurosysteem werd gehanteerd bij zijn basisherfinancieringstransacties.

In 2011 omvatte deze post tevens het bedrag verschuldigd aan de nationale centrale banken van het eurogebied in verband met de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit de bankbiljetten in omloop (zie onder “Tussentijdse verdeling van de winst” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Wat betreft 2010 besloot de Raad van Bestuur het volledige bedrag van deze baten en de inkomsten uit de waardepapieren aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten in te houden. Per einde 2010 waren geen hiermee verband houdende bedragen verschuldigd.

	2011 €	2010 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2	842.032.488.071	435.850.611.581
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2	(791.987.384.417)	(457.075.867.507)
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten in omloop	(652.000.000)	0
Overige vorderingen/ (verplichtingen) binnen het Eurosysteem (netto)	49.393.103.654	(21.225.255.926)

## 7 OVERIGE ACTIVA

### 7.1 MATERIËLE EN IMMATERIËLE VASTE ACTIVA

Deze activa omvatten per 31 december 2011 de volgende posten:

	2011 €	2010 €	Mutatie €
<b>Kosten</b>			
Land en gebouwen	168.916.034	168.714.234	201.800
Computerhardware en -software	187.324.734	188.781.597	(1.456.863)
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	30.891.846	30.325.142	566.704
Activa in aanbouw	339.020.767	174.386.237	164.634.530
Overige vaste activa	1.656.957	1.525.084	131.873
<b>Totaal kosten</b>	<b>727.810.338</b>	<b>563.732.294</b>	<b>164.078.044</b>

	2011 €	2010 €	Mutatie €
<b>Geaccumuleerde afschrijving</b>			
Land en gebouwen	(79.214.734)	(74.965.599)	(4.249.135)
Computerhardware en -software	(177.313.517)	(177.760.956)	447.439
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	(29.730.082)	(28.878.352)	(851.730)
Overige vaste activa	(202.512)	(201.762)	(750)
<b>Totaal geaccumuleerde afschrijving</b>	<b>(286.460.845)</b>	<b>(281.806.669)</b>	<b>(4.654.176)</b>
<b>Netto boekwaarde</b>	<b>441.349.493</b>	<b>281.925.625</b>	<b>159.423.868</b>

De stijging van de categorie “Activa in aanbouw” is voornamelijk het gevolg van de activiteiten in verband met het nieuwe kantoorgebouw van de ECB.

## 7.2 OVERIGE FINANCIËLE ACTIVA

Deze post bestaat uit de belegging van de eigen middelen van de ECB<sup>14</sup>, die worden aangehouden als een directe tegenpost van het kapitaal en de reserves van de ECB, en uit andere financiële activa, waaronder 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) opgenomen tegen de aankoopkosten van €41,8 miljoen.

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Rekeningen-courant luidende in euro	4.934.974	4.377.086	557.888
Waardepapieren luidende in euro	13.285.988.281	11.534.194.166	1.751.794.115
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro	2.707.978.069	1.669.436.200	1.038.541.869
Overige financiële activa	41.924.130	41.953.279	(29.149)
<b>Totaal</b>	<b>16.040.825.454</b>	<b>13.249.960.731</b>	<b>2.790.864.723</b>

De netto stijging van deze post was voornamelijk het gevolg van de belegging in

de eigenmiddelenportefeuille van (a) de in 2011 van de nationale centrale banken van het eurogebied ontvangen bedragen uit hoofde van de tweede termijn van hun bijdrage aan de verhoging van het geplaatste kapitaal van de ECB in 2010 (zie onder 17, “Kapitaal en reserves”), (b) de tegenpost van het bedrag dat in 2010 werd overgedragen naar de voorziening van de ECB voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico’s, en (c) in 2011 ontvangen inkomsten.

## 7.3 HERWAARDERINGSVERSCHILLEN NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsmutaties in per 31 december 2011 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en deviezertermijntransacties”). Deze waarderingsmutaties zijn het resultaat van de conversie van dergelijke transacties naar euro tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden die voortvloeien uit de conversie van de transacties tegen de gemiddelde koers van de betrokken vreemde valuta op die datum (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” en “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Waarderingswinsten op uitstaande renteswaptransacties zijn ook onder deze post opgenomen (zie onder 20, “Renteswaps”).

## 7.4 OVERLOPENDE ACTIVA EN VOORUITBETAALDE KOSTEN

In 2011 omvatte deze post nog van de nationale centrale banken van het eurogebied te ontvangen rente op de TARGET2-saldi voor de laatste maand van 2011 ter waarde van €752,6 miljoen (2010: €364,7 miljoen) en nog te ontvangen rente op de vorderingen van de ECB uit hoofde

<sup>14</sup> Repo-overeenkomsten die in het kader van het beheer van de eigenmiddelenportefeuille zijn uitgevoerd, worden verantwoord onder “Diversen” aan de passiefzijde (zie onder 14.3, “Diversen”).

van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem voor het laatste kwartaal van het jaar (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”) ter waarde van €230,6 miljoen (2010: €166,7 miljoen).

Onder deze post is tevens opgenomen de nog te ontvangen rente op waardepapieren (zie ook onder 2.2, “Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa” en “Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”, onder 5, “Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”, en onder 7.2, “Overige financiële activa”) en de nog te ontvangen rente op overige financiële activa.

#### **7.5 DIVERSEN**

Deze post omvat voornamelijk positieve saldi met betrekking tot per 31 december 2011 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en deviezentermijntransacties”). 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”).

Deze post omvat tevens de bedragen van de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit de bankbiljetten in omloop (zie onder “Tussentijdse verdeling van de winst” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”, en onder 6.2, “Andere vorderingen/verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)”).

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 Unie, dat op grond van Artikel 39 van de Statuten van het ESCB op de ECB van toepassing is.

#### **8 BANKBIJETTEN IN OMLOOP**

Deze post bestaat uit het aandeel van de ECB (8%) in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

#### **9 OVERIGE VERPLICHTINGEN AAN KREDIETINSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO**

In 2010 heeft de Raad van Bestuur besloten dat de centrale banken van het Eurosysteem de in het kader van het programma voor de aankoop van gedekte obligaties aangekochte obligaties beschikbaar zouden stellen voor leningtransacties. De ECB heeft deze leningtransacties uitgevoerd door middel van op elkaar afgestemde repo-transacties, waarbij de in het kader van repo-overeenkomsten ontvangen bedragen in hun geheel en tegelijkertijd bij dezelfde tegenpartij worden herbelegd krachtens een repo-overeenkomst met wederinkoopverplichting (zie onder 4, “Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro”). In 2011 heeft de Raad van Bestuur besloten het bereik van dergelijke leningtransacties uit te breiden met in het kader van het tweede aankoopprogramma voor gedekte obligaties aangekochte obligaties.

Per 31 december 2011 waren in de context van de leningtransacties met gedekte obligaties uitgevoerde repo-overeenkomsten met een waarde van €204,9 miljoen 2010: €33,4 miljoen) uitstaande. Deze betreffen uitsluitend obligaties die waren aangekocht in het kader van het eerste aankoopprogramma voor gedekte obligaties.

## 10 VERPLICHTINGEN AAN OVERIGE INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

### 10.1 OVERIGE PASSIVA

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.

## 11 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2011 bestond deze post voornamelijk uit een verplichting ten bedrage van €64,2 miljard (2010: €0,1 miljard) die voortkomt uit de tijdelijke wederzijdse kredietfaciliteit met de Federal Reserve. In het kader van deze regeling heeft de Federal Reserve door middel van een tijdelijke wederzijdse kredietovereenkomst ("swapline") Amerikaanse dollars aan de ECB verstrekt met het oog op het verschaffen van kortetermijnliquiditeit 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 in Amerikaanse dollar luidende liquiditeit te verschaffen. De back-to-backswaptransacties resulteerden in saldi binnen het Eurosysteem tussen de ECB en de nationale centrale banken.

Voor het overige bestaat deze post uit bij de ECB aangehouden saldi van andere nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, met inbegrip van saldi aangehouden door nationale centrale banken buiten het eurogebied die voortvloeien 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").

## 12 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

### 12.1 DEPOSITO'S, TEGOEDEN EN OVERIGE VERPLICHTINGEN

Deze positie bestaat uit verplichtingen die voortvloeiden uit repo-overeenkomsten afgesloten met niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

## 13 VERPLICHTINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

### 13.1 VERPLICHTINGEN UIT HOOFDE VAN DE OVERDRACHT VAN EXTERNE RESERVES

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 24.3, "Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves").

De overdracht van externe reserves door Eesti Pank bij de overgang van Estland op de gemeenschappelijke munt leidde tot een stijging van deze post ten belope van €103.115.678.

	Sinds 1 januari 2011 €	31 december 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	10.909.120.274
Eesti Pank	103.115.678	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639.835.662	639.835.662
Bank of Greece	1.131.910.591	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995	8.192.338.995



	Sinds 1 januari 2011 €	31 december 2010 €
Banca d'Italia	7.198.856.881	7.198.856.881
Central Bank of Cyprus	78.863.331	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	100.638.597
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	36.407.323	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638	399.443.638
Suomen Pankki – Finlands Bank	722.328.205	722.328.205
Totaal	40.307.572.893	40.204.457.215

De vordering van Eesti Pank werd vastgesteld op €103.115.678 om te garanderen dat de ratio tussen deze vordering en de totale vordering toegewezen aan de andere nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben, gelijk is aan de ratio tussen de weging van Eesti Pank in de verdeelsleutel voor inschrijving op het kapitaal van de ECB en de geaggregeerde weging van de andere nationale centrale banken van het eurogebied in deze verdeelsleutel. Het verschil tussen de vordering en de waarde van de overgedragen activa (zie onder 1, “Goud en goudvorderingen” en 2.2, “Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa; en Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”) is behandeld als deel van de bijdragen van Eesti Pank die zij krachtens Artikel 48.2 van de Statuten van het ESCB verschuldigd is aan de reserves en de aan de reserves van de ECB gelijkgestelde voorzieningen per 31 december 2010 (zie onder 15, “Voorzieningen” en 16, “Herwaarderingsrekeningen”).

## 14 OVERIGE PASSIVA

### 14.1 HERWAARDERINGSVERSCHILLEN NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsmutaties in per 31 december 2011

uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en deviezertermijntransacties”). 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 op die datum (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” en “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Waarderingsverliezen op uitstaande renteswaptransacties zijn ook onder deze post opgenomen (zie onder 20, “Renteswaps”).

### 14.2 OVERLOPENDE PASSIVA EN VOORAF GEÏNDE INKOMSTEN

Per 31 december 2011 waren hier de twee belangrijkste posten de lopende rente op saldi verschuldigd aan de nationale centrale banken ter zake van TARGET2 voor de laatste maand van 2011, ten belope van €770,1 miljoen (2010: €381,8 miljoen), en de aan de nationale centrale banken over het gehele jaar 2011 verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van de aan de ECB overgedragen externe reserves (zie onder 13, “Verplichtingen binnen het Eurosysteem”), ten belope van €434,0 miljoen (2010: €346,5 miljoen). De lopende rente op financiële instrumenten en andere overlopende posten zijn eveneens onder deze post opgenomen.

Deze post omvat tevens een bijdrage van €15,3 miljoen van de stad Frankfurt aan de ECB voor het behoud van de als monument geclassificeerde Großmarkthalle, in verband met de bouw van het nieuwe kantoorgebouw van de ECB. Dit bedrag zal worden gesaldeerd met de kosten van het gebouw wanneer dit eenmaal in gebruik wordt genomen (zie onder 7.1, “Materiële en immateriële vaste activa”).

### 14.3 DIVERSEN

Deze post omvat uitstaande repo-transacties ter waarde van €360,0 miljoen (2010: €235,4 miljoen) die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 7.2, “Overige financiële activa”).

Deze post omvat tevens negatieve saldi met betrekking tot per 31 december 2011 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 21, “Deviezenswaps en deviezen-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”).

Daarnaast omvat de post een bedrag van €112,5 miljoen voor de hieronder beschreven netto pensioenverplichting van de ECB.

#### **PENSIOENREGELING VAN DE ECB, ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND EN ANDERE LANGETERMIJNUITKERINGEN**

De bedragen die in de balans zijn verwerkt met betrekking tot de uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnuitkeringen aan personeelsleden (zie “Pensioenregeling van de ECB, andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnuitkeringen” in de “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”) worden getoond in de tabel hier rechtsboven.

De contante waarde van de verplichting ten opzichte van de personeelsleden omvat niet-gefinancierde verplichtingen ten bedrage van €86,6 miljoen (2010: €86,9 miljoen) die betrekking hebben op andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband dan pensioen en op andere langetermijnuitkeringen. Er bestaan tevens niet-

	2011 Personeel € miljoen	2011 Directie € miljoen	2011 Totaal € miljoen
Contante waarde van de verplichting	549,6	17,9	567,0
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(418,4)	-	(418,4)
Niet opgenomen actuariële winsten/ (verliezen)	(35,6)	(0,5)	(36,1)
In de balans opgenomen verplichting	95,1	17,4	112,5

	2010 Personeel € miljoen	2010 Directie € miljoen	2010 Totaal € miljoen
Contante waarde van de verplichting	539,6	15,9	555,5
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(391,6)	-	(391,6)
Niet opgenomen actuariële winsten/ (verliezen)	(71,6)	0,5	(71,1)
In de balans opgenomen verplichting	76,4	16,4	92,8

gefinancierde regelingen voor de uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnuitkeringen van de leden van de Directie (zie “Pensioenregeling van de ECB, andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnuitkeringen” in de “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

De in de winst- en verliesrekening van 2011 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:

	2011 Personeel € miljoen	2011 Directie € miljoen	2011 Totaal € miljoen
Toegerekende pensioenkosten	31,1	1,4	32,5
Rente op verplichtingen	24,2	0,8	25,0
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	(20,1)	-	(20,1)
Netto actuariële (winsten)/ verliezen opgenomen in jaar	6,2	(0,6)	5,6
Totaal opgenomen in “Personeelskosten”	41,4	1,6	43,0

	2010 Personeel € miljoen	2010 Directie € miljoen	2010 Totaal € miljoen
Toegerekende pensioenkosten	25.4	1.2	26.6
Rente op verplichtingen	21.1	0.8	21.9
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	(18.4)	-	(18.4)
Netto actuariële (winsten)/ verliezen opgenomen in jaar	(1.0)	(0.3)	(1.3)
Totaal opgenomen in "Personeelskosten"	27.1	1.7	28.8

In het kader van de "10%-bandbreedte"-benadering (zie "Pensioenregeling van de ECB, andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnutkeringen" in de "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening") worden de netto cumulatieve niet-opgenomen actuariële winsten en verliezen uit uitkeringen na beëindiging van het dienstverband 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.

De mutaties in de contante waarde van de verplichting zijn als volgt:

	2011 Personeel € miljoen	2011 Directie € miljoen	2011 Totaal € miljoen
Beginbedrag verplichting	539.6	15.9	555.5
Pensioenkosten	31.1	1.4	32.5
Rentekosten	24.2	0.8	25.0
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioen - regeling	16.3	0.2	16.5
Overige netto mutaties in de verplichtingen voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	(1.9)	0	(1.9)
Betaalde uitkeringen	(5.4)	(0.8)	(6.2)
Actuariële (winsten)/ verliezen	(54.8)	0.4	(54.4)
Eindbedrag verplichting	549.1	17.9	567.0

	2010 Personeel € miljoen	2010 Personeel € miljoen	2010 Personeel € miljoen
Beginbedrag verplichting	430.5	13.4	443.9
Pensioenkosten	25.4	1.2	26.6
Rentekosten	21.1	0.8	21.9
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	17.4	0.1	17.5
Overige netto mutaties in de verplichtingen voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	4.5	0	4.5
Betaalde uitkeringen	(4.8)	(0.4)	(5.2)
Actuariële (winsten)/ verliezen	45.5	0.8	46.3
Eindbedrag verplichting	539.6	15.9	555.5

De actuariële verliezen van €46,3 miljoen op de toegezegd-pensioenverplichting in 2010 waren hoofdzakelijk het gevolg van de verlaging van de disconteringsvoet van 5,50% naar 5,00% en van een stijging van de waarde van de gegarandeerde uitkeringen. Deze factoren werden slechts gedeeltelijk gecompenseerd door de verlaging van de aangenomen toekomstige stijging van de pensioenen van 2,00% naar 1,65%.

De actuariële winsten over 2011 op de toegezegd-pensioenverplichting met betrekking tot de personeelsleden bedroegen €54,8 miljoen. Dit bedrag omvat de effecten van (a) lagere dan verwachte groei in de waarde van de minimaal gegarandeerde uitkeringen; (b) een neerwaartse herziening van de verwachte gecrediteerde rendementen op de fondsbeleggingen met een onderliggende kapitaalgarantie die worden gebruikt om de toekomstige pensioenen te berekenen, en dientengevolge van de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting, en (c) lagere geprojecteerde groei van de premies ziektekostenverzekering.

De mutaties in de reële waarde van de fondsbeleggingen met betrekking tot de personeelsleden (met inbegrip van mutaties die voortvloeien uit de vrijwillige bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling) zijn als volgt:

	2011 € miljoen	2010 € miljoen
Beginbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	391.6	333.2
Verwacht rendement	20.1	18.4
Actuariële winsten/(verliezen)	(25.0)	0.6
Bijdragen gestort door werkgever	22.7	22.4
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	16.3	17.3
Betaalde uitkeringen	(5.4)	(4.8)
Overige netto mutaties in de activa voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	(1.9)	4.5
Eindbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	418.4	391.6

Bij het opstellen van de waarderingen waarnaar in deze paragraaf wordt verwezen, hebben de actuarissen door de Directie goedgekeurde aannames gehanteerd voor administratieve verwerkings- en verslaggevingsdoeleinden. De belangrijkste aannames die zijn gehanteerd voor het berekenen van de uit de pensioenregeling voortvloeiende verplichtingen, zijn in de tabel hieronder opgenomen.

	2011 %	2010 %
Disconteringsvoet	5.00	5.00
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	6.00	6.00
Algemene toekomstige salarisverhogingen <sup>1)</sup>	2.00	2.00
Toekomstige pensioenverhogingen	1.65	1.65

1) Daarnaast is rekening gehouden met verwachte individuele salarisverhogingen van tot 1,8% per jaar, afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers aan de regeling.

## 15 VOORZIENINGEN

Deze post bestaat uit een voorziening tegen wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's en diverse andere voorzieningen.

De voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's 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 wordt op grond van een risicobeoordeling door de ECB 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 activa, de omvang van de risico's die zich in het lopende boekjaar hebben geconcretiseerd, de verwachte resultaten voor het komende jaar en een in de tijd consistent toegepaste risicobeoordeling waarbij Value at Riskcijfers (VaR-cijfers) voor risicodragende activa worden berekend.<sup>15</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 2010 bedroeg de voorziening tegen wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's €5.183.637.388. Eesti Pank heeft met ingang van 1 januari 2011 een bedrag van €13.294.901 aan de voorziening bijgedragen.<sup>16</sup> In het licht van de resultaten van zijn beoordeling heeft de Raad van Bestuur besloten per 31 december 2011 een bedrag van €1.166.175.000 uit de inkomsten op de in het kader van het Programma voor de effectenmarkten aangekochte waardepapieren (zie onder 24.4, "Overige rentebaten en overige rentelasten") en uit een deel van de inkomsten op de eurobankbiljetten in omloop (zie onder 24.2, "Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem") naar de voorziening over te dragen. Deze overdracht verminderde de netto winst van de ECB over 2011 tot €728.136.234 en verhoogde de omvang van de voorziening, samen met de bijdrage van Eesti Pank, tot €6.363.107.289. Na de verhoging van het gestorte kapitaal van de ECB in 2011 (zie onder 17, "Kapitaal en reserves") is dit bedrag gelijk aan de waarde van het per 31 december 2011 door de nationale centrale banken van het eurogebied volgestorte kapitaal van de ECB.

<sup>15</sup> Zie ook Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag.

<sup>16</sup> Overeenkomstig Artikel 48.2 van de Statuten van het ESCB.

## 16 HERWAARDERINGSREKENINGEN

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsaldi uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa, passiva en niet in de balans opgenomen instrumenten (zie onder “Resultaatbepaling”, “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva”, “Waardepapieren” en “Niet in de balans opgenomen instrumenten” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Overeenkomstig Artikel 48.2 van de Statuten van het ESCB heeft Eesti Pank per 1 januari 2011 een bedrag van €50,3 miljoen aan deze saldi bijgedragen.

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Goud	15.718.491.496	13.078.746.071	2.639.745.425
Deviezen	7.975.683.173	6.271.078.092	1.704.605.081
Waardepapieren en andere instrumenten	630.756.103	276.874.996	353.881.107
Totaal	24.324.930.772	19.626.699.159	4.698.231.613

De voor de eindejaarserwaarding gebruikte deviezenwisselkoersen waren de volgende:

<i>Wisselkoersen</i>	2011	2010
Amerikaanse dollar per euro	1,2939	1,3362
Japanse yen per euro	100,20	108,65
Euro per SDR	1,1867	1,1572
Euro per <i>fine ounce</i> goud	1,216,864	1,055,418

## 17 KAPITAAL EN RESERVES

### 17.1 KAPITAAL

Met ingang van 29 december 2010 heeft de ECB haar geplaatste kapitaal met €5 miljard verhoogd naar €10.760.652.403.<sup>17</sup> Daarnaast heeft de Raad van Bestuur besloten dat de nationale centrale banken van het eurogebied hun uit deze verhoging voortvloeiende aanvullende kapitaalbijdragen in drie gelijke jaarlijkse termijnen zouden betalen.<sup>18</sup> Dientengevolge hebben de nationale centrale banken van het eurogebied (in zijn samenstelling per die datum) op 29 december 2010 een bedrag van €1.163.191.667 als eerste termijn betaald.

Eesti Pank heeft per 1 januari 2011 een bedrag van €12.572.592 gestort.<sup>19</sup> Dit bedrag bestond uit de eerste termijn van de bijdrage van Eesti Pank aan de verhoging van het geplaatste kapitaal van de ECB per eind december 2010, een bedrag van €2.983.333, en het restant van haar aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB vóór de verhoging, een bedrag van €9.589.259.

Op 28 december 2011 hebben de nationale centrale banken van het eurogebied, met inbegrip van Eesti Pank, een bedrag van €1.166.175.000 als de tweede termijn van hun bijdrage aan de verhoging van het geplaatste kapitaal van de ECB betaald. De derde termijn zal aan het einde van 2012 worden betaald.

Het gecombineerde effect van bovenvermelde betalingen in 2011 was een stijging van het volgestorte kapitaal van de ECB met €1.178.747.592<sup>20</sup>, zoals in de tabel hieronder weergegeven:<sup>21</sup>

	Gestort kapitaal vanaf 28 december 2011 €	Gestort kapitaal van 1 januari tot en met 27 december 2011 €	Gestort kapitaal per 31 december 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	220.583.718	180.157.051	180.157.051
Deutsche Bundesbank	1.722.155.361	1.406.533.694	1.406.533.694

17 Besluit ECB/2010/26 van 13 december 2010 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, PB L 11 van 15.1.2011, blz. 53.

18 Besluit ECB/2010/27 van 13 december 2010 betreffende het storten van de verhoging van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben, PB L 11 van 15.1.2011, blz. 54.

19 Overeenkomstig Artikel 48.1 van de Statuten van het ESCB en Besluit ECB/2010/34 van de Europese Centrale Bank van 31 december 2010 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door Eesti Pank, PB L 11 van 15.1.2011, blz. 58.

20 Door afronding komt de stijging niet geheel overeen met het totaal van de cijfers in de tabel.

21 Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. De opgetelde subtotalen in de tabellen van deze paragraaf kunnen derhalve door afronding enigszins afwijken van het totaalbedrag.

	Gestort kapitaal vanaf 28 december 2011	Gestort kapitaal van 1 januari tot en met 27 december 2011	Gestort kapitaal per 31 december 2010
	€	€	€
Eesti Pank	16.278.234	13.294.901	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	101.006.900	82.495.233	82.495.233
Bank of Greece	178.687.726	145.939.392	145.939.392
Banco de España	755.164.576	616.764.576	616.764.576
Banque de France	1.293.273.899	1.056.253.899	1.056.253.899
Banca d'Italia	1.136.439.021	928.162.355	928.162.355
Central Bank of Cyprus	12.449.666	10.168.000	10.168.000
Banque centrale du Luxembourg	15.887.193	12.975.526	12.975.526
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	5.747.399	4.694.066	4.694.066
De Nederlandsche Bank	362.686.339	296.216.339	296.216.339
Oesterreichische Nationalbank	176.577.921	144.216.254	144.216.254
Banco de Portugal	159.181.126	130.007.793	130.007.793
Banka Slovenije	29.901.025	24.421.025	24.421.025
Národná banka Slovenska	63.057.697	51.501.030	51.501.030
Suomen Pankki – Finlands Bank	114.029.487	93.131.154	93.131.154
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>6.363.107.289</b>	<b>5.196.932.289</b>	<b>5.183.637.388</b>

	Gestort kapitaal vanaf 28 december 2011	Gestort kapitaal van 1 januari tot en met 27 december 2011	Gestort kapitaal per 31 december 2010
	€	€	€
Lietuvos bankas	1.717.400	1.717.400	1.717.400
Magyar Nemzeti Bank	5.591.235	5.591.235	5.591.235
Narodowy Bank Polski	19.754.137	19.754.137	19.754.137
Banca Națională a României	9.944.860	9.944.860	9.944.860
Sveriges Riksbank	9.112.389	9.112.389	9.112.389
Bank of England	58.580.454	58.580.454	58.580.454
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>121.176.379</b>	<b>121.176.379</b>	<b>121.898.688</b>
<b>Totaal</b>	<b>6.484.283.669</b>	<b>5.318.108.669</b>	<b>5.305.536.076</b>

Van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied wordt vereist dat zij 3,75% van hun aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB betalen als bijdrage aan de operationele kosten van de ECB. Deze bijdrage bedroeg per eind 2011 €121.176.379. De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB, noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

De kapitaalverdeelsleutel en het geplaatste kapitaal van de ECB zijn in 2011 onveranderd gebleven. Ten gevolge van de overgang van Estland op de gemeenschappelijke munt per 1 januari 2011, zijn de toewijzing van de kapitaalverdeelsleutel en het geplaatste kapitaal aan de nationale centrale banken van het eurogebied en daarbuiten als volgt gewijzigd:<sup>22</sup>

	Gestort kapitaal vanaf 28 december 2011	Gestort kapitaal van 1 januari tot en met 27 december 2011	Gestort kapitaal per 31 december 2010
	€	€	€
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	3.505.014	3.505.014	3.505.014
Česká národní banka	5.839.806	5.839.806	5.839.806
Danmarks Nationalbank	5.986.285	5.986.285	5.986.285
Eesti Pank	-	-	722.309
Latvijas Banka	1.144.799	1.144.799	1.144.799

<sup>22</sup> Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. De opgetelde subtotaal in de tabellen van deze paragraaf kunnen derhalve door afronding enigszins afwijken van het totaalbedrag.

	Kapitaalverdeelsleutel sinds 1 januari 2011	Geplaatst kapitaal vanaf 1 januari 2011	Kapitaal- verdeelsleutel per 31 december 2010	Geplaatst kapitaal per 31 december 2010
	%	€	%	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	2,4256	261.010.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	18,9373	2.037.777.027
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	-	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	1,1107	119.518.566
Bank of Greece	1,9649	211.436.059	1,9649	211.436.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	8,3040	893.564.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	14,2212	1.530.293.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	12,4966	1.344.715.688
Central Bank of Cyprus	0,1369	14.731.333	0,1369	14.731.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	0,1747	18.798.860
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	0,0632	6.800.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	3,9882	429.156.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	1,9417	208.939.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	1,7504	188.354.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	0,3288	35.381.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	0,6934	74.614.364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134.927.820	1,2539	134.927.820
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>69,9705</b>	<b>7.529.282.289</b>	<b>69,7915</b>	<b>7.510.020.722</b>

	Kapitaalverdeel- sleutel sinds 1 januari 2011	Geplaatst kapitaal vanaf 1 januari 2011	Kapitaal- verdeelsleutel per 31 December 2010	Geplaatst kapitaal per 31 December 2010
	%	€	%	€
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	0,8686	93.467.027	0,8686	93.467.027
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	1,4472	155.728.162
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	1,4835	159.634.278
Eesti Pank	-	-	0,1790	19.261.568
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	0,2837	30.527.971
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	0,4256	45.797.337
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	1,3856	149.099.600
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	4,8954	526.776.978
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	2,4645	265.196.278
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	2,2582	242.997.053
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	14,5172	1.562.145.431
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>30,0295</b>	<b>3.231.370.113</b>	<b>30,2085</b>	<b>3.250.631.681</b>
<b>Totaal</b>	<b>100,0000</b>	<b>10.760.652.403</b>	<b>100,0000</b>	<b>10.760.652.403</b>

## NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

### 18 GEAUTOMATISEERD PROGRAMMA VOOR EFFECTENLENINGTRANSACTIES

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen heeft de ECB een overeenkomst voor een geautomatiseerd programma

voor effectenleningtransacties, waarbij een daarvoor aangestelde agent namens de ECB effectenleningtransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe als geschikt aangewezen tegenpartijen. Per 31 december 2011 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting uit met een waarde van €1,2 miljard (2010: €1,5 miljard).

## 19 RENTEFUTURES

Per 31 december 2011 waren de volgende deviezentransacties (opgenomen tegen markttrentes per jaarultimo) uitstaande:

Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

<i>Rentefutures in vreemde valuta</i>	2011 Contractwaarde €	2010 Contractwaarde €	Mutatie €
Aankopen	1.651.132.236	458.539.141	1.192.593.095
Verkopen	1.728.229.838	1.251.682.536	476.547.302

## 20 RENTESWAPS

Per 31 december 2009 stonden renteswaps met een contractwaarde van €225,7 miljoen (2010: €724,4 miljoen) uit, op basis van markttrentes per jaarultimo. Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

## 21 DEVIEZENSWAPS EN DEVIEZENTERMIJNTRANSACTIES

### BEHEER VAN DE DEVIEZENRESERVES

In 2011 zijn deviezenswaptransacties en deviezentermijntransacties verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB. Per 31 december 2011 stonden de volgende termijnvorderingen en -verplichtingen uit deze transacties uit (markttrentes per jaarultimo):

<i>Deviezenswaps en deviezentermijntransacties</i>	2011 €	2010 €	Mutatie €
Vorderingen	2,304,007,744	1,697,483,530	606,524,214
Verplichtingen	2,309,882,385	1,740,464,038	569,418,347

## LIQUIDITEITSVERRUIMENDE TRANSACTIES

Per 31 december 2011 stonden termijnvorderingen op de nationale centrale

banken en termijnverplichtingen aan de Federal Reserve uit, die zijn ontstaan in verband met de verschaffing van in Amerikaanse dollar luidende liquiditeit aan tegenpartijen van het Eurosysteem (zie onder 11, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”).

## 22 BEHEER VAN KREDIETTRANSACTIES<sup>23</sup>

De ECB blijft verantwoordelijk voor het beheer van de krediettransacties van de EU in het kader van het mechanisme voor financiële ondersteuning voor de middellange termijn. Uit hoofde van dit mechanisme stonden per 31 december 2011 leningen van de Europese Unie aan Letland, Hongarije en Roemenië ten bedrage van €11,4 miljard uit.

Uit hoofde van de leningsovereenkomst tussen de lidstaten die de euro als munt hebben<sup>24</sup> en de Kreditanstalt für Wiederaufbau<sup>25</sup> als kredietverstrekkers, de Helleense Republiek, als kredietnemer, en Bank of Greece, als agent van de kredietnemer, is de ECB verantwoordelijk voor het verwerken van alle hiermee verband houdende betalingen namens de kredietverstrekker en de kredietnemer. In het kader van deze overeenkomst stonden per 31 december 2011 gepoolde bilaterale leningen van €52,9 miljard aan de Helleense Republiek uit.

Daarnaast heeft de ECB een operationele rol bij het beheer van leningen uit hoofde van het Europees Financieel Stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (EFSF). Per 31 december 2011 stonden leningen ten bedrage van €28 miljard uit hoofde van het EFSM en van €16,3 miljard uit hoofde van het EFSF aan Ierland en Portugal uit.

<sup>23</sup> Zie ook Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag.

<sup>24</sup> Met uitzondering van de Helleense Republiek en de Bondsrepubliek Duitsland.

<sup>25</sup> Handelend indachtig het algemeen belang, aan de hand van de instructies en met een garantie van de Bondsrepubliek Duitsland.



### 23 AANHANGIGE RECHTSZAKEN

Document Security Systems Inc. (DSSI) had bij het Gerecht van eerste aanleg van de Europese Gemeenschappen<sup>26</sup> een vordering tot schadevergoeding tegen de ECB ingesteld op grond van vermeende inbreuk door de ECB op een octrooi van DSSI<sup>27</sup> bij de productie van eurobankbiljetten. Het Gerecht van eerste aanleg heeft het beroep tot schadevergoeding tegen de ECB verworpen.<sup>28</sup> De ECB heeft in een aantal lidstaten vorderingen tot vernietiging van het octrooi ingesteld en is er in enkele van die lidstaten reeds in geslaagd het octrooi te doen vernietigen. Voorts stelt de ECB dat zij in geen enkel opzicht inbreuk heeft gemaakt op het octrooi en derhalve zal zij 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 nationale rechtsgebieden aanhangig gemaakte vorderingen tot vernietiging van nationale DSSI-octrooien is de ECB er nog steeds van overtuigd dat de kans dat zij DSSI schadevergoeding moet betalen gering is. De ECB volgt alle ontwikkelingen in deze gerechtelijke procedures nauwlettend.

26 Na de inwerkingtreding van het Verdrag van Lissabon op 1 december 2009 is de naam van het Gerecht van eerste aanleg veranderd in het Gerecht.

27 Europees octrooi nummer 0 455 750 B1 van DSSI.

28 Beschikking van het Gerecht van eerste aanleg van 5 september 2007, Document Security Systems, Inc./ECB (T295/05). Beschikbaar op [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

# TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING

## 24 NETTO RENTEBATEN

### 24.1 RENTEBATEN UIT EXTERNE RESERVES

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de netto externe reserves van de ECB, en is als volgt verdeeld:

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	2.088.888	1.328.753	760.135
Rentebaten uit geldmarktdeposito's	18.279.491	15.865.666	2.413.825
Rentebaten uit repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	1.479.020	2.712.798	(1.233.778)
Netto rentebaten uit waardepapieren	254.699.342	335.790.909	(81.091.567)
Netto rentebaten uit renteswaps	6.284.214	4.611.662	1.672.552
Netto rentebaten op deviezenswaps en deviezentermijntransacties in vreemde valuta's	7.686.740	6.523.343	1.163.397
<b>Totale rentebaten uit externe reserves</b>	<b>290.517.695</b>	<b>366.833.131</b>	<b>(76.315.436)</b>
Rentelasten op rekeningen-courant	(6.126)	(8.795)	2.669
Netto rentelasten op repo-overeenkomsten	(291.278)	(644.858)	353.580
<b>Rentebaten uit externe reserves (netto)</b>	<b>290.220.291</b>	<b>366.179.478</b>	<b>(75.959.187)</b>

De algehele daling van de netto rentebaten in 2011 was voornamelijk het gevolg van lagere netto rentebaten op de portefeuille in Amerikaanse dollar.

### 24.2 RENTEBATEN UIT DE TOEDELING VAN EUROBANKBIJETTEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post bestaat uit de rentebaten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten (zie "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening" en onder 6.1, "Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem"). De stijging van deze baten in 2011 weerspiegelde voornamelijk het feit dat de gemiddelde rente op de basisherfinancieringstransacties in 2011 hoger was dan in 2010.

### 24.3 REMUNERATIE VAN VORDERINGEN VAN NATIONALE CENTRALE BANKEN IN VERBAND MET DE 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 (zie onder 13, "Verplichtingen binnen het Eurosysteem") aan de ECB overgedragen externe reserves worden onder deze post opgenomen. De stijging van deze vergoeding in 2011 weerspiegelde voornamelijk het feit dat de gemiddelde rente op de basisherfinancieringstransacties in 2011 hoger was dan in 2010.

### 24.4 OVERIGE RENTEBATEN EN OVERIGE RENTELASTEN

Deze posten bestaan hoofdzakelijk uit rentebaten van €6,6 miljard (2010: €3,8 miljard) en rentelasten van €6,9 miljard (2010: €3,9 miljard) ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET2 (zie onder 6.2, "Overige vorderingen/verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)", en onder 11, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro").

Deze posten omvatten tevens netto inkomsten van €165,7 miljoen (2010: €140,4 miljoen) op de door de ECB in het kader van de aankoopprogramma's voor gedekte obligaties aangekochte waardepapieren, met inbegrip van netto baten uit de daarmee verband houdende effectenleningstransacties, en €1.002,8 miljoen (2010: €438,0 miljoen) aan inkomsten op de waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten. De rentebaten en rentelasten ten aanzien van overige in euro luidende activa en passiva, alsook rentebaten en rentelasten uit in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties, worden eveneens onder deze posten opgenomen.

## 25 GEREALISEERDE WINSTEN/VERLIEZEN UIT FINANCIËLE TRANSACTIES

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties in 2011 waren als volgt:

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde koerswinsten op waardepapieren, rentefutures en renteswaps	260.059.727	460.588.711	(200.528.984)
Netto gerealiseerde wisselkoers- en goudprijswinsten	212.159.502	13.724.616	198.434.886
Netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties	472.219.229	474.313.327	(2.094.098)

In 2011 omvatte deze post netto gerealiseerde koerswinsten op verkopen van waardepapieren en netto wisselkoerswinsten op uitstromen in vreemde valuta, die voornamelijk het gevolg waren van uitstromen in Japanse yen in het kader van de deelname van de ECB aan de gecoördineerde internationale interventie in de valutamarkten op 18 maart 2011 (zie onder 2.2, “Tegoe-den bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa; en Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta”).

## 26 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Ongerealiseerde koersverliezen op waardepapieren	(155.240.641)	(184.247.603)	29.006.962
Ongerealiseerde koersverliezen op renteswaps	(2.216.642)	(10.963.861)	8.747.219
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen	0	(1.973)	1.973
Totaal afwaarderingen	(157.457.283)	(195.213.437)	37.756.154

In 2011 waren deze lasten voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de aanschaffingskosten van een aantal

waardepapieren die per 30 december 2011 tegen hun marktwaarde op de balans zijn opgenomen.

## 27 NETTO LASTEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2011 €	2010 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies	77.858	110.661	(32.803)
Lasten uit provisies en commissies	(2.058.638)	(1.519.678)	(538.960)
Netto lasten uit provisies en commissies	(1.980.780)	(1.409.017)	(571.763)

In 2011 bestonden de baten onder deze post uit 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 rentefuturestransacties (zie onder 19, “Rentefutures”).

## 28 BATEN UIT AANDELEN EN DEELNEMINGEN

Het door de ECB op de aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen ontvangen dividend (zie onder 7.2, “Overige financiële activa”) wordt onder deze post opgenomen.

## 29 OVERIGE BATEN

Overige baten gedurende het jaar vloeiden voornamelijk voort uit de opgebouwde bijdragen van de nationale centrale banken van het eurogebied aan de door de ECB gemaakte kosten in verband met een groot marktinfrastructuurproject.

## 30 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van €173,1 miljoen (2010: €167,7 miljoen). Onder deze post is tevens een bedrag

van €43,0 miljoen (2010: €28,8 miljoen) opgenomen in verband met de pensioenregeling van de ECB, andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband en andere langetermijnutkeringen (zie onder 14.3, “Diversen”). De personeelskosten van €1,3 miljoen (2010: €1,3 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 de personeelsleden, met inbegrip van de emolumenten van hogere managementfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met het beloningssysteem binnen de Europese Unie.

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 de personeelsleden van de Europese Centrale Bank hebben leden van de Directie, afhankelijk van hun individuele omstandigheden, recht op een huishoudtoeslag, kindertoeslag en onderwijstoeslag. Op het basissalaris worden een belasting ten gunste van de Europese Unie 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 2011 als volgt:

	2011 €	2010 €
Jean-Claude Trichet (President tot en met oktober 2011)	309.290	367.863
Mario Draghi (President sinds november 2011)	61.858	-
Lucas D. Papademos (Vice-President tot en met mei 2010)	-	131.370
Vitor Constâncio (Vice-President sinds juni 2010)	318.132	183.918
Gertrude Tumpel-Gugerell (Lid van de Directie tot en met mei 2011)	110.460	262.728
Peter Praet (Lid van de Directie sinds juni 2011)	154.644	-
José Manuel González-Páramo (Lid van de Directie)	265.104	262.728
Lorenzo Bini Smaghi (Lid van de Directie)	265.104	262.728
Jürgen Stark (Lid van de Directie)	265.104	262.728
Totaal	1.749.696	1.734.063

De totale toelagen van de Directie en de bijdragen van de ECB aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroegen €646.154 (2010: €660.731).

Daarnaast bedroegen de uitkeringen bij aanstelling of beëindiging van het dienstverband aan de leden van de Directie die bij de ECB in dienst kwamen of de ECB verlieten €159.594 (2010: €52.548). Deze zijn opgenomen onder “Beheerkosten” in de winst- en verliesrekening (zie onder 31, “Beheerkosten”).

Aan voormalige leden van de Directie worden gedurende een beperkte periode na het einde van hun ambtsperiode overgangsbetalingen gemaakt. In 2011 bedroegen deze betalingen, daarmee samenhangende gezinstoelagen en de bijdrage van de ECB aan de ongevallen- en ziektekostenverzekering van voormalige leden van de Directie in totaal €479.665

(2010: €34.868). Pensioenbetalingen, met inbegrip van de bijbehorende toelagen, aan voormalige leden van de Directie of hun nabestaanden, en bijdragen aan hun ongevallenen ziektekostenverzekering bedroegen in totaal €321.929 (2010: €354.349). Het totaal aan betalingen aan voormalige leden van de Directie wordt opgenomen als “Betaalde uitkeringen”, en vermindert de toegezegd-pensioenverplichting van de ECB in verband met de uitkeringen na beëindiging van het dienstverband voor de Directie (zie onder 14.3, “Diversen”).

banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

Eind 2011 was het werkelijke *full-time equivalent* aantal personeelsleden onder contract bij de ECB 1.609,<sup>29</sup> met inbegrip van 158 op managementniveau. De verandering in het aantal personeelsleden was in 2011 als volgt:

	2011	2010
Totaal personeel per 1 januari	1.607	1.563
Nieuwe personeelsleden/wijziging van contract	313	328
Zelf vertrokken personeelsleden/afgelopen contracten	(299)	(302)
Netto stijging/(daling) als gevolg van wijzigingen in deeltijdregelingen	(12)	18
Totaal personeel per 31 december	1.609	1.607
Gemiddeld aantal personeelsleden	1.601	1.565

### 31 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 kantoormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeelsleden.

### 32 PRODUCTIEKOSTEN BANKBILJETTEN

Deze last houdt voornamelijk verband met het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, en tussen de nationale centrale

<sup>29</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.





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  
60394 Frankfurt am Main  
[www.pwc.de](http://www.pwc.de)

Tel.: +49 69 9585-3691  
Fax: +49 69 9585 913023  
[muriel.atton@de.pwc.com](mailto:muriel.atton@de.pwc.com)

29 February 2012

### 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 2011, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

#### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

#### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

#### *Opinion*

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2011, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 29 February 2012

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

  
Jens Roennberg  
Wirtschaftsprüfer

  
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 discrepantie geldt de Engelse versie van PWC.**

President en Raad van Bestuur van  
de Europese Centrale Bank  
Frankfurt am Main

29 februari 2012

## **Verklaring van de onafhankelijke accountant**

Wij hebben bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd, welke bestaat uit de balans per 31 december 2011, 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/2010/21 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, en voor enige interne controle die de Directie nodig acht voor de opstelling van een jaarrekening die vrij is van opgaven die materieel onjuist zijn, hetzij ten gevolge van fraude hetzij ten gevolge van fouten.

### *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 de Directie 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 2011 en van het resultaat voor het jaar 2011 overeenkomstig de beginselen zoals die door de Raad van Bestuur zijn vastgelegd en die worden uiteengezet in Besluit ECB/2010/21 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank.

Frankfurt am Main, 29 februari 2012

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Roennberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
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 2011.*

### INKOMSTEN UIT HET AANDEEL VAN DE ECB IN DE TOTALE WAARDE VAN DE BANKBILJETTEN IN OMLOOP EN UIT DE DOOR HAAR AANGEHOUDEN WAARDEPAPIEREN DIE ZIJN AANGEKOCHT IN HET KADER VAN HET PROGRAMMA VOOR DE EFFECTENMARKTEN VAN HET EUROSISTEEM (“SECURITIES MARKETS PROGRAMME”)

Met betrekking tot 2010 zijn, na een besluit van de Raad van Bestuur, de volledige inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop en uit de waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten, respectievelijk €654 miljoen en €438 miljoen, overgedragen naar de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. Derhalve heeft geen tussentijdse verdeling van de winst plaatsgevonden.

Met betrekking tot 2011 zijn, na een besluit van de Raad van Bestuur, de volledige inkomsten uit de waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten en een deel van de inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, respectievelijk €1.002,8 miljoen en €163,4 miljoen, overgedragen naar de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. Bij de tussentijdse verdeling van de winst door de ECB zijn op 3 januari 2012 inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop ten belope van €652 miljoen naar rato van hun gestorte aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB onder de nationale centrale banken van het eurogebied 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, met 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, na een besluit daartoe van de Raad van Bestuur, uit 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 toegeedeeld.<sup>1</sup>

De Raad van Bestuur heeft op 8 maart 2012 besloten geen overdracht te doen naar het algemeen reservefonds en de resterende winst over 2011, een bedrag van €76 miljoen, te verdelen onder de nationale centrale banken van het eurogebied naar rato van hun gestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

Nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de winst van de ECB, noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

	2011 €	2010 €
Winst over het jaar	728.136.234	170.831.395
Tussentijdse verdeling van de inkomsten uit het aandeel van de ECB in de eurobankbiljetten in omloop en uit waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten <sup>1)</sup>	(652.000.000)	(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 toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

	2011 €	2010 €
Winst over het boekjaar na verdeling van de inkomsten uit het aandeel van de ECB in de eurobankbiljetten in omloop en uit waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten	76.136.234	170.831.395
Onder de nationale centrale banken te verdelen winst	(76.136.234)	(170.831.395)
Totaal	0	0

1) Het Programma voor de effectenmarkten ("Securities Markets Programme") is in mei 2010 opgezet.

# GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2011

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2011	31 DECEMBER 2010
<b>1 Goud en goudvorderingen</b>	<b>423.458</b>	<b>367.402</b>
<b>2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>244.623</b>	<b>224.001</b>
2.1 Vorderingen op het IMF	85.655	71.319
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	158.968	152.681
<b>3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied luidende in vreemde valuta</b>	<b>98.226</b>	<b>26.940</b>
<b>4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>25.355</b>	<b>22.603</b>
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	25.355	22.603
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 monetair-beleidstransacties, luidende in euro</b>	<b>863.568</b>	<b>546.747</b>
5.1 Basisherfinancieringstransacties	144.755	227.865
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	703.894	298.217
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	20.623
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	14.823	25
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	97	17
<b>6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>78.653</b>	<b>45.655</b>
<b>7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>618.764</b>	<b>457.415</b>
7.1 Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden waardepapieren	273.854	134.829
7.2 Overige waardepapieren	344.910	322.586
<b>8 Overheidsschuld, luidende in euro</b>	<b>33.926</b>	<b>34.954</b>
<b>9 Overige activa</b>	<b>346.694</b>	<b>276.493</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>2.733.267</b>	<b>2.002.210</b>

Door afronding kunnen de totalen/subtotalen enigszins verschillen.

## PASSIVA

31 DECEMBER 31 DECEMBER  
2011 2010

<b>1</b>	<b>Bankbiljetten in omloop</b>	<b>888.676</b>	<b>839.702</b>
<b>2</b>	<b>Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetairbeleidstransacties, luidende in euro</b>	<b>849.477</b>	<b>378.008</b>
2.1	Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	223.539	212.739
2.2	Depositofaciliteit	413.882	104.458
2.3	Termijndeposito's	211.000	60.784
2.4	"Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5	Deposito's uit hoofde van margestortingen	1.056	27
<b>3</b>	<b>Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>2.423</b>	<b>2.808</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>79.726</b>	<b>79.792</b>
5.1	Overheid	65.590	71.685
5.2	Overige verplichtingen	14.137	8.107
<b>6</b>	<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>156.876</b>	<b>47.703</b>
<b>7</b>	<b>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>4.546</b>	<b>1.995</b>
<b>8</b>	<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>9.027</b>	<b>14.346</b>
8.1	Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	9.027	14.346
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>55.942</b>	<b>54.480</b>
<b>10</b>	<b>Overige passiva</b>	<b>209.582</b>	<b>172.388</b>
<b>11</b>	<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>394.013</b>	<b>331.510</b>
<b>12</b>	<b>Kapitaal en reserves</b>	<b>82.978</b>	<b>79.479</b>
	<b>Totaal passiva</b>	<b>2.733.267</b>	<b>2.002.210</b>



# BIJLAGEN

## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

In de onderstaande tabel worden de rechtsinstrumenten opgesomd die in 2011 door de ECB zijn vastgesteld. Voor een opsomming van alle rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld en in het *Publicatieblad van de Europese Unie* zijn gepubliceerd, wordt verwezen naar het onderdeel “Juridisch kader” op de website van de ECB.

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2011/1	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 25 februari 2011 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	PB C 67 van 2.3.2011, blz. 1
ECB/2011/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 17 maart 2011 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2007/2 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees realtime-brutovereveningssysteem (TARGET2)	PB L 86 van 1.4.2011, blz. 75
ECB/2011/3	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 18 maart 2011 houdende wijziging van Richtsnoer ECB/2004/18 inzake de aanbesteding van eurobankbiljetten	PB L 86 van 1.4.2011, blz. 77
ECB/2011/4	Besluit van de Europese Centrale Bank van 31 maart 2011 inzake tijdelijke maatregelen betreffende door de Ierse regering uitgegeven of gegarandeerde verhandelbare schuldbewijzen	PB L 94 van 8.4.2011, blz. 33
ECB/2011/5	Besluit van de ECB van 20 april 2011 inzake de selectie van netwerkdienstverleners voor TARGET2-Securities	PB L 134 van 21.5.2011, blz. 22
ECB/2011/6	Besluit van de Europese Centrale Bank van 9 mei 2011 tot wijziging van Besluit ECB/2004/3 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank	PB L 158 van 16.6.2011, blz. 37
ECB/2011/7	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 9 juni 2011 aan de Raad van de Europese Unie met betrekking tot de externe accountants van de Oostenrijkse Nationalbank	PB C 174 van 15.6.2011, blz. 6
ECB/2011/8	Besluit van de Europese Centrale Bank van 21 juni 2011 inzake de procedures t.a.v. milieuaccreditatie en gezondheids- en veiligheidsaccreditatie voor de productie van eurobankbiljetten	PB L 176 van 5.7.2011, blz. 52
ECB/2011/9	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 30 juni 2011 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2008/8 inzake de gegevensverzameling betreffende de euro en de werking van het Valuta-informatiesysteem 2 (Currency Information System 2 – CIS 2)	PB L 217 van 23.8.2011, blz. 1
ECB/2011/10	Besluit van de Europese Centrale Bank van 7 juli 2011 inzake tijdelijke maatregelen betreffende de beleenbaarheid van door de Portugese regering uitgegeven of gegarandeerde verhandelbare schuldbewijzen	PB L 182 van 12.7.2011, blz. 31

Nummer	Titel	PB-verwijzing
ECB/2011/11	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 25 augustus 2011 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banco de Portugal	PB C 258 van 2.9.2011, blz. 1
ECB/2011/12	Verordening van de Europese Centrale Bank van 25 augustus 2011 tot wijziging van Verordening ECB/2008/32 met betrekking tot de balans van de sector monetaire financiële instellingen	PB L 228 van 3.9.2011, blz. 13
ECB/2011/13	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 25 augustus 2011 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2007/9 betreffende monetaire statistieken en statistieken inzake financiële instellingen en markten	PB L 228 van 3.9.2011, blz. 37
ECB/2011/14	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 september 2011 betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem (herschikking)	PB L 331 van 14.12.2011, blz. 1
ECB/2011/15	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 14 oktober 2011 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2007/2 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees realtime-brutovereveningssysteem (TARGET2)	PB L 279 van 26.10.2011, blz. 5
ECB/2011/16	Besluit van de Europese Centrale Bank van 31 oktober 2011 tot wijziging van Besluit ECB/2010/15 betreffende het beheer van EFSF-leningen aan lidstaten die de euro als munt hebben, en tot wijziging van Besluit ECB/2010/31 betreffende de opening van rekeningen voor het verwerken van betalingen in verband met de EFSF-leningen aan lidstaten die de euro als munt hebben	PB L 289 van 8.11.2011, blz. 35
ECB/2011/17	Besluit van de ECB van 3 november 2011 houdende de tenuitvoerlegging van het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	PB L 297 van 16.11.2011, blz. 70
ECB/2011/18	Besluit van de Europese Centrale Bank van 3 november 2011 tot wijziging van Besluit ECB/2010/23 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben	PB L 319 van 2.12.2011, blz. 116
ECB/2011/19	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 november 2011 tot wijziging van Besluit ECB/2007/7 betreffende de voorwaarden van TARGET2-ECB	PB L 303 van 22.11.2011, blz. 44
ECB/2011/20	Besluit van de Europese Centrale Bank van 16 november 2011 tot vaststelling van gedetailleerde regels en procedures voor de tenuitvoerlegging van de geschiktheidscriteria voor centrale effectenbewaarinstellingen voor toegang tot TARGET2-Securities-diensten	PB L 319 van 2.12.2011, blz. 117



<b>Nummer</b>	<b>Titel</b>	<b>PB-verwijzing</b>
ECB/2011/21	Besluit van de Europese Centrale Bank van 1 december 2011 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2012	PB L 324 van 7.12.2011, blz. 37
ECB/2011/22	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 9 december 2011 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van De Nederlandsche Bank	PB C 367 van 16.12.2011, blz. 1
ECB/2011/23	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 9 december 2011 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot externe statistieken	PB L 65 van 3.3.2012, blz. 1
ECB/2011/24	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 9 december 2011 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot externe statistieken	PB C 64 van 3.3.2012, blz. 1
ECB/2011/25	Besluit van de Europese Centrale Bank van 14 december 2011 inzake aanvullende tijdelijke met herfinancieringstransacties van het Eurosysteem en de beleenbaarheid van onderpand verband houdende maatregelen	PB L 341 van 22.12.2011, blz. 65
ECB/2011/26	Verordening van de Europese Centrale Bank van 14 december 2011 tot wijziging van Verordening ECB/2003/9 inzake de toepassing van reserveverplichtingen	PB L 338 van 21.12.2011, blz. 51
ECB/2011/27	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 december 2011 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2010/20 betreffende het juridische kader ten behoeve van de financiële administratie en verslaglegging in het Europees Stelsel van Centrale Banken	PB L 19 van 24.1.2012, blz. 37

## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

In de onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven van de adviezen die in 2011 en begin 2012 door de ECB zijn uitgebracht ingevolge de Artikelen 127, lid 4, en 282, lid 5, van het Verdrag en Artikel 4 van de Statuten van het ESCB. Voor een overzicht van alle adviezen die de ECB sedert haar oprichting heeft uitgebracht, wordt verwezen naar het onderdeel “Juridisch kader” op de website van de ECB.

### (a) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een Europese instelling

Nummer <sup>1</sup>	Raadplegende instelling en onderwerp	PB-verwijzing
CON/2011/1	Raad – een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters	PB C 57 van 23.2.2011, blz. 1
CON/2011/6	Raad – een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad houdende wijziging van de richtlijnen 98/78/EG, 2002/87/EG en 2006/48/EG betreffende het aanvullende toezicht op financiële entiteiten in een financieel conglomeraat	PB C 62 van 26.2.2011, blz. 1
CON/2011/8	Raad – een aanbeveling voor een besluit van de Raad betreffende de regelingen voor de heronderhandeling over de monetaire overeenkomst met het Vorstendom Monaco	PB C 60 van 25.2.2011, blz. 1
CON/2011/12	Raad – een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende depositogarantiestelsels (herschikking) en inzake een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van Richtlijn 97/9/EG van het Europees Parlement en de Raad inzake beleggerscompensatiestelsels	PB C 99 van 31.3.2011, blz. 1
CON/2011/13	Raad – hervorming van de economische governance in de Europese Unie	PB C 150 van 20.5.2011, blz. 1
CON/2011/16	Europese Raad – een aanbeveling van de Raad betreffende de benoeming van een lid van de Directie van de Europese Centrale Bank	PB C 74 van 8.3.2011, blz. 1
CON/2011/17	Raad – een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende baisstransacties en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps	PB C 91 van 23.3.2011, blz. 1
CON/2011/18	Raad – een voorstel voor een verordening van de Raad over de denominaties en technische specificaties van voor circulatie bestemde euromuntstukken (codificatie)	PB C 114 van 12.4.2011, blz. 1
CON/2011/22	Raad – een aanbeveling voor een besluit van de Raad betreffende de regelingen voor de onderhandelingen over een monetaire overeenkomst met de Franse Republiek, handelend ten behoeve van de Franse autonome overzeese gemeenschap Saint-Barthélemy	PB C 213 van 20.7.2011, blz. 16

<sup>1</sup> De adviezen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

Nummer <sup>1</sup>	Raadplegende instelling en onderwerp	PB-verwijzing
CON/2011/24	Raad – een ontwerpbesluit van de Europese Raad tot wijziging van artikel 136 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie met betrekking tot een stabiliteitsmechanisme voor de lidstaten die de euro als munt hebben	PB C 140 van 11.5.2011, blz. 8
CON/2011/32	Raad – een voorstel voor een verordening tot vaststelling van technische vereisten voor overmakingen en automatische afschrijvingen in euro	PB C 155 van 25.5.2011, blz. 1
CON/2011/42	Raad – een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de richtlijnen 2003/71/EG en 2009/138/EG wat de bevoegdheden van de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen en van de Europese Autoriteit voor effecten en markten betreft	PB C 159 van 28.5.2011, blz. 10
CON/2011/44	Raad – een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende het Europees systeem van nationale en regionale rekeningen in de Europese Unie	PB C 203 van 9.7.2011, blz. 3
CON/2011/48	Europese Raad – een aanbeveling van de Raad betreffende de benoeming van de President van de Europese Centrale Bank	PB C 182 van 23.6.2011, blz. 6
CON/2011/56	Raad – een voorstel voor een besluit van de Raad betreffende de ondertekening en de sluiting van de monetaire overeenkomst tussen de Europese Unie en de Franse Republiek met betrekking tot het behoud van de euro op Saint-Barthélemy, ten gevolge van de wijziging van de status van dit gebied ten aanzien van de Europese Unie	PB C 213 van 20.7.2011, blz. 21
CON/2011/58	Raad – een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake woningkredietovereenkomsten	PB C 240 van 18.8.2011, blz. 3
CON/2011/65	Europees Parlement en Raad – een voorstel voor een verordening betreffende de uitgifte van euromunten en een voorstel voor een verordening betreffende de denominaties en technische specificaties van voor circulatie bestemde euromuntstukken	PB C 273 van 16.9.2011, blz. 2
CON/2011/77	Europese Raad – een aanbeveling van de Raad betreffende de benoeming van een lid van de Directie van de Europese Centrale Bank	PB C 301 van 12.10.2011, blz. 2
CON/2011/100	Europese Raad – een aanbeveling van de Raad betreffende de benoeming van een lid van de Directie van de Europese Centrale Bank	PB C 364 van 14.12.2011, blz. 7
CON/2012/5	Raad – een voorstel voor een richtlijn betreffende de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op beleggingsondernemingen en een voorstel voor een verordening betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen	Nog niet gepubliceerd in het <i>Publicatieblad van de Europese Unie</i>

**(b) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een lidstaat en eigen-initiatiefadviezen ten aanzien van regelgeving van een lidstaat<sup>2</sup>**

<b>Nummer<sup>1</sup></b>	<b>Raadplegende instelling en onderwerp</b>
CON/2011/2	Cyprus – de sanctiebevoegdheden van de effectenbeurs van Cyprus
CON/2011/3	Slovenië – wijzigingen op de Bankwet
CON/2011/4	Polen – gesloten beleggingsfondsen die niet-publieke participatiebewijzen uitgeven
CON/2011/5	België – implementatie van de beginselen voor de evolutie van de toezichtsarchitectuur voor de financiële sector in België
CON/2011/7	Litouwen – gewijzigd nationaal kader voor monetairbeleidstransacties met het oog op verdere harmonisatie met het Eurosysteem
CON/2011/9	Polen – wijzigingen van de Poolse grondwet betreffende de aanneming van de euro
CON/2011/10	Italië – deelname van Italië aan programma's van het Internationaal Monetair Fonds naar aanleiding van de financiële crisis
CON/2011/11	Polen – opname van kredietverenigingen in het steunprogramma van de overheid aangaande financiële instellingen
CON/2011/14	Litouwen – gewijzigde wetgeving betreffende het definitieve karakter van afwikkeling en betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten in Litouwen
CON/2011/15	Roemenië – wijzigingen op de wetgeving betreffende het depositogarantiefonds
CON/2011/19	Frankrijk – het opnieuw in omloop brengen van eurobankbiljetten
CON/2011/20	België – de Centrale voor Kredieten aan Ondernemingen
CON/2011/21	Spanje – versterking van het financiële stelsel
CON/2011/23	Polen – betalingsdiensten
CON/2011/25	Slovenië – voorkomen van niet-tijdige betaling
CON/2011/26	Roemenië – wijzigingen op de wetgeving betreffende het definitieve karakter van afwikkeling en betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten
CON/2011/27	Cyprus – wetgeving betreffende gedekte obligaties
CON/2011/28	België – opheffing van de opdracht van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique als centrale depositaris van protesten
CON/2011/29	Cyprus – bijzondere belasting op banken en opzetten van een onafhankelijk financieel stabiliteitsfonds
CON/2011/30	België – financiering van een centraal register van bankrekeningnummers

<sup>2</sup> In december 2004 heeft de Raad van Bestuur besloten dat adviezen van de ECB op verzoek van nationale autoriteiten doorgaans onmiddellijk worden gepubliceerd nadat zij zijn vastgesteld en aan de raadplegende autoriteit medegedeeld.

Nummer <sup>1</sup>	Raadplegende instelling en onderwerp
CON/2011/31	Slovenië – belasting op de totale balanswaarde van een bank
CON/2011/33	Hongarije – voorstel van grondwet betreffende Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/34	Griekenland – juridisch kader voor het Fonds voor leningen en consignaties, en wijzigingen in de regeling ter versterking van de liquiditeit van de Griekse economie na de internationale financiële crisis
CON/2011/35	Roemenië – beheerprocedure van afwikkelingsrisico's voor nettovereenigingssystemen
CON/2011/36	Griekenland – wijzigingen op de statuten van de Bank of Greece
CON/2011/37	Nederland – versterken van de governance bij De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten
CON/2011/38	Oostenrijk – wijzigingen in de governancestructuur van de Oesterreichische Nationalbank
CON/2011/39	Ierland – herstel- en liquidatiemaatregelen voor kredietinstellingen
CON/2011/40	Slovenië – wijzigingen op de regels voor het register van financiële activa
CON/2011/41	België – wijzigingen op de wetgeving betreffende het definitieve karakter van afwikkeling en betreffende financiële zekerheidsvereenkomsten
CON/2011/43	Malta – diverse wijzigingen van de Wet op de Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta
CON/2011/45	Denemarken – invoering van een compensatieregeling voor banken in moeilijkheden
CON/2011/46	Litouwen – hervorming van het toezicht op financiële markten in Litouwen
CON/2011/47	Letland – nieuwe wetgeving betreffende het kredietregister
CON/2011/49	Slowakije – rol van Národná banka Slovenska in het financieel toezicht en consumentenkrediet
CON/2011/50	Bulgarije – kapitaal- en beheersstructuur van het gecentraliseerde effectendepot
CON/2011/51	Tsjechië – circulatie van bankbiljetten en munten
CON/2011/52	Bulgarije – verplichtingen tot uitwisseling van informatie en samenwerking tussen nationale toezichhoudende autoriteiten
CON/2011/53	Hongarije – Hongaarse Rekenkamer met betrekking tot zijn audit van Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/54	Spanje – grensoverschrijdende transacties
CON/2011/55	Slovenië – harmonisatie van wetgeving met betrekking tot TARGET2-Securities en de sanctioneringsbevoegdheden van Banka Slovenije ten aanzien van beleggingsdiensten

Nummer <sup>1</sup>	Raadplegende instelling en onderwerp
CON/2011/57	Polen – conversie van filialen van buitenlandse kredietinstellingen in dochterondernemingen
CON/2011/59	Hongarije – recirculatie van contant geld en bescherming van nationale en buitenlandse wettige betaalmiddelen tegen valsemunterij
CON/2011/60	Nederland – crisisinterventiemaatregelen met betrekking tot financiële ondernemingen in problemen
CON/2011/61	Slovenië – wijzigingen op de Wet tot voorkoming van achterstallige betalingen
CON/2011/62	Polen – wijzigingen op het juridisch kader voor betalingssystemen en afwikkelingssystemen
CON/2011/63	Polen – invoering van omnibusrekeningen binnen het juridisch kader voor clearing- en afwikkelingssystemen
CON/2011/64	België – bescherming tegen valsemunterij en behoud van de kwaliteit van de geldomloop
CON/2011/66	Slowakije – bijzondere heffing op in Slowakije actieve financiële instellingen
CON/2011/67	Litouwen – verantwoorde kredietverleningsvereisten voor kredietinstellingen
CON/2011/68	Italië – ratificatie van een wijziging van de statuten van het Internationaal Monetair Fonds en quotaverhoging
CON/2011/69	Ierland – nieuwe maatregelen tot versterking van toezicht en handhaving inzake financiële regulering
CON/2011/70	Slovenië – interventiebevoegdheden van raden van toezicht van banken
CON/2011/71	België – categorieën bemiddelaars die gemachtigd zijn op rekening in vreemde valuta of rekeneenheden luidende gedematerialiseerde effecten aan te houden
CON/2011/72	Griekenland – wijzigingen in de Griekse regeling voor crisisafwikkeling voor kredietinstellingen
CON/2011/73	Roemenië – statistieken, door Banca Națională a României beheerde interbancaire geld- en overheidspapiermarkten, en regimes voor wisselkoersen en minimumreserves
CON/2011/74	Roemenië – kredietverlening aan natuurlijke personen
CON/2011/75	Tsjechië – minimumreserves
CON/2011/76	Eigen-initiatief – hervorming van het Nederlandse depositogarantiestelsel
CON/2011/78	Slovenië – sancties in verband met de bescherming van de euro tegen valsemunterij

Nummer <sup>1</sup>	Raadplegende instelling en onderwerp
CON/2011/79	België – overheidsgarantie betreffende de toekenning van leningen aan Dexia SA en Dexia Crédit Local SA
CON/2011/80	Slowakije – register voor financiële rekeningen
CON/2011/81	Slovenië – wijzigingen op regels die van toepassing zijn op hypothecaire obligaties en obligaties van lokale overheden in Slovenië
CON/2011/82	Luxemburg – overheidsgarantie betreffende de toekenning van leningen aan Dexia SA en Dexia Crédit Local SA
CON/2011/83	Portugal – maatregelen voor vroegtijdige interventie en wijzigingen van het stelsel voor afwikkeling en liquidatie van kredietinstellingen en financiële instellingen die zijn onderworpen aan het toezicht van Banco de Portugal
CON/2011/84	Ierland – herstel- en liquidatiemaatregelen voor kredietinstellingen
CON/2011/85	Frankrijk – overheidsgarantie betreffende de toekenning van leningen aan Dexia SA en Dexia Crédit Local SA
CON/2011/86	Roemenië – stabilisatiemaatregelen en overbruggingsbanken
CON/2011/87	Hongarije – hypotheek in vreemde valuta en leningovereenkomsten voor aankoop van woningen
CON/2011/88	Ierland – verlenging van de Ierse overheidsgarantie ten aanzien van bepaalde verplichtingen van kredietinstellingen
CON/2011/89	Portugal – betaling door Banco de Portugal van een verhoogde quota van Portugal bij het Internationaal Monetair Fonds
CON/2011/90	Denemarken – verliesgarantie in verband met een uitgebreide compensatieregeling
CON/2011/91	Litouwen – wijzigingen op de winstverdelingsregels van Lietuvos banka
CON/2011/92	Duitsland – bescherming tegen valsemunterij en behoud van de kwaliteit van de geldomloop
CON/2011/93	Cyprus – beheer van financiële crises en inrichten van een onafhankelijk fonds voor financiële stabiliteit
CON/2011/94	Italië – bescherming tegen valsemunterij en behoud van de kwaliteit van de geldomloop
CON/2011/95	Portugal – herkapitalisatie van kredietinstellingen door de overheid
CON/2011/96	Slowakije – fiscale verantwoordelijkheid
CON/2011/97	Estland – vaststelling en betaling van quota-aandelen in het Internationaal Monetair Fonds
CON/2011/98	België – wetgeving betreffende de financiering van het centraal register van bankrekeningnummers

Nummer <sup>1</sup>	Raadplegende instelling en onderwerp
CON/2011/99	Litouwen – gewijzigde regels betreffende de winstverdeling van Lietuvos bankas
CON/2011/101	Finland – wetgeving betreffende effectenmarkten
CON/2011/102	Roemenië – betaling van een verhoogde quota van Roemenië bij het Internationaal Monetair Fonds
CON/2011/103	België – oprichting en financiering van een resolutiefonds en gewijzigde berekening van bijdragen aan het depositogarantiestelsel
CON/2011/104	Hongarije – Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/105	Malta – echtheidsbevinding van voor omloop ongeschikte euromuntstukken en opleggen van administratieve maatregelen en boetes
CON/2011/106	Hongarije/eigen-initiatief – onafhankelijkheid van Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/107	Griekenland – gewijzigde Griekse afwikkelingsregeling voor kredietinstellingen
CON/2012/1	Cyprus – salarissen van ambtenaren
CON/2012/2	Duitsland – maatregelen ter stabilisering van de financiële markt
CON/2012/3	Luxemburg – gedematerialiseerde effecten
CON/2012/4	Italië – garantieregeling voor de verplichtingen van Italiaanse banken en de inwisseling van lirebankbiljetten
CON/2012/6	Ierland – pensioenhervormingen in de overheidssector



# OVERZICHT VAN DE MONETAIR- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM<sup>1</sup>

## 2 SEPTEMBER 2010

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%. Daarnaast neemt de Raad van Bestuur een besluit over de invulling van de bij de herfinancieringstransacties tot en met 18 januari 2011 toe te passen tenderprocedures en modaliteiten. Dit behelst met name de invoering van een vasterentetenderprocedure met volledige toewijzing voor de langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie maanden.

## 7 OKTOBER EN 4 NOVEMBER 2010

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%.

## 2 DECEMBER 2010

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%. Daarnaast neemt de Raad van Bestuur een besluit over de invulling van de bij de herfinancieringstransacties tot en met 12 april 2011 toe te passen tenderprocedures en modaliteiten, waarbij met name de vasterentetenderprocedures met volledige toewijzing zullen worden voortgezet.

## 13 JANUARI EN 3 FEBRUARI 2011

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties

en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%.

## 3 MAART 2011

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%. Daarnaast neemt de Raad van Bestuur een besluit over de invulling van de bij de herfinancieringstransacties tot en met 12 juli 2011 toe te passen tenderprocedures en modaliteiten. Dit behelst met name de voortzetting van de vasterentetenders met volledige toewijzing.

## 7 APRIL 2011

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 13 april 2011 te verrichten transacties met 25 basispunten te verhogen tot 1,25%. Daarnaast besluit de Raad de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 13 april 2011 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 2,00% en 0,50%.

## 5 MEI 2011

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,25%, 2,00% en 0,50%.

<sup>1</sup> Voor een overzicht van de monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem tussen 1999 en 2010, zie de Jaarverslagen van de ECB voor die jaren.

#### **9 JUNI 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,25%, 2,00% en 0,50%. Daarnaast neemt de Raad van Bestuur een besluit over de invulling van de bij de herfinancieringstransacties tot en met 11 oktober 2011 toe te passen tenderprocedures en modaliteiten. Dit behelst met name de voortzetting van de vasterentetenders met volledige toewijzing.

#### **7 JULI 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties met ingang van de op 13 juli 2011 te verrichten transacties met 25 basispunten te verhogen tot 1,50%. Daarnaast besluit de Raad de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 13 juli 2011 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 2,25% en 0,75%.

#### **4 AUGUSTUS 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,50%, 2,25% en 0,75%. Daarnaast besluit de Raad van Bestuur om een aantal maatregelen te treffen om de hernieuwde spanningen op sommige financiële markten het hoofd te bieden. Met name besluit de Raad van Bestuur een extra liquiditeitsverruimende langerlopende herfinancieringstransactie te verrichten met een looptijd van ongeveer zes maanden, uit te voeren door middel van een vasterentetenderprocedure met volledige toewijzing. Voorts neemt de Raad van Bestuur een besluit over de invulling van de bij de herfinancieringstransacties tot en met

17 januari 2012 toe te passen tenderprocedures en modaliteiten. Dit behelst met name de voortzetting van de vasterentetenders met volledige toewijzing.

#### **8 SEPTEMBER 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,50%, 2,25% en 0,75%.

#### **6 OKTOBER 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,50%, 2,25% en 0,75%. Daarnaast neemt de Raad van Bestuur een besluit over de invulling van haar herfinancieringstransacties in de periode oktober 2011 tot en met 10 juli 2012. Dit behelst met name de uitvoering van twee langerlopende herfinancieringstransacties – één met een looptijd van ongeveer 12 maanden in oktober 2011 en één met een looptijd van ongeveer 13 maanden in december 2011 – en de voortzetting van vasterentetenderprocedures met volledige toewijzing bij alle herfinancieringstransacties. Voorts besluit de Raad een nieuw aankoopprogramma van gedekte obligaties in te voeren in november 2011.

#### **3 NOVEMBER 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties met 25 basispunten te verlagen naar 1,25%, met ingang van de op 9 november 2011 uit te voeren transactie. Daarnaast besluit de Raad de rentetarieven voor zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met

25 basispunten te verlagen tot respectievelijk 2,00% en 0,50%, beide met ingang van 9 november 2011.

#### **8 DECEMBER 2011**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties met 25 basispunten te verlagen naar 1,00%, met ingang van de op 14 december 2011 uit te voeren transactie. Voorts besluit de Raad de rentetarieven voor zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met 25 basispunten te verlagen tot respectievelijk 1,75% en 0,25%, beide met ingang van 14 december 2011. Daarnaast besluit de Raad verdere bijzondere maatregelen te treffen, namelijk: i) twee langerlopende herfinancieringstransacties uit te voeren met een looptijd van ongeveer 3 jaar; ii) de beschikbaarheid van onderpand uit te breiden; iii) de reserveratio te verlagen tot 1%; en iv) de finetuning transacties die op de laatste dag van elke aanhoudingsperiode worden uitgevoerd, voorlopig op te schorten.

#### **12 JANUARI, 9 FEBRUARI EN 8 MAART 2012**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 1,00%, 1,75% en 0,25%.

# OVERZICHT VAN DE COMMUNICATIE VAN DE ECB IN VERBAND MET DE LIQUIDITEITSVERSCHAFFING<sup>1</sup>

Voor nadere details betreffende de in 2011 door het Eurosysteem uitgevoerde liquiditeitsverschaffende transacties, zie “Open market operations” op de website van de ECB.

## LIQUIDITEITSVERSCHAFFING IN EURO

### 3 MAART 2011

De ECB maakt de details bekend van de herfinancieringstransacties die worden verrekend van 13 april tot en met 12 juli 2011.

### 31 MAART 2011

ECB maakt bekend de ratingdrempel voor schuldinstrumenten van de Ierse overheid op te schorten.

### 9 JUNI 2011

De ECB maakt de details bekend van de herfinancieringstransacties die worden verrekend van 13 juli tot en met 11 oktober 2011.

### 7 JULI 2011

De ECB maakt veranderingen bekend in de beleenbaarheid van schuldinstrumenten die zijn uitgegeven of gegarandeerd door de Portugese overheid.

### 4 AUGUSTUS 2011

De ECB maakt de details bekend van de herfinancieringstransacties die worden verrekend van 12 oktober 2011 tot en met 17 januari 2012.

### 6 OKTOBER 2011

De ECB kondigt een nieuw programma voor de aankoop van gedekte obligaties aan en maakt de details bekend van de herfinancieringstransacties van oktober 2011 tot en met 10 juli 2012.

### 3 NOVEMBER 2011

De ECB maakt de details bekend van haar nieuwe programma voor de aankoop van gedekte obligaties.

### 8 DECEMBER 2011

De ECB maakt maatregelen ter ondersteuning van de bancaire kredietverlening en de geldmarktbedrijvigheid bekend.

### 16 DECEMBER 2011

De ECB kondigt twee eendaags liquiditeitsverschaffende “fine-tuning”-transacties aan.

## LIQUIDITEITSVERSCHAFFING IN ANDERE VALUTA'S EN OVEREENKOMSTEN MET ANDERE CENTRALE BANKEN

### 29 JUNI 2011

De ECB maakt de verlenging bekend van in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties.

### 25 AUGUSTUS 2011

De ECB maakt de verlenging bekend van de swapfaciliteitsovereenkomst met de Bank of England.

### 15 SEPTEMBER 2011

De ECB kondigt additionele in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties aan over het einde van het jaar.

### 30 NOVEMBER 2011

Gecoördineerde actie van centrale banken om de druk in de mondiale geldmarkten tegen te gaan.

<sup>1</sup> De data verwijzen naar de publicatiedatum van de bekendmaking.

## PUBLICATIES VAN DE ECB

De ECB geeft diverse publicaties uit die informatie verschaffen over haar kernactiviteiten: monetair beleid, statistiek, betalings- en effectenverkeer, financiële stabiliteit en toezicht, internationale en Europese samenwerking en juridische zaken. Hiertoe behoren onder meer:

### OFFICIËLE PUBLICATIES

- Jaarverslag
- Convergenceverslag
- Maandbericht

### WETENSCHAPPELIJKE PUBLICATIES

- Legal Working Papers
- Occasional Papers
- Research Bulletin
- Working Papers

### OVERIGE/TAAKGEBONDEN PUBLICATIES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- De Europese Centrale Bank: geschiedenis, rol en functies
- The international role of the euro
- De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied ('Algemene Documentatie')
- The monetary policy of the ECB
- The payment system

Daarnaast publiceert de ECB brochures en informatiemateriaal over een breed scala van onderwerpen, waaronder de eurobankbiljetten en munten, en verslagen van seminars en conferenties.

Een compleet overzicht van documenten (in pdf-vorm) gepubliceerd door de ECB en het Europees Monetair Instituut, de voorganger van de ECB van 1994 tot 1998, is te vinden op de website van de ECB, [www.ecb.europa.eu/pub/](http://www.ecb.europa.eu/pub/). Met taalcodes is aangegeven in welke talen elk van de publicaties beschikbaar is.

Tenzij anders vermeld, zijn exemplaren gratis te verkrijgen, los dan wel als abonnement, en zolang de voorraad strekt, via e-mail aan [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu)

## LIJST VAN TERMEN

*Deze lijst bevat een selectie van termen die in het Jaarverslag worden gebruikt. 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.

**Aanhoudingsperiode:** de periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode begint op de verrekeningsdatum van de eerste **basisherfinancieringstransactie** die volgt op de vergadering van de **Raad van Bestuur** waarin de maandelijkse beoordeling van de monetairbeleidskoers is gepland. Ten minste drie maanden vóór het begin van het jaar publiceert de ECB een kalender van de reserveaanhoudingsperiodes.

**Algemene Raad:** een van de besluitvormende organen van de 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 Banken**.

**Basisherfinancieringstransactie:** een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **openmarkttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een wekelijkse standaardtenderprocedure en hebben normaliter een looptijd van een week.

**Basisrentetarieven van de ECB:** de door de **Raad van Bestuur** vastgestelde rentetarieven. Het betreft de rentetarieven op de **basisherfinancieringstransacties**, de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

**Bbp-deflator:** het **bruto binnenlands product** (bbp) uitgedrukt in lopende prijzen (nominaal bbp) gedeeld door het bbp-volume (reëel bbp). De bbp-deflator staat ook bekend als de impliciete prijsdeflator van het bbp.

**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 volgende transacties: 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 binnenlands product (bbp):** een maatstaf van de economische bedrijvigheid, namelijk de waarde van de totale productie van goederen en diensten van een economie, min het intermediair verbruik, plus de nettobelastingen op producten en invoer, in een specifieke periode. Het bbp kan worden uitgesplitst naar de componenten van productie, bestedingen of inkomen. De voornaamste bestedingsaggregaten waaruit het bbp bestaat, zijn de consumptieve bestedingen van de huishoudens, de overheidsconsumptie, de bruto-investeringen in vaste activa, de voorraadwijzigingen en de in- en uitvoer van goederen en diensten (met inbegrip van de handel binnen het eurogebied).

**Centraal effectendepositosysteem (CEDS):** een entiteit die: i) de girale verwerking en afwikkeling van effectentransacties mogelijk maakt, ii) bewaarnemingsdiensten levert (bijvoorbeeld het beheer van *corporate actions* en aflossingen), en iii) een actieve rol speelt in het verzekeren van de

integriteit van uitgegeven effecten. Effecten kunnen worden aangehouden in een materiële (maar geïmmobiliseerde) vorm of in een gedematerialiseerde vorm (enkel als elektronische boekingen).

**Centrale overheid:** de overheid zoals ze in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie ook **overheid**).

**Centrale tegenpartij:** een entiteit die, op een of meer markten, een plaats inneemt tussen de **tegenpartijen** bij contracten, door koper te worden van elke verkoper en verkoper van elke koper, waardoor ze de uitvoering van openstaande contracten waarborgt.

**Correspondentenmodel voor centrale banken (CMCB):** een mechanisme dat door het **Europees Stelsel van Centrale Banken** is gecreëerd om **tegenpartijen** in staat te stellen beleenbaar **onderpand** in een grensoverschrijdende context te gebruiken. In het CMCB treden de NCB's op als bewaarnemer voor elkaar. Dit betekent dat iedere NCB een effectenrekening aanhoudt voor elke andere NCB en de ECB.

**Depositofaciliteit:** een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een NCB girale deposito's te plaatsen. Dergelijke deposito's worden vergoed tegen een vooraf vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

**Directe investeringen:** grensoverschrijdende investeringen met het oog op het verwerven van een duurzaam belang in een onderneming die ingezet is in een andere economie (in de praktijk wordt uitgegaan van een eigendom die overeenstemt met ten minste 10% van de gewone aandelen of stemrechten). Directe investeringen omvatten kapitaal deelnemingen, herinvesteringen van winsten en ander kapitaal in verband met transacties tussen bedrijven onderling.

**Directie:** een van de besluitvormende organen van de ECB. De Directie bestaat uit de President en de Vicepresident van de ECB en vier andere leden die bij gekwalificeerde meerderheid door de **Europese Raad** worden benoemd op aanbeveling van de **Raad van de Europese Unie**, en na raadpleging van het Europees Parlement en de ECB.

**Ecofin-Raad:** de term die vaak wordt gebruikt om te verwijzen naar de vergadering van de **Raad van de Europese Unie** in de samenstelling van de ministers van Economische Zaken en Financiën.

**Economisch en Financieel Comité (EFC):** een comité 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 situatie van zowel de lidstaten als de EU, alsook het bijdragen tot het toezicht op de begroting.

**Economische analyse:** een van de pijlers van het kader van de ECB waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetairbeleidsbeslissingen 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 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 tijdshorizonten. Gepaste aandacht wordt besteed aan de noodzaak om de aard van de schokken die de economie beïnvloeden in kaart te brengen, alsook de effecten ervan op het beloop van kosten en

prijzen en de vooruitzichten op 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 gemeenschappelijk monetair beleid in het **eurogebied**, alsook tot de coördinatie van het economisch beleid van de EU-lidstaten. Zoals bepaald in het **Verdrag**, voltrok dit proces zich in drie fases. De derde en laatste fase ging van start op 1 januari 1999 met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de ECB en de invoering van de euro. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang op de chartale euro op 1 januari 2002.

**Effectenafwikkelingssysteem:** een systeem dat de overdracht van effecten mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (levering tegen betaling).

**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 ECB publiceert indices van de nominale effectieve wisselkoers van de euro in vergelijking met twee groepen van handelspartners: een groep van 20 handelspartners (die bestaat uit de 10 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en 10 belangrijke handelspartners buiten de EU) en een groep van 40 handelspartners (die de groep van 20 handelspartners plus 20 andere landen omvat). De gebruikte gewichten weerspiegelen het aandeel van elk partnerland in de handel van het eurogebied en vertegenwoordigen de concurrentie op derde markten. Reële effectieve wisselkoersen zijn nominale effectieve wisselkoersen gedeïflecteerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen of kosten. Ze zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen.

**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 wisselkoersarrangement dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen de landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten buiten 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 ECB en andere EU-lidstaten die aan het arrangement 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 bestaat uit de EU-lidstaten die de euro als munt hebben en waar een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de ECB. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Estland, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Cyprus, Luxemburg, Malta, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië, Slowakije en Finland.

**Eurogroep:** een informele bijeenkomst van de ministers van Economische Zaken en Financiën van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben. De status van de groep wordt erkend krachtens Artikel 137 van het **Verdrag** en in Protocol nr. 14. De Europese Commissie en de ECB worden regelmatig uitgenodigd de bijeenkomsten van de Eurogroep bij te wonen.

**Europa 2020-strategie:** de EU-strategie voor werkgelegenheid en een slimme, duurzame en inclusieve groei. Ze werd in juni 2010 door de **Europese Raad** goedgekeurd. Voortbouwend op de vroegere Lissabonstrategie, is ze bedoeld om de EU-lidstaten een samenhangend kader te bieden voor de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen die erop gericht zijn de potentiële groei te verhogen, alsook om het beleid en de instrumenten van de EU te mobiliseren.

**Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB):** een onafhankelijk EU-orgaan dat verantwoordelijk is voor het macroprudentieel toezicht op het financieel stelsel in de EU. Het draagt bij tot het voorkomen of beperken van **systeemrisico's** voor de **financiële stabiliteit** die voortvloeiën uit ontwikkelingen binnen het financieel stelsel, waarbij rekening wordt gehouden met macro-economische ontwikkelingen, zodat periodes van wijdverbreide financiële onrust worden vermeden.

**Europees Financieel Stabilisatiemechanisme (EFSM):** een EU-faciliteit, op basis van Artikel 122, lid 2 van het **Verdrag**, krachtens welke de Europese Commissie namens de EU €60 miljard kan ophalen voor het verlenen van financiële steun aan EU-lidstaten die in uitzonderlijke omstandigheden verkeren waar ze geen vat op hebben of die daarmee geconfronteerd dreigen te worden. Aan leningen van het EFSM zijn strenge voorwaarden verbonden in het kader van gezamenlijke EU/IMF-programma's.

**Europees Monetair Instituut (EMI):** een tijdelijke instelling, opgericht bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie** op 1 januari 1994. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de ECB, werd het EMI ontbonden.

**Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM):** een intergouvernementele organisatie, opgericht door de landen van het **eurogebied**, op basis van het Verdrag tot oprichting van het Europees Stabilisatiemechanisme. Het ESM biedt een permanent kader voor crisisbeheersing dat financiële steun verstrekt aan landen als zulks onontbeerlijk is om de **financiële stabiliteit** van het eurogebied als geheel te waarborgen. Het ESM zal naar verwachting in werking treden op 1 juli 2012. Het zal zowel de **Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit** als het **Europees financieel stabilisatiemechanisme** vervangen en beschikken over een initiële effectieve leencapaciteit van €500 miljard. De kredietverlening van het ESM zal aan strikte voorwaarden onderworpen zijn.

**Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB):** bestaat uit de ECB en de NCB's van alle 27 EU-lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurostelsel** de NCB's omvat van

die lidstaten die de euro niet als munt hebben. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB en door een derde besluitvormend orgaan van de ECB, de **Algemene Raad**.

**Europees Stelsel van Financieel Toezicht (ESFS):** de groep van instellingen die belast is met het toezicht op het financieel stelsel van de EU. Het bestaat uit het **Europees Comité voor systeemrisico's**, de drie Europese toezichthoudende autoriteiten, het Gemengd Comité van de Europese toezichthoudende autoriteiten en de nationale toezichthoudende autoriteiten van de EU-lidstaten.

**Europees Stelsel 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 EU-versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993 (SNA 93).

**Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF):** een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid die door de lidstaten van het **eurogebied** op intergouvernementele basis werd opgericht om leningen te verstrekken aan landen van het eurogebied die in financiële moeilijkheden verkeren. Een dergelijke financiële bijstand is onderworpen aan strenge voorwaarden in het kader van gezamenlijke EU/IMF-programma's. De EFSF beschikt over een effectieve leencapaciteit van €440 miljard en de leningen ervan worden gefinancierd door de uitgifte van **schuldbewijzen**, die door de landen van het eurogebied pro rata worden gegarandeerd.

**Europese Raad:** de EU-instelling die bestaat uit de staatshoofden en regeringsleiders van de EU-lidstaten en, als leden zonder stemrecht, de voorzitter van de Europese Commissie en de voorzitter van de Europese Raad. De Raad voorziet de EU van de nodige stimulansen bij haar ontwikkeling en bepaalt de algemene politieke koers en prioriteiten ervan. De Raad heeft geen wetgevende functie.

**Eurosysteem:** het centralebankstelsel van het **eurogebied**. Het omvat de ECB en de NCB's van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben.

**Financiële stabiliteit:** de toestand waarin het financieel stelsel – dat de financieel intermediairs, de markten en de marktinfrastructuren omvat – in staat is 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.

**Finetuning transactie:** een door het **Eurosysteem** uitgevoerde **openmarkttransactie** die dient om onverwachte fluctuaties in de liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen. De frequentie en de looptijd van de finetuning transacties zijn niet gestandaardiseerd.

**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 kortetermijngelden 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 (bv. een aandeel of een obligatie). Deze volatiliteit kan worden afgeleid uit de prijs van een activum, de vervaldag ervan, de uitoefenprijs van de opties op dit activum en het risicoloos rendement, door gebruik te maken van een optieprijmodel, zoals het model van Black en Scholes.

**Kredietinstelling:** 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.

**Kredietrisico:** het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen, noch op de vervaldag, noch op welk later tijdstip ook. Het kredietrisico omvat de risico's betreffende de vervangingskosten en de hoofdsom, alsook het risico dat de verrekenende bank in gebreke blijft.

**Langerlopende herfinancieringstransactie:** een krediettransactie met een looptijd van meer dan een week die door het **Eurosysteem** wordt uitgevoerd in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. De reguliere maandelijkse transacties hebben een looptijd van drie maanden. Tijdens de onrust op de financiële markten die begon in augustus 2007, werden extra transacties uitgevoerd met een looptijd van één **aanhoudingsperiode** tot 36 maanden en met een wisselende frequentie.

**M1:** eng monetair aggregaat dat de geldomloop omvat plus de bij de **MFI's** en de **centrale overheid** (bv. 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**).

**Marktrisico:** het risico dat veranderingen in de marktprijzen aanleiding geven tot verliezen (zowel in binnen- als buitenbalansposities).

**MFI's (monetaire financiële instellingen):** financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten het **Eurosysteem**, ingezeten **kredietinstellingen** (zoals gedefinieerd in de EU-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**, d.w.z. fondsen die beleggen in kortlopende instrumenten met een laag risico, doorgaans met een looptijd van één jaar of minder.

**Minimale inschrijvingsrente:** de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabelere rentetenders.

**Monetair inkomen:** het inkomen dat de NCB's bij de uitoefening van de monetairbeleidstaken van het **Eurostelsel** verkrijgen uit activa die conform de richtlijnen van de **Raad van Bestuur** worden geoordeeld en aangehouden als tegenpost voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de depositoverplichtingen aan **kredietinstellingen**.

**Monetaire analyse:** een van de pijlers van het kader van de ECB waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetairbeleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De monetaire analyse draagt bij tot de beoordeling van de middellange- tot langetermijntrends van de inflatie, gelet op de nauwe relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdshorizonten. 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**).

**Niet-conventionele maatregelen:** tijdelijke maatregelen van de ECB om de doeltreffendheid van de rentebeslissingen en de transmissie ervan naar een ruimer deel van de economie van het **eurogebied** te ondersteunen, in het licht van de slechte werking van sommige segmenten van de financiële markt en meer in het algemeen van het financieel stelsel.

**OFI's (overige financieel intermediairs):** ondernemingen of quasiondernemingen (met uitzondering van verzekeringinstellingen 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 langetermijnfinanciering, zoals financiële lease, instellingen die zijn opgericht voor het aanhouden van geëffectiseerde activa, andere financiële holdings, handelaren in effecten en derivaten (voor eigen rekening), risicokapitaal- en ontwikkelingskapitaalmaatschappijen.

**Onderpand:** activa die in pand zijn gegeven of op een andere manier overgedragen (bv. door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (bv. door kredietinstellingen aan centrale banken) in het kader van **repo-overeenkomsten**.

**Openmarkttransactie:** een op initiatief van de centrale bank op de financiële markt uitgevoerde transactie. Wat doelstellingen, frequentie en procedures betreft, kunnen de openmarkttransacties van het **Eurostelsel** in vier categorieën worden onderverdeeld: **basisherfinancieringstransacties**; **langerlopende herfinancieringstransacties**; **finetuning transacties**; en structurele transacties. **Transacties met terugkoopverplichting** vormen het belangrijkste openmarktinstrument van het Eurostelsel en kunnen voor de vier soorten van transacties worden gebruikt. Voor het uitvoeren van structurele transacties beschikt het Eurostelsel bovendien over de uitgifte van schuldbewijzen en rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapier, terwijl finetuning transacties kunnen worden uitgevoerd via rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapier, deviezenswaps en het aantrekken van termijndeposito's.

**Overheid:** volgens de definitie van het **Europees Stelsel 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 nationaal inkomen en het nationaal vermogen. De sector omvat de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid, alsook de socialeverzekeringsinstellingen. Entiteiten in overheidshanden die commerciële transacties uitvoeren, zoals overheidsbedrijven, worden niet tot de overheid gerekend.

**Over-the-counter (OTC) handel:** een methode om handel te drijven die niet via een gereguleerde markt verloopt. In *over-the-counter* markten, zoals die voor OTC-derivaten, handelen de deelnemers rechtstreeks met elkaar, meestal via telefoon of computer.

**Permanente faciliteit:** een kredietfaciliteit van de centrale bank waarvan **tegenpartijen** op eigen initiatief gebruik kunnen maken. Het **Eurostelsel** biedt twee permanente faciliteiten met een looptijd tot de volgende ochtend aan, namelijk de **marginale beleningsfaciliteit** en **depositofaciliteit**.

**Prijsstabiliteit:** het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Eurostelsel**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaar-op-jaar 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 middellange termijn, van minder dan, maar dicht bij 2%.

**Procedure bij buitensporige tekorten:** Artikel 126 van het **Verdrag** dat nader wordt toegelicht in Protocol nr. 12 inzake de procedure bij buitensporige tekorten, verplicht de EU-lidstaten tot handhaving 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 **schuld** van de overheid is voldaan. Artikel 126 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, die deel uitmaakt van het **stabiliteits- en groeipact**.

**Programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP):** een ECB-programma dat berust op het besluit van de **Raad van Bestuur** van 7 mei 2009 om in euro luidende gedekte obligaties aan te kopen die zijn uitgegeven in het **eurogebied**, ter ondersteuning van een specifiek segment van de financiële markt dat belangrijk is voor de financiering van de banken en dat zwaar door de financiële crisis was getroffen. De aankopen in het kader van het programma hadden een nominale waarde van €60 miljard en waren op 30 juni 2010 volledig ten uitvoer gelegd. Op 6 oktober 2011 besloot de Raad van Bestuur een tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties, CBPP2, op te zetten. Dit programma stelt het **Eurostelsel** in staat om in het eurogebied uitgegeven gedekte obligaties in euro aan te kopen voor een nominaal streefbedrag van €40 miljard. De aankopen worden zowel op de primaire als op de secundaire markten uitgevoerd.

**Programma voor de effectenmarkt (SMP):** een programma voor het uitvoeren van interventies in de markten voor **schuldbewijzen** van de overheid en de private sector in het **eurogebied** om de diepte en liquiditeit van slecht functionerende segmenten van de markt te waarborgen, dit teneinde een degelijk transmissiemechanisme van het monetaire beleid te herstellen.

**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 ECB worden bekendgemaakt in maart en september. Ze maken deel uit van de **economische analyse** van de monetairbeleidsstrategie van de ECB en zijn derhalve één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de risico's voor **prijstabiliteit** door de **Raad van Bestuur**.

**Raad van Bestuur:** het hoogste besluitvormende orgaan van de ECB. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de Presidenten van de NCB's van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben.

**Raad van de Europese Unie (EU-Raad):** de EU-instelling die bestaat uit vertegenwoordigers van de regeringen van de EU-lidstaten, normaliter de ministers die bevoegd zijn voor de behandelde onderwerpen, en de hiervoor bevoegde Europese Commissaris (zie ook **Ecofin-Raad**).

**Referentiewaarde voor de groei van M3:** het jaar-op-jaar groeitempo van **M3** dat op middellange termijn overeenstemt met het behoud van **prijstabiliteit**. Momenteel beloopt de referentiewaarde voor de jaar-op-jaar groei van M3 4½%.

**Repo-overeenkomst:** het proces waarbij geld wordt geleend door de verkoop van een activum (gewoonlijk een vastrentend effect) te koppelen aan de terugkoop van datzelfde activum op een vooraf bepaalde datum tegen een iets hogere, vooraf bepaalde prijs (die het leentarieff weerspiegelt).

**Reservebasis:** de som van de in aanmerking komende balansposten (voornamelijk passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

**Reserveverplichting:** het minimumbedrag aan reserves dat een **kredietinstelling** gedurende een vooraf vastgestelde **aanhoudingsperiode** bij het **Eurostelsel** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichting wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi van de reserverekeningen tijdens de aanhoudingsperiode.

**RTGS-systeem (real-time gross settlement system):** een brutoverrekeningssysteem waarbij betalingsopdrachten transactie per transactie in reële tijd worden verwerkt en verrekend (zie ook **TARGET**).

**Schuld (overheid):** de aan het eind van het jaar uitstaande totale brutoschuld (chartaal geld, deposito's, leningen en **schuldbewijzen**) tegen nominale waarde en geconsolideerd tussen en binnen de sectoren van de **overheid**.

**Schuldbewijs:** een belofte van de emittent (d.w.z. de kredietnemer) om op een bepaald tijdstip of bepaalde tijdstippen in de toekomst een of meerdere betalingen aan de houder (de kredietverstrekker) te doen. Dergelijke effecten dragen doorgaans een specifieke rente (coupon) en/of worden verkocht op discountbasis.

**Schuldquote (overheid):** de ratio van de **schuld** in verhouding tot het **bruto binnenlands product** tegen lopende marktprijzen. Ze is het onderwerp van een van de begrotingscriteria voor het bepalen van het bestaan van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in Artikel 126, lid 2, van het **Verdrag**.

**Stabiliteits- en groeipact:** heeft tot doel in de EU-lidstaten gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en voor sterke en duurzame

groei en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Daartoe schrijft het pact voor dat de lidstaten begrotingsdoelstellingen op 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 drie Verordeningen van de Raad, namelijk i) Verordening (EG) Nr. 1466/97 van 7 juli 1997 over versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, ii) Verordening (EG) Nr. 1467/97 van 7 juli 1997 over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten, en iii) Verordening (EU) Nr. 1173/2011 van 16 november 2011 inzake de effectieve handhaving van het begrotingstoezicht in het eurogebied. 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 een gedragscode, ‘Specificaties inzake de uitvoering van het stabiliteits- en groeipact en richtsnoeren inzake de vorm en de inhoud van stabiliteits- en convergentieprogramma’s’, 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 en aanmaak van orders, clearing en verrekening.

**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 (bv. aanzienlijke liquiditeits- of kredietproblemen) die de stabiliteit van of het vertrouwen in het financieel systeem in het gedrang brengen. Dat onvermogen om verplichtingen na te komen, kan worden veroorzaakt door operationele of financiële problemen.

**TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** het realtime brutoverrekeningssysteem (**RTGS-systeem**) van het **Eurostelsel** voor de euro. Het systeem van de eerste generatie werd in mei 2008 vervangen door **TARGET2**.

**TARGET2:** het **TARGET**-systeem van de tweede generatie. Het verrekent eurobetalingen in centralebankgeld en werkt op basis van een gemeenschappelijk IT-platform, dat alle betalingsopdrachten voor verwerking aangeleverd krijgt.

**TARGET2-Securities (T2S):** het gemeenschappelijk technisch platform van het **Eurostelsel** dat **centrale effectendepositosystemen** en NCB's in staat stelt in Europa grensoverschrijdende en neutrale kerndiensten inzake effectenafwikkeling te verlenen in centralebankgeld.

**Tegenpartij:** de andere partij bij een financiële transactie (bv. elke partij die een transactie aangaat met een centrale bank).

**Tekort (overheid):** het nettofinancieringstekort van de **overheid**, dat is het verschil tussen de totale overheidsontvangsten en de totale overheidsuitgaven.

**Tekortquote (overheid):** de ratio van het **tekort** in verhouding tot het **bruto binnenlands product** tegen lopende marktprijzen. De quote is het onderwerp van één van de in Artikel 126, lid 2, van het **Verdrag** vastgelegde begrotingscriteria voor het bepalen van het bestaan van een buitensporig

tekort (zie ook **procedure bij buitensporige tekorten**). De quote wordt ook overheidstekortquote of begrotingstekortquote genoemd.

**Tekort-schuldaanpassing (overheid):** het verschil tussen het begrotingssaldo van de **overheid** (**tekort** of overschot) en de verandering van de **schuld**.

**Transactie met terugkoopverplichting:** een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

**Verdrag van Lissabon (Lissabonverdrag):** wijzigt de twee belangrijkste verdragen van de EU: het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. De naam van dit laatste is gewijzigd in **Verdrag** betreffende de werking van de Europese Unie. Het Verdrag van Lissabon werd ondertekend op 13 december 2007 en trad op 1 december 2009 in werking.

**Verdrag:** tenzij anders vermeld, wordt met het ‘Verdrag’ in dit verslag het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie bedoeld en de verwijzingen naar de artikelnummers hebben betrekking op de sedert 1 december 2009 geldende nummering.

**Verdragen:** tenzij anders vermeld, worden met de ‘Verdragen’ in dit verslag zowel het **Verdrag** betreffende de werking van de Europese Unie als het Verdrag betreffende de Europese Unie bedoeld.

**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 operationele risico’s, **kredietrisico’s** en liquiditeitsrisico’s.



