



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

2006  
JAARVERSLAG

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

JAARVERSLAG  
2006

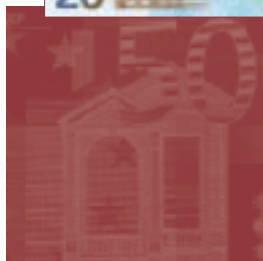
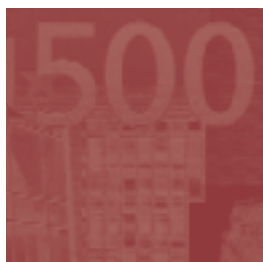
EUROPESE CENTRALE BANK





EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM



## JAARVERSLAG 2006

In 2007 verschijnt  
in alle publicaties  
van de ECB  
een motief van  
het bankbiljet  
van €20.

© Europese Centrale Bank, 2007

**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.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

*Foto's  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Marcus Thelen*

*De afsluitingsdatum voor de in dit  
Verslag voorkomende gegevens was  
2 maart 2007.*

ISSN 1561-459X (papier)

ISSN 1725-2911 (internet)

# INHOUD

<b>VOORWOORD</b>	<b>10</b>	3.3 Uitgifte en productie van bankbiljetten	<b>115</b>
<b>HOOFDSTUK I ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID</b>	<b>4</b>	<b>STATISTIEKEN</b>	<b>118</b>
<b>1 MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN</b>	<b>18</b>	4.1 Nieuwe of verbeterde statistieken voor het eurogebied	<b>118</b>
<b>2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>24</b>	4.2 Overige ontwikkelingen met betrekking tot statistieken	<b>119</b>
2.1 De mondiale macro-economische omgeving	<b>24</b>	4.3 De voorbereidingen voor uitbreiding van het eurogebied	<b>120</b>
2.2 Monetaire en financiële ontwikkelingen	<b>28</b>	<b>5 ECONOMISCH ONDERZOEK</b>	<b>121</b>
2.3 Prijzen- en kostenontwikkelingen	<b>54</b>	5.1 Onderzoeksprioriteiten	<b>121</b>
2.4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	<b>63</b>	5.2 Publicaties en conferenties	<b>123</b>
2.5 Begrotingsontwikkelingen	<b>71</b>	<b>6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN</b>	<b>125</b>
2.6 Ontwikkelingen inzake wisselkoersen en betalingsbalansen	<b>77</b>	6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	<b>125</b>
<b>3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED</b>	<b>86</b>	6.2 Adviesfuncties	<b>125</b>
		6.3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	<b>128</b>
		6.4 Diensten van het Eurosysteem inzake reservebeheer	<b>128</b>
<b>HOOFDSTUK 2 CENTRALE-BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN</b>		<b>HOOFDSTUK 3 DE TOETREDING VAN SLOVENIË TOT HET EUROGEBIED</b>	
<b>1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGS- ACTIVITEITEN</b>	<b>98</b>	<b>1 DE ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN SLOVENIË</b>	<b>132</b>
1.1 Monetaire-beleidstransacties	<b>98</b>	<b>2 DE JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN BANKA SLOVENIJE IN HET EUROSISTEEM</b>	<b>136</b>
1.2 Valutatransacties	<b>104</b>	<b>3 OPERATIONELE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN BANKA SLOVENIJE IN HET EUROSISTEEM</b>	<b>138</b>
1.3 Investeringsactiviteiten	<b>104</b>	3.1 Monetaire-beleidstransacties	<b>138</b>
<b>2 BETALINGSVERREKENINGS- EN EFFECTENAFWIKKELSYSTEMEN</b>	<b>107</b>	3.2 Bijdragen aan kapitaal, reserves en externe reserves van de ECB	<b>138</b>
2.1 TARGET	<b>107</b>	<b>4 DE OVERGANG VAN SLOVENIË OP DE CHARTALE EURO</b>	<b>140</b>
2.2 TARGET2	<b>109</b>		
2.3 TARGET2-Securities	<b>110</b>		
2.4 Afwikkelingsprocedures voor onderpand	<b>111</b>		
<b>3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN</b>	<b>113</b>		
3.1 De omloop van bankbiljetten en munten en de geldverwerking	<b>113</b>		
3.2 Vervalsing van bankbiljetten en het bestrijden van valsemunterij	<b>114</b>		

<b>HOOFDSTUK 4</b>		<b>2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES</b>	
<b>FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE</b>		<b>PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN</b>	<b>177</b>
<b>I FINANCIËLE STABILITEIT</b>	<b>144</b>	<b>HOOFDSTUK 7</b>	
1.1 Toezicht op de financiële stabiliteit	<b>144</b>	<b>EXTERNE COMMUNICATIE</b>	
1.2 Samenwerking in financiële crisissituaties	<b>146</b>	<b>I COMMUNICATIEBELEID</b>	<b>182</b>
<b>2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT</b>	<b>148</b>	<b>2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN</b>	<b>183</b>
2.1 Algemeen	<b>148</b>	<b>HOOFDSTUK 8</b>	
2.2 Bankwezen	<b>149</b>	<b>INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN</b>	
2.3 Effectenwezen	<b>149</b>	<b>JAARREKENING</b>	
2.4 Verslaglegging	<b>150</b>	<b>I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN</b>	
<b>3 FINANCIËLE INTEGRATIE</b>	<b>151</b>	<b>CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB</b>	<b>189</b>
<b>4 TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN</b>	<b>156</b>	1.1 Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	<b>189</b>
4.1 Toezicht op (de infrastructuren van) het hoogwaardige betalingsverkeer in euro	<b>156</b>	1.2 De Raad van Bestuur	<b>190</b>
4.2 Retailbetalingsverkeer	<b>158</b>	1.3 De Directie	<b>192</b>
4.3 Effectenclearing en -afwikkeling	<b>159</b>	1.4 De Algemene Raad	<b>194</b>
<b>HOOFDSTUK 5</b>		1.5 Comités van het Eurosysteem/ESCB, het Begrotingscomité en de Human Resources Conferentie	<b>195</b>
<b>EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN</b>		1.6 Corporate Governance	<b>195</b>
<b>I EUROPESE AANGELEGENHEDEN</b>	<b>164</b>	<b>2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	
1.1 Beleidsaangelegenheden	<b>164</b>	2.1 Human resources	<b>198</b>
1.2 Institutionele aangelegenheden	<b>166</b>	2.2 Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB	<b>200</b>
1.3 Ontwikkelingen in en betrekkingen met tot de EU toetredende landen en kandidaatlanden	<b>167</b>	<b>3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB</b>	<b>202</b>
<b>2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN</b>	<b>169</b>	<b>4 JAARREKENING VAN DE ECB</b>	<b>203</b>
2.1 De belangrijkste ontwikkelingen binnen het internationale monetaire en financiële stelsel	<b>169</b>	Managementverslag voor het jaar 2006	<b>204</b>
2.2 Samenwerking met landen buiten de EU	<b>171</b>	Balans per 31 december 2006	<b>208</b>
<b>HOOFDSTUK 6</b>		Winst- en verliesrekening over het jaar 2006	<b>210</b>
<b>VERANTWOORDING</b>		Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	<b>211</b>
<b>I VERANTWOORDING TEN OPZICHT VAN HET ALGEMENE PUBLIEK EN HET EUROPEES PARLEMENT</b>	<b>176</b>	Toelichting op de balans	<b>216</b>
		Toelichting op de winst- en verliesrekening	<b>226</b>
		Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen	<b>229</b>
		Verklaring van de accountant	<b>231</b>

<b>5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM PER 31 DECEMBER 2006</b>	<b>232</b>	3 Inflatieverwachtingen voor de langere termijn in het eurogebied	<b>56</b>
		Grafiek A Maatstaven voor inflatieverwachtingen op de langere termijn voor het eurogebied	<b>57</b>
<b>BIJLAGEN</b>		Grafiek B Frequentieverdeling van de verwachtingen omtrent de inflatie over vijf jaar bij respondenten van de SPF (2001-2006)	<b>58</b>
<b>DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN</b>	<b>238</b>	Grafiek C Verband tussen herzieningen van inflatieverwachtingen op de korte en op de langere termijn in de SPF (2001-2006)	<b>58</b>
<b>DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN</b>	<b>242</b>	Grafiek D “Break-even”-inflatie en de waarschijnlijkheid dat de over vijf jaar verwachte HICP-inflatie groter dan of gelijk zal zijn aan 2%	<b>59</b>
<b>OVERZICHT VAN DE MONETAIRE-BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM</b>	<b>249</b>	4 Verschillen in productiegroei tussen de landen van het eurogebied	
<b>PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2006</b>	<b>251</b>	Grafiek Spreiding in reële bbp-groei tussen de landen van het eurogebied	<b>65</b>
<b>LIJST VAN TERMEN</b>	<b>257</b>	5 Productiviteitsontwikkelingen in het eurogebied en de noodzaak van structurele hervormingen	<b>68</b>
<b>LIJST VAN KADERS</b>		Grafiek A Groei van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur	<b>69</b>
1 De rol van de overige financiële intermediairs in de monetaire dynamiek	<b>31</b>	Grafiek B Groei van de arbeidsproductiviteit per werknemer	<b>69</b>
Grafiek A Kortlopende deposito’s van MFI’s en repo’s van overige niet-monetaire financiële intermediairs	<b>33</b>	Tabel A Geselecteerde structurele indicatoren	<b>70</b>
Grafiek B Sectorale uitsplitsing van langerlopende MFI-deposito’s	<b>33</b>	Tabel B Groei van de sectorale arbeidsproductiviteit per gewerkt uur	<b>70</b>
Grafiek C MFI-leningen aan de overige niet-monetaire financiële intermediairs	<b>35</b>	6 Ontwikkelingen inzake de uitgifte van overheidsschuldbewijzen en marges op obligatierendementen in het eurogebied	<b>72</b>
2 Rentever schillen op de bancaire detailmarkten van de landen van het eurogebied	<b>47</b>	Tabel A Door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen	<b>73</b>
Tabel Landenverschillen in MFI-rentetarieven op nieuwe contracten	<b>47</b>		
Grafiek A MFI-rentetarieven op deposito’s van huishoudens	<b>49</b>		
Grafiek B MFI-rentetarieven op leningen aan huishoudens	<b>50</b>		
Grafiek C MFI-rentetarieven op leningen aan niet-financiële ondernemingen	<b>51</b>		



Tabel B	Structuur van het uitstaande bedrag aan door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen	<b>73</b>	11	Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in 2006	<b>94</b>
Grafiek	Cumulatieve mutaties in een aantal rendementsecarts op overheidsobligaties ten opzichte van Duitsland	<b>74</b>	12	Betalingsverkeer in TARGET	<b>108</b>
Tabel C	Ratings van de overheidsschuld voor de eurolanden	<b>74</b>	13	Uitsplitsing van vervalsingen naar coupure	<b>114</b>
7	Globalisering en het concurrentievermogen van het eurogebied	<b>79</b>	14	In 2006 toegewezen bankbiljetten-productiequote	<b>117</b>
Tabel	Aangetoond comparatief voordeel naar factorintensiteit	<b>80</b>	15	Slovenië: Belangrijkste economische indicatoren	<b>132</b>
Grafiek A	Ontwikkelingen van het aangetoonde comparatieve voordeel	<b>81</b>	<b>LIJST VAN GRAFIEKEN</b>		
1	Overwegend onderzoeksintensieve uitvoer	<b>81</b>	1	ECB-rentevoeten en geldmarktrente	<b>18</b>
2	Overwegend arbeidsintensieve uitvoer	<b>81</b>	2	Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden	<b>24</b>
Grafiek B	Verandering in het aandeel van het eurogebied in de invoer van fabricaten naar land van oorsprong	<b>82</b>	3	Belangrijkste ontwikkelingen in de grondstoffenmarkten	<b>27</b>
8	Statistische gevolgen van de uitbreiding van het eurogebied met Slovenië	<b>134</b>	4	M3 en leningen aan de particuliere sector	<b>29</b>
<b>LIJST VAN TABELLEN</b>			5	Belangrijkste componenten van M3	<b>29</b>
1	Prijzontwikkelingen	<b>54</b>	6	MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en verhandelbare instrumenten	<b>30</b>
2	Arbeidskostenindicatoren	<b>61</b>	7	Kortlopende MFI-deposito's en repo's van de particuliere sector	<b>30</b>
3	Samenstelling van de reële bbp-groei	<b>62</b>	8	Tegenposten van M3	<b>36</b>
4	Arbeidsmarktontwikkelingen	<b>66</b>	9	Ramingen van de <i>money gap</i>	<b>37</b>
5	Begrotingsposities in het eurogebied	<b>71</b>	10	Geldmarktrente in het eurogebied en de helling van de geldmarkt-rendementscurve	<b>38</b>
6	Reële bbp-groei	<b>86</b>	11	Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten	<b>38</b>
7	HICP-inflatie	<b>87</b>	12	Rendementen op langlopende overheidsobligaties	<b>39</b>
8	Begrotingsposities	<b>89</b>	13	Huidige en toekomstige " <i>break-even</i> "-inflatie in het eurogebied	<b>41</b>
9	Betalingsbalans – geselecteerde posten	<b>90</b>	14	Belangrijkste aandelenkoersindices	<b>42</b>
10	Ontwikkelingen in ERM II	<b>91</b>	15	Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten	<b>42</b>
			16	MFI-leningen aan huishoudens	<b>44</b>
			17	Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen	<b>44</b>
			18	Schuld en rente- en aflossingsverplichtingen van de huishoudens	<b>45</b>

19	Reële kosten van externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	<b>46</b>	41	Beleenbare verhandelbare activa	<b>101</b>
20	Winstratio's van genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	<b>52</b>	42	Als onderpand aangeboden beleenbare verhandelbare activa	<b>101</b>
21	Uitsplitsing van de reële twaalfmaands groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen	<b>52</b>	43	Verschil tussen het aandeel in de beleenbare verhandelbare activa en het aandeel in het aangeboden onderpand in 2006	<b>102</b>
22	Schuld en netto rentebetalingen in de sector van de niet-financiële ondernemingen	<b>53</b>	44	Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2006	<b>113</b>
23	Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten	<b>55</b>	45	Totale waarde van de euro-bankbiljetten in omloop in de periode 2002-2006	<b>113</b>
24	Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie	<b>55</b>	46	Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2006 naar coupure	<b>114</b>
25	Uitsplitsing industriële producentenprijzen	<b>60</b>	47	Aantal uit omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten in de periode 2002-2006	<b>115</b>
26	Sectorale loonsom per werknemer	<b>61</b>			
27	Beloop van de huizenprijzen in het eurogebied	<b>63</b>			
28	Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis	<b>64</b>			
29	Vertrouwensindicatoren	<b>64</b>			
30	Werkloosheid	<b>67</b>			
31	Arbeidsproductiviteit	<b>67</b>			
32	Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro	<b>78</b>			
33	Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan	<b>78</b>			
34	De goedereninvoer van het eurogebied en de prijzen van ruwe Brent-olie	<b>78</b>			
35	Directe investeringen en effectenverkeer in het eurogebied	<b>83</b>			
36	Financiële uitstroom van het eurogebied naar de nieuwe EU-lidstaten	<b>84</b>			
37	Netto internationale investeringspositie	<b>84</b>			
38	Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van de niet tot het ERM II behorende EU-valuta's	<b>92</b>			
39	Kredietverlening aan de particuliere sector in 2006	<b>93</b>			
40	Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2006	<b>98</b>			



## AFKORTINGEN

### LANDEN

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

### OVERIGE

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

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

# VOORWOORD



Op 1 januari 2007 werd Slovenië de 13de lidstaat die overging tot invoering van de euro, en werd de Banka Slovenije de 13de tot het Euro-systeem toegetroten nationale centrale bank. Ik heet de Sloveense burgers van harte welkom en zwaai Slovenië lof toe voor haar goede economische prestaties dankzij het in de afgelopen jaren gevoerde op stabiliteit gerichte monetaire beleid. De overgang van de Sloveense tolar op de euro verliep op zeer soepele en efficiënte wijze. Er werden 94,5 miljoen bankbiljetten in omloop gebracht, beginnend met een *frontloading-fase* eind november 2006, en een zogenoemde duale fase van twee weken waarin zowel de euro als de tolar in omloop waren, waarna de gemeenschappelijke munt de Sloveense valuta volledig had vervangen. Tegen deze achtergrond werd de euro door de Sloveense bevolking met groot enthousiasme ontvangen.

\*\*\*

Het monetaire beleid van de ECB bleef een anker vormen voor de middellange- tot langetermijninflatieverwachtingen op niveaus die globaal in overeenstemming waren met prijs-

stabiliteit. Dit was vooral het gevolg van de geloofwaardigheid van de ECB bij het voeren van haar monetaire beleid in strikte navolging van haar primaire doelstelling van het handhaven van prijsstabiliteit op de middellange termijn. Het stevig verankeren van de langere-termijninflatieverwachtingen is een eerste voorwaarde voor het monetaire beleid om een blijvende bijdrage te leveren aan ondersteuning van economische groei en werkgelegenheidscreatie in het eurogebied. In 2006 bedroeg de gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis 2,2%, onveranderd vergeleken met het voorafgaande jaar. Dit ligt boven de definitie van prijsstabiliteit van de ECB van onder, maar dicht bij 2%, hoewel het een weerspiegeling is van de schokken in de olie- en grondstoffenprijzen. Zelfgenoegzaamheid is derhalve niet op zijn plaats.

De risico's voor de prijsstabiliteit bleven in heel 2006 duidelijk van opwaartse aard. Opvallend onder deze risico's waren de mogelijkheid van een sterker dan verwachte doorwerking van eerdere olieprijsstijgingen, onverwachte stijgingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen, en hernieuwde olieprijsstijgingen. In fundamentele zin bleven, gezien het zeer gunstige economische klimaat in 2006 en met een aanhoudende daling van de werkloosheid en een verdere verbetering van de arbeidsmarkt, de vooruitzichten van sterker dan verwachte loonontwikkelingen een aanzienlijk opwaarts risico vormen voor de prijsstabiliteit. In deze context, en met name gezien de komende loonronde voor 2007, heeft de Raad van Bestuur benadrukt dat bij loonovereenkomsten rekening dient te worden gehouden met het nog steeds onacceptabel hoge werkloosheidsniveau in een aantal landen, alsmede met hun huidige prijsconcurrentievermogen en arbeidsproductiviteitsontwikkeling op jaarbasis.

De beoordeling van de Raad van Bestuur dat de risico's voor prijsstabiliteit de overhand houden, werd bevestigd na toetsing aan de monetaire analyse. De uitgesproken dynamiek van de groei van de geldhoeveelheid en kredietverlening in 2006 was een weerspiegeling van de hardnekkige opwaartse tendens in het onderlig-

gende tempo van monetaire expansie in het eurogebied die sinds medio 2004 wordt waargenomen, hetgeen verder bijdraagt aan de liquiditeitsophoping. De liquiditeitsituatie in het eurogebied bleef na verscheidene jaren van robuuste monetaire groei naar alle aannemelijke maatstaven ruim. In een context van aanhoudend sterke monetaire groei en groei van de kredietverlening, wees dit op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn.

Om het hoofd te bieden aan de in de economische en monetaire analyses van de ECB gedurende het jaar gesignaleerde opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, heeft de Raad van Bestuur de monetaire-beleidskoers in 2006 aangepast door de basisrentetarieven van de ECB vijf maal te verhogen met in totaal 125 basispunten. Dientengevolge steeg de minimale inschrijvingsrente voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem van 2,25% in januari 2006 tot 3,50% in december 2006.

In 2006 expandeerde de economie van het eurogebied krachtig. Niettegenstaande de impact van de hoge en volatiele oliepijzen, steeg het reële bbp in 2006 met 2,8%, vergeleken met 1,5% in 2005. Het economisch herstel werd in de loop van het jaar geleidelijk breder, en de economische expansie werd steeds autonomer van aard, met de binnenlandse vraag als belangrijkste stuwende kracht. In 2006 lag de reële bbp-groei gemiddeld aanzienlijk boven de potentiële groei. Het eurogebied bleef profijt trekken van de sterke expansie van de wereld-economie, terwijl substantiële toenames van de bedrijfswinsten en een langdurige periode van zeer gunstige financieringsvoorwaarden de investeringsgroei en de werkgelegenheid ondersteunden.

Tegen deze achtergrond was de Raad van Bestuur van oordeel dat, ook na de renteaanpassingen in 2006, de monetaire-beleidskoers van de ECB accommoderend bleef en dat resolute en tijdige actie geboden bleef teneinde prijsstabiliteit op de middellange termijn te waarborgen.

\*\*\*

De begrotingsontwikkelingen in het eurogebied waren in 2006 betrekkelijk gunstig. Volgens de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's lag het gemiddelde begrotingstekort voor het eurogebied rond 2,0% van het bbp, vergeleken met 2,4% in 2005. Deze begrotingsverbetering was echter grotendeels het gevolg van krachtige productiegroei en inkomstenmeevallers, en was slechts voor een klein deel het resultaat van effectieve begrotingsconsolidatiemaatregelen. Tegen de achtergrond van het thans gunstige economische tij, blijft het van essentieel belang de dynamiek van verbeterende overheidsfinanciën te behouden en het tempo van begrotingsconsolidatie te versnellen zodat alle landen van het eurogebied hun middellange-termijndoelstelling van een solide begrotingspositie zo snel mogelijk verwezenlijken. In dit opzicht is het van cruciaal belang om additionele concrete en geloofwaardige begrotingsconsolidatiemaatregelen te formuleren en de snelle implementatie ervan te waarborgen. Dergelijke maatregelen hebben de beste kans van slagen als zij zijn gebaseerd op een geloofwaardige en veelomvattende middellange-termijnstrategie, met de nadruk op het verlagen van de uitgaven in plaats van het verhogen van de inkomsten. Dit draagt bij aan het vergroten van het vertrouwen in een begrotingsbeleid dat zowel houdbaar is als ondersteuning biedt aan groei en werkgelegenheid.

\*\*\*

Wat betreft structurele hervormingen, zijn de landen van het eurogebied in de afgelopen jaren zich in toenemende mate bewust geworden van de noodzaak zich aan te passen aan de uitdagingen waarvoor zij door de toegenomen mondiale concurrentie, de vergrijzing en de versnellende technologische ontwikkelingen worden gesteld. Dat het belangrijk is aan deze uitdagingen het hoofd te bieden, wordt geïllustreerd door de relatief lage groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied in vergelijking met die van de Verenigde Staten: de gemiddelde stijging van de arbeidsproductiviteit op jaarbasis tussen 1999

en 2006 bedroeg in het eurogebied 1,1% en in de Verenigde Staten 2,2%. Deze situatie vereist in het bijzonder de zeer actieve implementatie van structurele hervormingen op het gebied van onderzoek en ontwikkeling, onderwijs en training, en het voltooiën van de Interne Markt. Tevens moet worden opgemerkt dat de door een aantal lidstaten ingezette arbeidsmarkthervormingen meer kansen op werk beginnen te scheppen. Als gevolg van zowel deze hervormingen als van loonmatiging, zag het eurogebied over de afgelopen periode een aanzienlijke werkgelegenheids groei. Zo zijn er in het eurogebied in de acht jaar sinds het begin van de derde fase van de EMU meer dan 12 miljoen banen bijgekomen. Dit steekt gunstig af tegen de toename met iets meer dan twee miljoen die voor dezelfde groep landen werd opgetekend in de acht jaar voorafgaand aan 1999. De sterkere banengroei heeft gedurende de afgelopen paar jaar tevens bijgedragen aan de vermindering van de werkloosheid. Hoewel nog steeds op een hoog niveau van 7,5%, bereikte het gestandaardiseerde werkloosheidscijfer tegen het einde van 2006 zijn laagste niveau sinds het begin van de reeks in 1993. In het eurogebied blijven echter belangrijke structurele belemmeringen bestaan, die helpen verklaren waarom de werkloosheids cijfers nog steeds onaanvaardbaar hoog liggen en de arbeidsmarktparticipatie naar internationale maatstaven nog steeds laag is. Het is derhalve voor elk van de landen van het eurogebied van groot belang de marktverstoringen te beperken die worden veroorzaakt door de landspecifieke regelgeving, en voor het eurogebied als geheel dat de resterende belemmeringen voor marktintegratie worden weggenomen. Dit vereist met name toereikende loondifferentiatie, grotere arbeidsmobiliteit, en flexibeler product-, arbeids- en financiële markten. Verdere hervormingen zullen het aanpassingsvermogen van het eurogebied vergroten, economische groei bevorderen en additionele werkgelegenheidsmogelijkheden scheppen.

\*\*\*

Naast begrotingsdiscipline en structurele hervormingen, steunt de soepele werking van de

EMU tevens op Europese financiële integratie. Door het helpen bevorderen van de ontwikkeling van Europese financiële systemen, draagt financiële integratie bij aan het verhogen van de potentiële economische groei. Het bevordert daarenboven de soepele en effectieve transmissie van monetair beleid, ondersteunt de efficiënte werking en het goede functioneren van afwikkelings- en betalingssystemen, en draagt bij aan financiële stabiliteit. Als laatste, maar niet minder belangrijk, speelt een geïntegreerd financieel stelsel een beslissende rol als schokbreker in het geval van asymmetrische schokken in het eurogebied. Het ECB-verslag betreffende indicatoren van financiële integratie, gepubliceerd in september 2006, biedt een gedetailleerde en veelomvattende analyse van de vooruitgang die is geboekt in de verschillende segmenten van het financiële stelsel. De ECB en het Eurosysteem fungeren tevens als katalysator voor initiatieven vanuit de particuliere sector ter bevordering van financiële integratie. De ECB en negen nationale centrale banken zullen bijvoorbeeld bijdragen aan het toekennen van keurmerken ten aanzien van kortlopende schuldbewijzen in het kader van het Short-Term European Paper (STEP)-initiatief, en de ECB zal regelmatig statistieken leveren over rendementen en volumes in de STEP-markt. Het Eurosysteem ondersteunt ook ten eerste het Gemeenschappelijke Eurobetalingengebied ("Single European Payments Area", ofwel SEPA), en moedigt alle belanghebbenden aan de voorwaarden te scheppen voor de verwezenlijking van het SEPA begin 2008, en eind 2010 de kritische massa aan SEPA-transacties te bereiken. Het Eurosysteem biedt het bankwezen ondersteuning met betrekking tot het ontwerp en de voorbereiding van de nieuwe SEPA-instrumenten en -kaders, en spoort de markt aan verder te gaan met het tijdig ontwikkelen van retailbetalingssystemen die in staat zijn de SEPA-instrumenten te verwerken.

Het Eurosysteem draagt ook bij aan financiële integratie door het leveren van betalings- en verrekeningsinfrastructuren. Het TARGET2-project is goed op weg en zal, zoals gepland, voor eind 2007 in werking treden. In 2006

werden technische voorbereidingen getroffen, en de ECB heeft gedetailleerde informatie doen uitgaan betreffende het tarievenstelsel en over de verschillende wijzen van deelneming aan TARGET2. In juli 2006 besloot het Eurosysteem de mogelijkheden te evalueren voor het aanbieden van afwikkelingsdiensten voor effectentransacties. Het doel van dit project, waarvoor synergieën met TARGET2 zouden worden gezocht, is het mogelijk maken van geharmoniseerde afwikkeling in centrale-bankgeld van in euro luidende effecten.

Het Eurosysteem bleef bijdragen aan de stabiliteit van het financiële stelsel in het eurogebied en in de EU door het volgen en beoordelen van belangrijke bronnen van risico en kwetsbaarheid, door bij te dragen aan beleidsdiscussies over belangrijke regelgevings- en toezichtkwesties op Europees en internationaal niveau, en door verbetering van zijn operationele kader voor het beheersen van mogelijke financiële crises.

\*\*\*

Voor 2006 bedroeg het totale aantal begrootte formatieplaatsen 1.343 fte's, dit in vergelijking met 1.369 fte's voor 2005. In september 2006 zijn de eerste zes deelnemers aan het *Graduate Programme* van de ECB, dat is bedoeld voor pas-afgestudeerden met een brede opleidingsachtergrond, bij de Bank begonnen op basis van tweejarige niet-omzetbare contracten.

De ECB heeft in 2006 algemene beginselen voor mobiliteit geïntroduceerd, die medewerkers moeten aanmoedigen na elke vijf jaar dienstverband van functie te wisselen. Interne mobiliteit biedt medewerkers een mogelijkheid hun deskundigheid te verbreden en vormt een middel om de synergieën tussen de functionele geledingen te vergroten. In 2006 zijn meer dan 80 medewerkers intern naar andere functies overgegaan. Met medewerkers uit 27 EU-lidstaten heeft de ECB diversiteitsmanagement in haar humanresourcespraktijken geïntegreerd, na in 2006 een op diversiteit gericht beleid te hebben ingezet.

Naast het bevorderen van mobiliteit, blijft de humanresourcesstrategie zich richten op het ontwikkelen van de kwaliteiten van medewerkers en leidinggevenden binnen de ECB. Management- en leiderschapskwaliteiten werden verder versterkt door training en individuele begeleiding. Na de invoering van de diversiteitsstrategie, werd voor leidinggevenden een specifieke trainingscursus gestart over waardigheid op de werkplek.

Op het niveau van het Eurosysteem heeft de Human Resources Conferentie, die in 2005 werd opgericht met als doel het verder bevorderen van de samenwerking en teamgeest tussen de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van human-resourcesmanagement, haar werk in 2006 verder uitgebreid, met name met betrekking tot de verschillende aspecten van het trainen en ontwikkelen van medewerkers.

\*\*\*

Er bleef vooruitgang worden geboekt met de planning voor het nieuwe kantoorgebouw van de ECB. Na optimalisatie van het ontwerp door de architecten, kwam het project in 2006 in de planningsfase terecht. De Stad Frankfurt is in samenwerking met de ECB doorgeslagen met het voorbereiden van een juridisch bindend grondgebruiksplan voor het nieuwe kantoorgebouw. Het proces voor het indienen van een verzoek voor de bouwvergunningen zal naar verwachting eind oktober 2007 worden afgerond, zoals gepland. Voorzien wordt dat begin 2008 met de bouw zal worden begonnen, en dat de werkzaamheden eind 2011 zullen zijn afgerond. Tevens komt er een gedenksteen en een voorlichtingsruimte waarin wordt stilgestaan bij de deportatie van Joodse burgers vanuit de Grossmarkthalle.

\*\*\*

In 2006 boekte de ECB een overschot van €1.379 miljoen, vergeleken met een overschot van €992 miljoen in 2005. Net als in 2005 werd een bedrag gelijk aan het overschot gereserveerd



in een voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's, waardoor de netto winst nul was. De voorziening zal worden gebruikt ter dekking van verliezen die voortvloeien uit deze risico's, in het bijzonder waarderingsverliezen die niet worden gedekt door de herwaarderingsrekeningen. De omvang van de voorziening zal jaarlijks worden herzien.

Frankfurt am Main, maart 2007

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'J' followed by 'C. Trichet'.

Jean-Claude Trichet





**HOOFDSTUK I**

**ECONOMISCHE  
ONTWIKKELINGEN EN  
MONETAIR BELEID**

## I MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN

### BASISRENTETARIEVEN VAN DE ECB VERDER VERHOOGD IN 2006

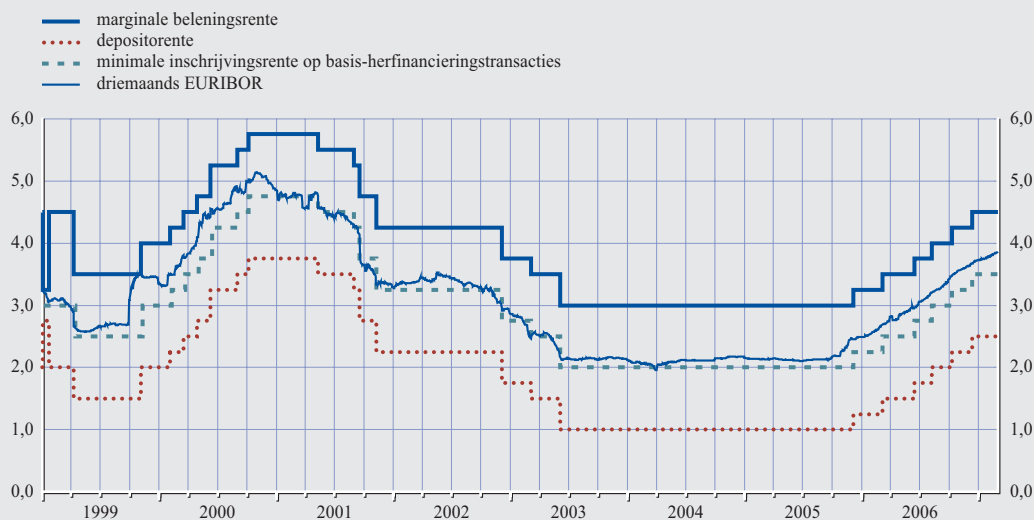
In de loop van 2006 verhoogde de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB ten einde het hoofd te bieden aan de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit die de Raad zowel op basis van zijn economische als monetaire analyses had vastgesteld. Deze inperking van de monetaire accommodatie vond plaats tegen de achtergrond van een robuuste economische groei, een sterke monetaire en kredietexpansie en een ruime liquiditeit in het eurogebied. De Raad van Bestuur verhoogde, in een reeks stappen van 25 basispunten, de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties in totaal met 125 basispunten, van 2,25% in januari 2006 tot 3,50% aan het einde van het jaar (zie Grafiek 1).

Wat de prijsontwikkelingen betreft, kwam de gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie in 2006 uit op 2,2%, hetzelfde percentage als in 2005. De totale inflatie schommelde in de loop van het jaar en werd sterk beïnvloed door de bewegingen in de olieprijsen. Tot augustus was de infla-

tie opwaarts gericht en lag ze aanzienlijk hoger dan de ECB-definitie van prijsstabiliteit, namelijk een inflatie onder maar dicht bij 2%. Dit was hoofdzakelijk het gevolg van forse stijgingen van de energieprijzen maar gedeeltelijk ook van verhogingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen. Tijdens de daaropvolgende maanden van 2006 liep de inflatie op jaarbasis daarentegen terug tot onder de 2%, voornamelijk door de sterke daling van de olieprijsen en door basiseffecten. Niettegenstaande de gunstige reële bbp-groei en de positieve signalen uit de arbeidsmarkten, bleven de stijgingen van de arbeidskosten in het eurogebied het hele jaar gematigd, wat gedeeltelijk verklaard wordt door de sterke mondiale concurrentie, vooral in de verwerkende sector. Dit hielp de inflatoire druk temperen. De inflatieverwachtingen op de langere termijn bleven stevig verankerd op een niveau dat grotendeels verenigbaar is met prijsstabiliteit. Niettemin bleven de risico's voor prijsstabiliteit duidelijk opwaarts gericht, in het bijzonder de risico's van een sterker dan verwachte doorwerking van eerdere olieprijsstijgingen, extra stijgingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indi-

Grafiek 1 ECB-rentevoeten en geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

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

recte belastingen bovenop de reeds aangekondigde verhogingen, en de mogelijkheid van nieuwe stijgingen van de olieprijsen. Meer fundamenteel bleef het vooruitzicht op sterker dan verwachte loonontwikkelingen en potentiële tweederonde-effecten in het loon- en prijszettingsgedrag in aansluiting op de olieprijsstijgingen uit het verleden aanzienlijke opwaartse risico's opleveren voor de prijsstabiliteit, vooral gezien het zeer gunstige economische klimaat en de betere prestatie van de arbeidsmarkt.

De economische bedrijvigheid in het eurogebied nam in 2006 krachtig toe. Na een geleidelijk en nog steeds matig economisch herstel in de tweede helft van 2005 trok de economische groei in het eurogebied aan in de eerste helft van 2006. De economische groei kreeg geleidelijk een breder draagvlak en zette steeds meer op eigen kracht door, met de binnenlandse vraag – in het bijzonder de investeringen in vaste activa – als belangrijkste stuwende kracht. De gemiddelde reële bbp-groei lag in 2006 boven de potentiële groei. De externe omgeving was heel het jaar gunstig voor een duurzame economische groei. De uitvoer van het eurogebied profiteerde van de aanhoudende sterke expansie van de wereldeconomie, en van de economieën van de voornaamste handelspartners van het eurogebied in het bijzonder. De investeringsgroei werd in de loop van het jaar steeds dynamischer, onder impuls van de lange periode van zeer gunstige financieringsvoorwaarden, de herstelling van de balanspositie van de bedrijven en aanzienlijke winststijgingen. De groei van de consumptie in het eurogebied trok eveneens aan in de loop van 2006, in aansluiting op de stijging van het reële beschikbare inkomen naarmate de werkgelegenheidsgroei herstelde en de werkloosheid afnam. Ondanks de weerslag van de hoge en volatiele olieprijsen bedroeg de reële bbp-groei in 2006 uiteindelijk 2,8% in 2006, tegen 1,5% in 2005 en 1,8% in 2004. De risico's voor de economische groeivoorzichten op de korte termijn bleven bijna het hele jaar nagenoeg in evenwicht, terwijl de risico's op de middellange tot langere termijn in heel 2006 neerwaarts gericht bleven, vooral als gevolg van mogelijke olieprijsstijgingen, mondiale oneven-

wichtigheden en potentiële protectionistische druk.

De geldhoeveelheid en de kredietverlening bleven in de loop van 2006 zeer krachtig groeien, hoofdzakelijk onder impuls van de lage rentetarieven in het eurogebied en de krachtige economische groei. Vanuit een middellange-termijnperspectief was de sterke dynamiek van de monetaire en kredietgroei in 2006 het gevolg van een voortdurende opwaartse trend in het onderliggende tempo van de monetaire expansie die sedert medio 2004 werd waargenomen en droeg ze bij tot een verdere accumulatie van liquiditeiten. Na verscheidene jaren van robuuste geldgroei bleef de liquiditeit in het eurogebied immers ruim naar alle aannemelijke maatstaven waardoor, in een omgeving van aanhoudend krachtige monetaire en kredietgroei, de risico's voor prijsstabiliteit op de middellange tot lange termijn opwaarts gericht waren.

Teneinde de opwaartse risico's voor prijsstabiliteit, die via zowel de economische als de monetaire analyse van de ECB werden vastgesteld, in te perken, heeft de Raad van Bestuur in 2006 de monetaire-beleidskoers aangepast door de basisrentetarieven van de ECB vijfmaal te verhogen. De Raad beklemtoonde dat het monetaire beleid van de ECB, ook na deze renteverhogingen, nog steeds accommoderend was, de rentetarieven op een laag peil bleven, de geldhoeveelheid en kredietverlening krachtig bleven groeien en de liquiditeit naar alle aannemelijke maatstaven ruim bleef. De Raad van Bestuur was van oordeel dat een krachtig en tijdig optreden gewettigd was teneinde prijsstabiliteit op de middellange termijn te waarborgen. De verankering van de inflatieverwachtingen op middellange tot lange termijn die uit deze verbintenis voortvloeit, is een eerste voorwaarde om te bewerkstelligen dat het monetaire beleid een voortdurende bijdrage kan leveren aan de ondersteuning van duurzame economische groei en werkgelegenheidscreatie.

In de loop van 2006 oefende de aankondiging van de beslissingen van de Raad van Bestuur en van zijn bredere beoordeling van de economi-



sche situatie invloed uit op de marktverwachtingen ten aanzien van het verloop van de kortetermijnrente. De Raad van Bestuur heeft het hele jaar duidelijk te kennen gegeven dat de toekomstige beleidsbeslissingen afhankelijk bleven van zijn reguliere beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit en van de realisatie van zijn hoofdscenario. Deze boodschap werd kennelijk goed begrepen door de financiële markten. In overeenstemming met de gepubliceerde macro-economische gegevens, die het scenario van de Raad van Bestuur uiteindelijk bevestigden, werden de marktverwachtingen omtrent de kortetermijnrente aldus gaandeweg opwaarts bijgesteld tijdens het jaar, naarmate het voor de markt duidelijker werd dat de oorspronkelijke renteverhoging van december 2005 zou worden gevolgd door een geleidelijke inperking van de monetaire accommodatie. De onzekerheid in de markt nam in 2006 verder af en de volatiliteit zakte tot een tamelijk laag niveau, ondanks een tijdelijke toename tijdens de zomer in het kader van een algemene herinschatting van de risico's. In vergelijking met de historische gemiddelden op de langere termijn bereikte de onzekerheid van de markt met betrekking tot de toekomstige monetaire-beleidsbeslissingen een relatief laag peil.

### **DE MONETAIRE-BELEIDS-BESLISSINGEN NADER BEKEKEN**

De economische situatie was begin 2006 relatief gunstig. De reële bbp-groei begon in de tweede helft van 2005 aan te trekken en kreeg een breder draagvlak. Stemningsindicatoren wezen uit dat de onderliggende trend van de economische groei vrij robuust was, hoewel de reële bbp-groei op kwartaalbasis in het vierde kwartaal van 2005 aanzienlijk lager uitviel dan die in het derde kwartaal. Zo bevestigden de begin 2006 beschikbare data, vooral de enquêtegegevens, de beoordeling van de Raad van Bestuur dat de economische groei gaandeweg aan kracht won en breder werd en dat dit ook in de eerste maanden van het jaar het geval zou zijn, in het bijzonder dankzij een sterkere binnenlandse vraag.

De vooruitzichten voor de economische groei bleven relatief gunstig, vooral dankzij een zeer sterke toename van de investeringsgroei en een geleidelijke verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt. De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor de economische groei werden derhalve in maart 2006 verhoogd ten opzichte van de projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2005; zij weerspiegelen vooral een iets sterkere groei van de particuliere investeringen die tijdens de projectieperiode wordt verwacht. De gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis werd geraamd op 1,7% tot 2,5% in 2006 en op 1,5% tot 2,5% in 2007. De voorspellingen door internationale instellingen en organisaties in de particuliere sector gaven een globaal vergelijkbaar beeld te zien.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, bedroeg de jaarlijkse HICP-inflatie begin 2006 meer dan 2% en verwacht werd dat dit op korte termijn zou blijven, waarbij het precieze niveau vooral zou afhangen van toekomstige energieprijzontwikkelingen. Op de langere termijn zouden de aangekondigde wijzigingen in de indirecte belastingen en de indirecte gevolgen van olieprijsstijgingen uit het verleden naar verwachting leiden tot een forse toename van de inflatie, hoewel werd uitgegaan van een verdere loonmatiging. In maart 2006 werden de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor de inflatie licht opwaarts bijgesteld ten opzichte van de projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2005. De jaarlijkse HICP-inflatie werd geraamd op 1,9% tot 2,5% in 2006 en op 1,6% tot 2,8% in 2007. De risico's voor deze vooruitzichten voor de prijsontwikkeling bleven van opwaartse aard, vooral als gevolg van mogelijke tweederonde-effecten van olieprijsstijgingen uit het verleden.

Gezien de krachtige groei van de geldhoeveelheid in een context van ruime liquiditeit in het eurogebied bevestigde de monetaire analyse de signalen van de economische analyse dat opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit overheersten. Ondanks tekenen dat de afwikkeling

van eerdere portefeuilleherschikkingen naar monetaire activa werd hervat, bleef het monetaire aggregaat M3 stevig groeien op jaarbasis en wanneer men door de kortetermijneffecten van een dergelijk portefeuillebeheer heen kijkt, bleef de onderliggende trend van de monetaire expansie krachtig, hetgeen een afspiegeling was van het stimulerende effect van het lage rentepeil. Wat de tegenposten van M3 betreft, nam de kredietexpansie bovendien verder toe en steeg de kredietverlening aan huishoudens – voornamelijk leningen voor woningaankopen – en aan niet-financiële ondernemingen in een krachtig tempo.

Tegen de achtergrond van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn, die zowel uit de economische als de monetaire analyse van de ECB waren gebleken, heeft de Raad van Bestuur de accommoderende koers van het monetaire beleid verder aangepast door de basisrentetarieven van de ECB op 2 maart 2006 met 25 basispunten te verhogen. De Raad van Bestuur was van oordeel dat een tijdig optreden ertoe zou bijdragen de inflatieverwachtingen op middellange en lange termijn stevig verankerd te houden op een niveau verenigbaar met prijsstabiliteit en aldus een voortdurende bijdrage zou leveren aan een duurzame economische groei en werkgelegenheidscreatie. De Raad beklemtoonde in het bijzonder dat de rentetarieven over het hele looptijdenspectrum zowel nominaal als reëel nog steeds op een zeer laag peil stonden en dat het monetaire beleid van de ECB accommoderend bleef.

Ondanks een tijdelijke toename van de volatiliteit op de markten in mei, in het kader van een algemene nieuwe inschatting van de risico's, bevestigde de beschikbaar komende informatie tijdens de volgende maanden het standpunt van de Raad dat een aanpassing van de accommoderende koers van de ECB in maart gewettigd was om aan de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit het hoofd te bieden. Met een reële bbp-groei van 0,6% op kwartaalbasis in het eerste kwartaal (later opwaarts herzien tot 0,8%), bevestigde de binnenkomende informatie het standpunt dat de groei breder gedragen en duur-

zamer werd. Terzelfder tijd steeg de HICP-inflatie tot 2,5% in mei, vooral als gevolg van de ontwikkeling van de energieprijzen. De inflatie zou naar raming boven 2% blijven in 2006 en 2007. In de macro-economische projecties door medewerkers van het Eurosysteem van juni werd de marge voor de HICP-inflatie in 2006 licht opwaarts herzien ten opzichte van de ECB-projecties van maart, van 1,9% tot 2,5% naar 2,1% tot 2,5%, waarbij de risico's voor de verwachte prijsontwikkelingen van opwaartse aard bleven.

Uit de monetaire analyse bleken eveneens nog steeds opwaartse risico's te bestaan voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. Tegen de achtergrond van een verdere versnelling van de groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening stegen de leningen aan de particuliere sector op jaarbasis met dubbele cijfers. Vooral de kredietopneming door huishoudens – hoofdzakelijk in de vorm van hypothecaire leningen – en door niet-financiële ondernemingen bleef zeer sterk groeien. Deze ontwikkelingen bevestigden tevens dat het stimulerende effect van het lage rentepeil de dominante factor bleef die aan het hoge onderliggende tempo van monetaire expansie ten grondslag lag.

Een toetsing van de uitkomsten van de economische analyse aan die van de monetaire analyse bevestigde in het algemeen dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn overheersten. De Raad van Bestuur besloot derhalve de belangrijkste basisrentetarieven van de ECB op 8 juni opnieuw met 25 basispunten te verhogen. De Raad wees erop dat een verdere inperking van de monetaire accommodatie gewettigd bleef indien zijn aannames en basisscenario werden bevestigd.

In juni en juli 2006 bevestigden de ontvangen gegevens verder de beoordeling van de Raad van Bestuur dat de economische groei aan kracht had gewonnen en tevens breder gefundeerd was geworden in de eerste helft van het jaar. De stemmingsindicatoren bleven zeer hoog en de werkgelegenheid gaf een robuuste groei te zien. Daarenboven bleven de voorwaarden aanwezig

voor een groei van het reële bbp in het eurogebied van om en nabij het potentiële niveau. Voorts bleef de inflatie in juni en juli een eind boven de 2% en werd ervan uitgegaan dat ze zowel in 2006 als 2007 gemiddeld boven dat niveau zou blijven, waarbij de risico's voor deze vooruitzichten van opwaartse aard bleven. Gelet op de aanhoudend sterke dynamiek van de monetaire groei in een situatie van reeds ruime liquiditeitsverhoudingen, bevestigden de signalen van de monetaire analyse de uitkomsten van de economische analyse dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn overheersten. Om deze risico's in te perken en de inflatieverwachtingen op de langere termijn stevig te verankeren besloot de Raad van Bestuur op 3 augustus 2006 de basisrentetarieven van de ECB nogmaals met 25 basispunten te verhogen. De Raad wees tevens op de noodzaak om alle ontwikkelingen van zeer nabij te volgen, teneinde te voorkomen dat de risico's voor de prijsstabiliteit bewaarheid worden.

In de loop van het derde kwartaal bevestigden de ontvangen gegevens inzake de economische activiteit in het eurogebied dat de economische groei aanzienlijk was versneld tijdens de voorgaande kwartalen. De herziene gegevens wezen uit dat de economische activiteit een kwartaal-op-kwartaalgroei van 0,7% te zien gaf van het derde kwartaal van 2005 tot het tweede kwartaal van 2006, aanzienlijk meer dan de meeste ramingen van de potentiële groei. Daarenboven vertoonde de werkloosheidsgraad een dalende trend, was de werkgelegenheidsgroei toegenomen en bleek uit de conjunctuurenquêtes dat de werkgelegenheidsverwachtingen nog steeds gunstig waren. De beschikbare indicatoren voor het derde kwartaal van 2006 ondersteunden voorts de beoordeling dat de economische activiteit fors zou blijven groeien, maar mogelijk iets minder krachtig dan de zeer sterke groei in het eerste halfjaar. Al bij al bleven de voorwaarden aanwezig voor een solide economische groei in het eurogebied om en nabij de potentiële groei. In het licht daarvan hebben de ECB-medewerkers in hun macro-economische projecties van september 2006 de voorziene marges voor de reële bbp-groei in 2006 en 2007

opnieuw opwaarts bijgesteld ten opzichte van de vorige projecties van medewerkers van het Eurosysteem, naar 2,2 tot 2,8% in 2006 en 1,6 tot 2,6% in 2007, hoofdzakelijk in het licht van de sterker dan verwachte groei in het eerste halfjaar.

De HICP-inflatie lag in juli en augustus nog boven 2% en in de macro-economische projecties van september gingen de medewerkers van de ECB ervan uit dat de inflatie op jaarbasis gemiddeld 2,3% tot 2,5% zou bedragen in 2006 en 1,9% tot 2,9% in 2007. Deze projecties hielden opwaartse herzieningen in. De marge voor 2006 kwam in het bovenste gedeelte van de bandbreedte die de medewerkers van het Eurosysteem in hun projecties van juni hadden gepubliceerd. Ook de marge voor 2007 werd licht naar boven bijgesteld, vooral vanwege de opwaartse herziening van de projectie inzake de olieprijsen. In september wijzigde het beeld enigszins door de sterke daling van de olieprijsen in augustus en september en door gunstige basiseffecten. Dit leidde tot een aanzienlijke daling van de totale inflatie tot onder 2% vanaf september. Niettemin overheerste nog steeds de opvatting dat de inflatie naar het einde van 2006 en begin 2007 opnieuw boven 2% zou uitkomen, vooral door de invloed van hogere indirecte belastingen en, in mindere mate, van ongunstige basiseffecten. De Raad van Bestuur ging er dan ook van uit dat een grote mate van kortetermijnvolatiliteit in de jaarlijkse HICP-inflatie waarschijnlijk was, maar dat de inflatie gemiddeld boven 2% zou blijven in 2006 en 2007. Er werden duidelijk opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit verwacht, wat werd bevestigd door de toetsing met de monetaire analyse.

Al deze ontwikkelingen hebben de Raad van Bestuur ertoe gebracht op 5 oktober 2006 de basisrentetarieven van de ECB nogmaals te verhogen met 25 basispunten. De Raad onderstreepte dat een verdere inperking van de monetaire accommodatie op zijn plaats was indien het basisscenario nog werd bevestigd.

De ontvangen informatie, met name de bijzonder sterke enquête-indicatoren voor het vierde

kwartaal van 2006, bevestigden de overwegingen die ten grondslag lagen aan het besluit van de Raad van Bestuur van oktober om de rentetarieven te verhogen. Het bevestigde tevens de beoordeling dat de economische activiteit fors bleef toenemen, waarbij de binnenlandse vraag de belangrijkste motor bleef in het derde kwartaal. Dit bevestigde de verwachte verbreding van het economische herstel en wees erop dat de economische expansie in het eurogebied steeds autonomer van aard werd. Vooruitblikkend naar 2007, bleven de voorwaarden aanwezig voor een sterke economische groei in het eurogebied om en nabij de potentiële groei. Hoewel zich waarschijnlijk rond de jaarwisseling enige volatiliteit in de kwartaalgroecijfers zou voordoen onder invloed van veranderingen in de indirecte belastingen, bleven de vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid op de middellange termijn gunstig. Deze vooruitzichten werden ook weerspiegeld in de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van december 2006, die opwaartse herzieningen bevatten ten opzichte van de projecties van ECB-medewerkers van september, voornamelijk als gevolg van de verwachte daling van de energieprijzen en hun invloed op het reële beschikbare inkomen. De gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis werd geraamd op 1,7% tot 2,7% in 2007 en 1,8% tot 2,8% in 2008.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, bleef de jaarlijkse HICP-inflatie in het laatste kwartaal van 2006 onder de 2%. Gezien de neerwaarts bijgestelde aannames inzake energieprijzen, was de marge voor de HICP-inflatie in 2007 in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december iets lager dan in de ECB-projecties van september. De gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis zou 1,5% tot 2,5% bedragen voor 2007 en 1,3% tot 2,5% voor 2008. De vooruitzichten inzake de prijsontwikkelingen bleven onderhevig aan opwaartse risico's. Bovendien werd de beoordeling dat opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn overheersten, ondersteund door een onderlinge toetsing van de uitkomsten van de

economische analyse aan die van de monetaire analyse.

Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur op 7 december 2006 de basisrentetarieven van de ECB opnieuw met 25 basispunten te verhogen. De Raad deelde mee dat ook na deze renteverhoging het monetaire beleid van de ECB accommoderend bleef, gezien de nog altijd lage basisrentetarieven, de krachtige groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening en de naar alle aannemelijke maatstaven ruime liquiditeitsverhoudingen in het eurogebied. De Raad van Bestuur was derhalve van oordeel dat een krachtig en tijdig optreden gewettigd was om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te garanderen. De Raad voegde eraan toe alle ontwikkelingen nauwlettend te zullen volgen opdat de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn niet bewaarheid worden.

## 2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 DE MONDIALE MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING

#### MINDER SNELLE, MAAR NOG STEEDS ROBUUSTE GROEI VAN DE WERELDECONOMIE

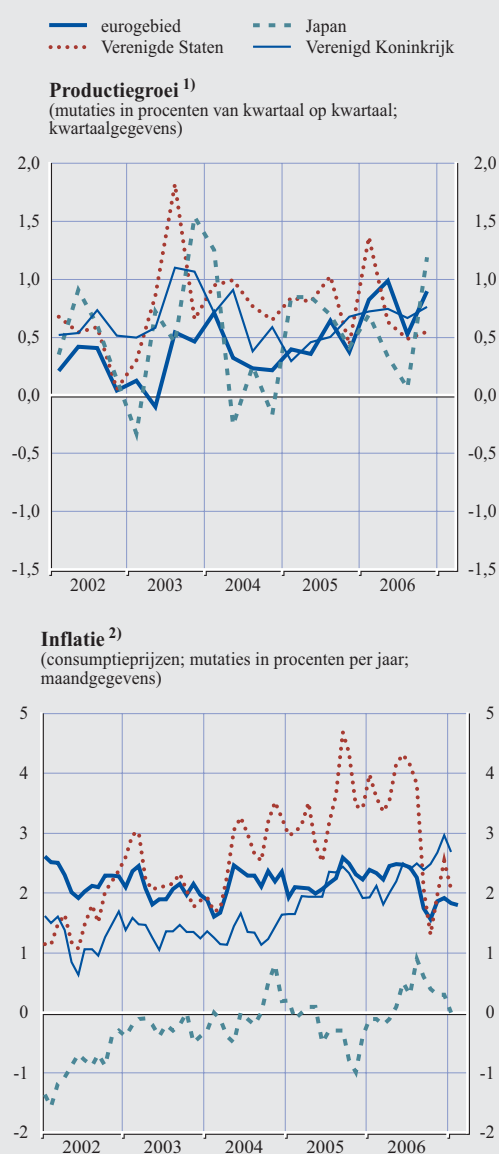
In 2006 bleef de wereldeconomie krachtig groeien, ondanks een geleidelijke verzwakking van het groeitempo. De sterke groei in alle belangrijke regio's tijdens de eerste helft van het jaar werd gevolgd door een zekere vertraging in de tweede helft, meer bepaald in de Verenigde Staten (zie Grafiek 2). Over het algemeen bleef de mondiale groei evenwel zeer dicht in de buurt van het niveau van 2004 en 2005, vooral dankzij de aanhoudend gunstige financieringsvoorwaarden, een gezonde winstsituatie en significante verbeteringen in de bedrijfsbalansen in de meeste economieën van de wereld. Daarenboven droeg de krachtige groei in een aantal grote opkomende economieën, in combinatie met een sterke handelsactiviteit, bij tot het robuuste tempo van de mondiale expansie. Hoewel de groei evenwichtiger gespreid was over de grote industrielanden, namen de internationale externe onevenwichtigheden verder toe, vooral als gevolg van de energiehandelsoverschotten van de olie-exporterende landen.

Het peil van de olieprijs bleef in 2006 hoog. Na een historisch hoogtepunt van USD 78 per vat begin augustus, was de prijs van ruwe Brentolie tegen december teruggelopen tot ongeveer USD 60, vergelijkbaar met het peil van eind 2005. De totale consumptieprijsinflatie, die grotendeels de ontwikkelingen van de energieprijzen weergeeft, bereikte in 2006 een hoogtepunt in de zomer en liep nadien terug. In de meeste landen bleef de onderliggende inflatiedruk in 2006 al bij al relatief beperkt. Over het algemeen bleef de wereldwijde inflatie zeer dicht bij het niveau van 2004 en 2005. In de landen van de OESO bedroeg de jaarlijkse totale CPI-inflatie 2,6% voor heel 2006, terwijl de jaarlijkse inflatie met uitzondering van voedingsmiddelen en energie 2,0% beliep.

In de Verenigde Staten bedroeg de groei op jaarbasis van het reële bbp in 2006 als geheel 3,3%. In de loop van het jaar vertraagde de economi-

sche activiteit evenwel en liep de bbp-groei terug tot onder de potentiële groei. Die vertraging was hoofdzakelijk het resultaat van een daling van de investeringen in woningen, terwijl de groei van de particuliere consumptie ver-

Grafiek 2 Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden



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

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

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

krachtig was. Terwijl de bestedingen van de huishoudens negatief werden beïnvloed door de vertraging in de huizenmarkt en de hoge energieprijzen, werden ze ondersteund door de krachtige groei van het arbeidsinkomen en de gunstige financieringsvoorwaarden. De niet-residentiële bedrijfsinvesteringen groeiden fors, ondersteund door de gunstige financieringsvoorwaarden en de hoge winstgevendheid van de ondernemingen. De bijdrage van de netto-uitvoer aan de groei was in 2006 nihil.

De externe balans verslechterde in 2006 ten opzichte van 2005. De verslechtering was voor het grootste gedeelte te wijten aan het oplopende tekort op de goederenbalans, een gevolg van de krachtige groei van de huishoudelijke consumptie. Niettemin vertoonde de uitvoer tekenen van verbetering, wat de kracht van de economische groei in de rest van de wereld weerspiegelde, alsook de depreciatie van de reële effectieve wisselkoers van de Amerikaanse dollar.

In de Verenigde Staten beliep het jaarlijkse veranderingpercentage van de CPI voor 2006 als geheel 3,2%. In de eerste helft van het jaar steeg de consumptieprijsinflatie als gevolg van een hoge capaciteitsbezetting, significante stijgingen van de energieprijzen en een versnelling van de component van de huurwaarde van de door de eigenaars bewoonde huizen in de CPI. De inflatiedruk bereikte een hoogtepunt in de zomer en nam vervolgens af, zodat in december de CPI-inflatie op jaarbasis 2,5% beliep. De jaarlijkse inflatie met uitzondering van voedingsmiddelen en energie vertoonde een grotendeels vergelijkbaar verloop; met 2,5% bereikte ze in september haar hoogste peil in tien jaar en nadien liep ze geleidelijk terug. De lagere inflatie naar het einde van het jaar kan mogelijk worden verklaard door het wegebben van de onderliggende prijsdruk ten gevolge van een meer gematigde stijging van de geaggregeerde vraag alsook door de lagere energieprijzen.

In de eerste helft van 2006 trok het Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System het streeftarief voor de federal

funds rate met in totaal 100 basispunten op, in vier opeenvolgende stappen van 25 basispunten. Door die verhoging steeg het streeftarief voor de federal funds rate tot 5,25% op 29 juni. Hoewel het FOMC het streeftarief voor zijn beleidsrente gedurende de rest van het jaar constant hield, gaf het in zijn verklaringen herhaaldelijk te kennen dat een aantal inflatoire risico's bleven bestaan, maar dat een verdere verstrakking van de beleidskoers afhankelijk zou zijn van het verloop van de macro-economische vooruitzichten. Wat het begrotingsbeleid van de Verenigde Staten betreft, is het federale tekort in het begrotingsjaar 2006 gedaald ten opzichte van 2005, voornamelijk als gevolg van de gestegen ontvangsten uit de vennootschaps- en inkomstenbelastingen. Volgens ramingen van de Amerikaanse Congressional Budget Office beliep het federale begrotingstekort in het begrotingsjaar 2006 1,9% bbp.

In Japan zette het economische herstel zich in 2006 door: het reële bbp steeg met 2,2%, tegen 1,9% in 2005. Het bbp nam voor het derde jaar op rij sneller toe dan de potentiële groei. De economische activiteit werd geschaagd door een snelle groei van de particuliere niet-residentiële investeringen en de aanhoudend krachtige uitvoer. De robuuste groei van de niet-residentiële investeringen was vooral het gevolg van gunstige financieringsvoorwaarden, stijgende bedrijfswinsten en een stevig ondernemersvertrouwen. Het herstel van de binnenlandse vraag was al bij al veerkrachtig, ondanks een aanzienlijke vertraging in de groei van de particuliere consumptie in 2006 ten opzichte van het voorgaande jaar. De uitvoer trok profijt van het stimulerende effect van de zwakkere yen en de sterkere vraag naar machines en uitrustingsgoederen. Als gevolg van de verbetering in de balansen van de Japanse banken en hun herstelde vermogen tot het nemen van risico's, alsook door de effecten van de zich voortzettende opleving is de bancaire kredietverlening in 2006 voor het eerst in tien jaar gestegen.

De vrees voor deflatie in Japan ebde in 2006 verder weg. Het jaarlijkse veranderingstempo van de consumptieprijzen werd in de loop van



het jaar opnieuw positief. De inflatie bleef evenwel beperkt, als gevolg van aanhoudende neerwaartse druk, vooral op de lonen. Voor het jaar als geheel beliep het jaarlijkse veranderingstempo van de consumptieprijzen 0,3% tegen -0,3% in 2005. In maart 2006 maakte de Bank of Japan een einde aan haar sinds maart 2001 gevoerde beleid van overvloedige kredietverstrekking tegen nulrente. In juli verhoogde ze haar streeftarief voor de niet door onderpand gedekte daggeldrente van nul tot 0,25%. In 2006 onttrok de Bank of Japan overtollige liquiditeit aan de banksector; het peil van de bij de Bank of Japan door Japanse particuliere banken op rekeningen-courant aangehouden tegoeden liep aanzienlijk terug, van JPY 31 biljoen in maart tot zowat 10 biljoen aan het einde van het jaar.

In de opkomende landen van Azië bleef de groei in 2006 krachtig als gevolg van de veerkrachtige binnenlandse vraag, in het bijzonder in de grootste economieën van de regio, ondanks een afnemende externe vraag in de tweede helft van het jaar. De prijsdruk werd ingeperkt door maatregelen ter verkrapping van het monetaire beleid in het grootste gedeelte van de regio en, na de zomer, door de dalende olieprijsen. De wisselkoersen vertoonden een uiteenlopende ontwikkeling: in reëel-effectieve termen apprecieerden de valuta's van Korea, Thailand en Indonesië gedurende 2006, terwijl de munten van andere opkomende Aziatische landen ofwel deprecieerden (bijvoorbeeld Hongkong SAR en Taiwan, Provincie van China) ofwel nagenoeg onveranderd bleven (China, India en Maleisië). Tegelijkertijd bleven de deviezenreserves van verscheidene economieën in deze regio aangroeien.

In China bleef de economie in 2006 krachtig groeien. In de eerste jaarhelft versnelde de economische activiteit onder impuls van een herleving in de verwerkende industrie, vastgoedinvesteringen en investeringen van de lokale overheid, in combinatie met een sterke uitvoer. De investeringen in vaste activa en de groei van de toegevoegde waarde van de industriële productie vertraagden licht in de tweede helft van 2006, als gevolg van een verkrapping van het monetaire beleid, onder meer via administra-

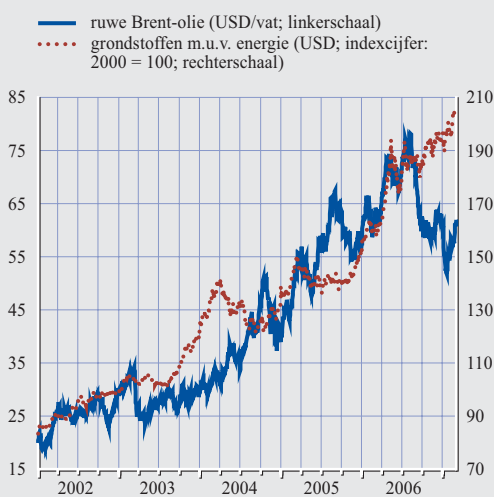
tieve maatregelen, maar de totale bbp-groei bleef nagenoeg ongewijzigd. De inflatoire druk bleef laag, maar nam toe naar het einde van het jaar. Na de invoering van een flexibeler wisselkoersstelsel in 2005 bleef de Chinese renminbi in 2006 langzaam maar zeker appreciëren ten opzichte van de Amerikaanse dollar, terwijl hij deprecieerde ten opzichte van de euro. Het overschot op de lopende rekening overtrof het vorige, in 2005 bereikte recordpeil en droeg bij tot de stijging van de Chinese deviezenreserves, die opliepen tot een cumulatief niveau van meer dan USD 1 biljoen.

In Latijns-Amerika bleef de economie krachtig groeien, gesteund door de nog altijd gunstige externe omgeving (onder meer de hoge prijzen voor de door de regio uitgevoerde grondstoffen) en de robuuste binnenlandse vraag. Bij de belangrijkste economieën in Latijns-Amerika liet Argentinië nog steeds een hoge reële economische groei optekenen, hoewel de aanhoudend hoge inflatie een uitdaging bleef voor de overheid. Het tempo van de economische groei in de grootste economieën van de regio, Brazilië en Mexico, was gematigder maar nog altijd robuust, zeker in het laatste geval, terwijl de inflatie onder controle bleef. Veel Latijns-Amerikaanse economieën bleven de nog altijd gunstige internationale financieringsvoorwaarden aanwenden voor transacties van actief schuldbeheer, deels via rechtstreekse wederinkopen alsook via swaps, met de bedoeling de kosten van de rentebetalingen en aflossingen terug te schroeven en de looptijdprofielen te verbeteren. Samen met de verbeterde economische fundamentals hielp dit de financiële kwetsbaarheid van de regio verder te beperken.

#### **ONTWIKKELINGEN VAN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN IN 2006**

De olieprijsen gingen tijdens het grootste gedeelte van 2006 fors omhoog (zie Grafiek 3); begin augustus bereikte de prijs van ruwe Brentolie een nieuw historisch hoogtepunt van USD 78 per vat (ongeveer 35% hoger dan bij het begin van het jaar). Nadien liepen de olieprijsen echter significant terug, met aanzienlijke volatiliteit, zodat ze aan het einde van het jaar

**Grafiek 3 Belangrijkste ontwikkelingen in de grondstoffenmarkten**



Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

nog USD 61 bedroegen. De gemiddelde prijs van ruwe Brent-olie beliep in 2006 USD 65, dat is ongeveer 20% hoger dan het gemiddelde van het voorgaande jaar.

De stijging van de mondiale vraag naar olie, die sedert medio 2003 aanleiding had gegeven tot capaciteitsbeperkingen in de gehele olietoevoerlijn, vertraagde in 2006 enigszins ten opzichte van de voorgaande jaren. Dat was voornamelijk te wijten aan de zwakkere olievraag vanuit de OESO-landen, die de stijging van de vraag vanuit niet-OESO-landen, in het bijzonder China, gedeeltelijk compenseerde. De olieprijs werden evenwel opgedreven door andere factoren aan de aanbodzijde. Meer in het bijzonder weerspiegelde de stijging van de olieprijs gedurende de eerste zeven maanden van het jaar hoofdzakelijk aanbodverstoringen en een toegenomen bezorgdheid omtrent de continuïteit van de toekomstige olieaanvoer op een ogenblik dat de fundamentele verhoudingen op de oliemarkt al krap waren. Die bezorgdheid werd aangewakkerd door de aanhoudende geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten, meer bepaald in verband met de Iraanse nucleaire kwestie en het uitbreken van de gevechten tussen Israël en Libanon.

Begin augustus bereikten de olieprijsen een hoogtepunt, maar daarna liepen ze aanmerkelijk terug doordat de druk op de oliemarkten enigszins werd verlicht door de afnemende dreiging van orkanen in de Golf van Mexico, een aanzienlijke vermindering van de geopolitieke spanningen en een afname van de krapte op de brandstoffenmarkt. Als reactie op de prijsdaling kondigde de Organisatie van Olie-exporterende Landen (OPEC) in oktober aan dat ze vanaf november de productie met 1,2 miljoen vaten per dag zou beperken. In december besliste de organisatie vervolgens de aanvoer vanaf februari 2007 verder terug te schroeven met 0,5 miljoen vaten per dag. Doordat de winter in het grootste gedeelte van het noordelijk halfrond ongewoon zacht begon, wat een remmend effect had op de vraag naar brandstoffen voor verwarming, en de OPEC zich amper aan de aangekondigde productiebeperking hield, ontstond tegen het einde van 2006 en vooral begin januari 2007 enige neerwaartse druk op de prijzen. In de tweede helft van januari gingen de prijzen opnieuw omhoog, als gevolg van het koudere weer in het noordelijk halfrond en de daaruit voortvloeiende hogere vraag, de lagere olietoevoer uit de OPEC-landen en de toegenomen geopolitieke spanningen.

De prijzen van niet-energetische grondstoffen, die een enigszins volatiel verloop vertoonden, namen gedurende 2006 aanzienlijk toe. Afgemeten aan de hand van de geaggregeerde index van het Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (zie Grafiek 3), gingen die prijzen tijdens de eerste helft van het jaar fors omhoog, vooral onder impuls van de stijgende prijzen voor metalen. De krachtige vraag vanuit de opkomende Aziatische economieën, in het bijzonder vanuit China, de hoge energieprijzen, de beperkte productiestijging en de lage voorraadniveaus dreven de prijzen van de meeste industriële metalen op. Nadat de prijzen van niet-energetische grondstoffen een hoogtepunt bereikten in mei, liepen ze vervolgens enigszins terug, maar bleven op dit historisch hoge niveau. Naar het einde van het jaar droegen de hogere landbouwprijzen eveneens bij tot een hoog prijsniveau van de niet-energetische grondstoffen. Al bij al stegen de prijzen voor

niet-energetische grondstoffen (uitgedrukt in Amerikaanse dollars) in 2006 gemiddeld met zowat 26% ten opzichte van het voorgaande jaar. Begin 2007 gingen de prijzen van de niet-energetische grondstoffen verder omhoog en tegen eind februari bereikte het totale prijsindexcijfer een nieuw nominaal hoogtepunt.

## 2.2 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

### M3-GROEI BLEEF TOENEMEN, VOORNAMELIJK ALS GEVOLG VAN HET LAGE RENTEPEIL EN DE TOENAME VAN DE ECONOMISCHE ACTIVITEIT

De geldgroei is in 2006 verder gestegen en bereikte aan het einde van het jaar het hoogste groeipeil op jaarbasis sinds de aanvang van de derde fase van de EMU. De sterke groei van M3 werd vooral aangewakkerd door het lage rentepeerl en de krachtige economische activiteit in het eurogebied, die ook een robuuste kredietverstrekking aan de particuliere sector in de hand werkten. Tegelijkertijd begonnen de stijgende rentetarieven in de loop van het jaar de monetaire ontwikkelingen te beïnvloeden, zij het grotendeels via substitutie binnen de componenten van M3 en niet door de totale M3-groei in te perken. In het algemeen droeg de aanhoudende toename van de monetaire groei verder bij tot de reeds ruime liquiditeitssituatie; in combinatie met de sterke kredietexpansie wees die toename op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot lange termijn.

Na een daling in het vierde kwartaal van 2005 versnelde de M3-groei tijdens de eerste maanden van 2006, tot een jaarlijks groeitempo van 8,6% in het tweede kwartaal. Op jaarbasis groeide M3 tijdelijk matiger in het derde kwartaal, waarna de M3-groei opnieuw aantrok tot 9,0% tijdens het vierde kwartaal. Het in december bereikte cijfer van 9,8% vormde het hoogste jaarlijkse groeitempo sinds de aanvang van de derde fase van de EMU. Over het algemeen werd het verloop van de M3-groei op jaarbasis in 2006 gekenmerkt door een vrij hoge mate van volatiliteit. De grote schommelingen waren ook zichtbaar in de dynamiek van M3 op de kortere

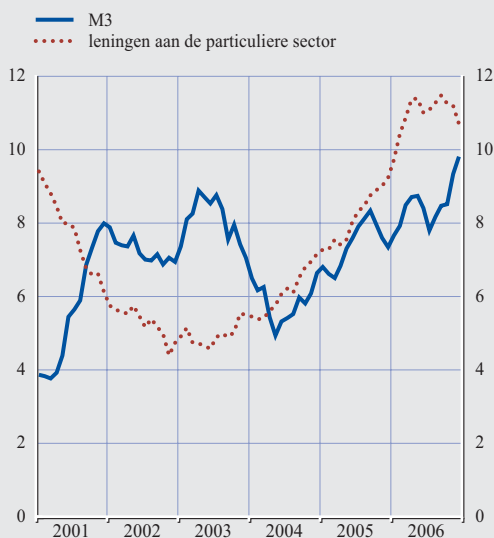
termijn (dat is het eenmaands, driemaands en zesmaands groeitempo op jaarbasis), wat aan geeft dat de variabiliteit van de jaarlijkse groei niet hoofdzakelijk samenhangt met basiseffecten.

Wat het verloop van de M3-componenten betreft, leverde de expansie van de girale deposito's, die in het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 zijn opgenomen, in de eerste helft van 2006 de grootste bijdrage tot de M3-groei op jaarbasis, net als in 2005. In de tweede helft van het jaar, daarentegen, kwam de grootste bijdrage van de termijndeposito's (die in het ruimere aggregaat M2, maar niet in M1 begrepen zijn). Wat de tegenposten van M3 betreft, werd de krachtige monetaire expansie in 2006 aangewakkerd door de robuuste groei van de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector, die echter licht begon af te nemen aan het einde van het jaar. Tegelijkertijd zijn de tot eind 2005 opgetekende duidelijke dalingen van de netto externe positie van de MFI-sector in de eerste maanden van 2006 geleidelijk verdwenen. Tegen het einde van het jaar nam de stroom van de netto externe activa aanzienlijk toe, wat de verdere stijging van de M3-groei op jaarbasis leek te hebben bevorderd.

Over het geheel genomen blijkt uit de ontwikkelingen in 2006 dat de krachtige monetaire groei voornamelijk werd aangewakkerd door het lage rentepeerl en de sterke economische activiteit in het eurogebied. Deze dynamische ontwikkelingen kunnen worden beschouwd als een voortzetting van de opwaartse tendens van de geldgroei sinds medio 2004, die de gestage toename van de jaarlijkse groei van de leningen aan de particuliere sector weerspiegelde (zie Grafiek 4). Dit geeft aan dat de factoren die ten grondslag liggen aan de sterke M3-groei tijdens de afgelopen jaren, met inbegrip van 2006, verschillen van de factoren die hebben geleid tot de forse groei van M3 tussen 2001 en begin 2003. In deze laatste periode waren de portefeuilleherschikkingen naar monetaire activa als gevolg van de toenmalige verhoogde geopolitieke, economische en financiële onzekerheid de voornaamste oorzaak van de monetaire expansie, terwijl de groei van de leningen aan de particuliere sector gematigd was. Vanuit dit oogpunt zou, bij de beoordeling

**Grafiek 4 M3 en leningen aan de particuliere sector**

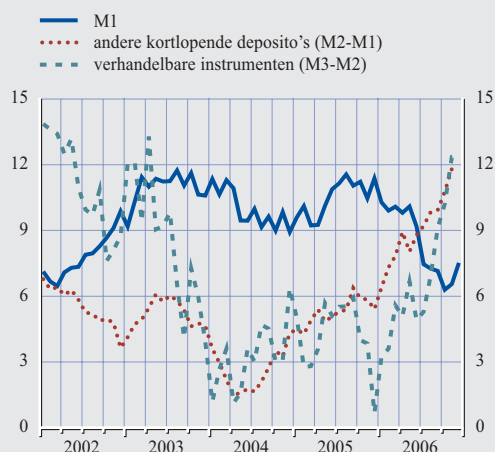
(mutaties in procenten per jaar; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

**Grafiek 5 Belangrijkste componenten van M3**

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



Bron: ECB.

van de risico's voor de prijsstabiliteit, de huidige sterke M3-groei weleens zorgwekkender kunnen zijn dan die tussen 2001 en begin 2003.

#### **UITEENLOPENDE ONTWIKKELINGEN IN DE HOOFDCOMPONENTEN VAN M3**

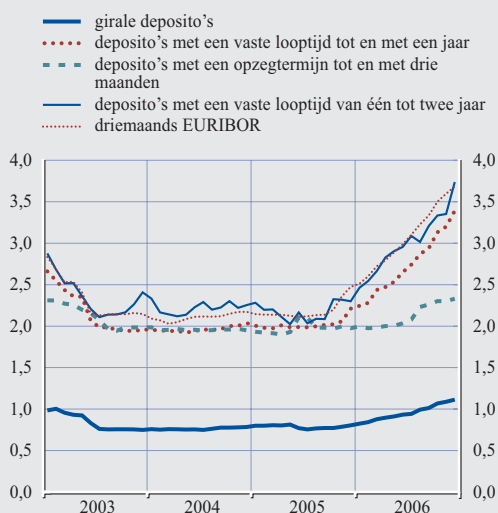
Wat de componenten betreft, liep het jaarlijkse groeitempo van M1 in 2006, ondanks een geringe stijging aan het einde van het jaar, sterk terug van 10,3% in januari tot 7,5% in december (zie Grafiek 5). De bijdrage tot de jaarlijkse M3-groei verminderde weliswaar tot 3,5 procentpunten aan het einde van 2006, maar bleef aanzienlijk. Van de in M1 begrepen liquide activa is de groei op jaarbasis van de chartale-geldomloop gezakt van 13,5% in januari tot 11,1% in december, wat strookt met de verwachting dat het langdurige aanpassingsproces van de vraag naar bankbiljetten en munten na de overgang op de chartale euro in januari 2002 zich ging voortzetten. De belangrijkste factor die aan de forse daling van de M1-groei ten grondslag lag, vooral in de tweede helft van het jaar, was echter de duidelijk lagere groei op jaarbasis van de girale deposito's, namelijk 6,9% in december 2006, tegen nog 9,7% in januari.

Daarentegen nam de groei op jaarbasis van de kortlopende deposito's met uitzondering van girale deposito's (M2-M1) in de loop van 2006 merkelijk toe, van 6,4% in januari tot 11,8% in december. De bijdrage van die overige kortlopende deposito's tot de jaarlijkse M3-groei steeg tegen eind 2006 tot 4,3 procentpunten, waardoor ze de belangrijkste groeifactor werden. Die hogere bijdrage compenseerde ruimschoots de lagere bijdrage van M1 en weerspiegelde een aanzienlijke stijging van het jaarlijkse groeitempo van de kortlopende termijndeposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), die tot december toenamen met 27,3%, veruit de hoogste groei van deze component van M3 sinds het begin van de reeks in 1998. Daarentegen liep de jaarlijkse groei van de kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) gedurende het jaar sterk terug.

De uiteenlopende dynamiek van de in M3 begrepen kortlopende deposito's in 2006 was grotendeels toe te schrijven aan de toenemende ecarts tussen de rentevergoeding op termijndeposito's (waarvan de stijging globaal strookte met de

### Grafiek 6 MFI-rentetarieven op kortlopende deposito's en verhandelbare instrumenten

(procenten per jaar)



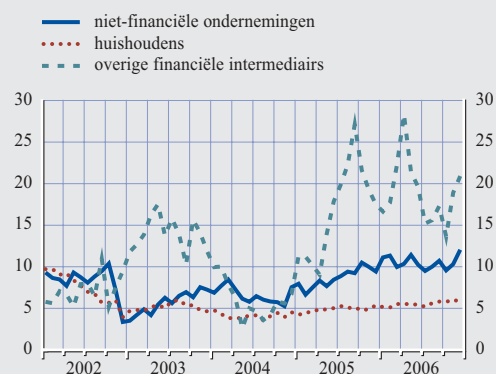
Bron: ECB.

toename van de geldmarktrente sinds eind 2005) en die op girole deposito's (die, in overeenstemming met het historische patroon, trager en matiger reageerden op de stijging van de marktrente) (zie Grafiek 6). Dit leidde tot een verschuiving van girole deposito's naar termijndeposito's, wat de M1-groei terugschroefde maar niet veel invloed had op de groei van M3 als geheel. Al met al bleek uit die ontwikkelingen dat de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB sinds december 2005 een merkbare invloed hadden op de monetaire ontwikkelingen in 2006, zij het vooral in de vorm van substitutie binnen de componenten van M3 en niet door een beperking van de M3-groei.

Het jaarlijkse groeitempo van de verhandelbare instrumenten (M3-M2) nam in 2006 eveneens sterk toe, namelijk van 3,2% in januari tot 12,4% in december (zie Grafiek 5). Daardoor steeg de bijdrage van die instrumenten tot de groei van M3 op jaarbasis aanmerkelijk tot 1,7 procentpunt aan het einde van 2006; hierachter gingen evenwel vrij uiteenlopende ontwikkelingen in de deelcomponenten schuil. De jaarlijkse groei van de aandelen/participaties in geld-

### Grafiek 7 Kortlopende MFI-deposito's en repo's van de particuliere sector

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



Bron: ECB.

Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem. Bovendien zijn de monetaire passiva van de centrale overheid (Post, Schatkist) niet inbegrepen.

marktfondsen was licht negatief in de eerste helft van 2006 alvorens positief te worden in de tweede helft van het jaar. De aantrekkende groei van de aandelen/participaties in geldmarktfondsen gedurende het jaar zou kunnen voortvloeien uit een gedeeltelijke normalisering van de vraag naar die instrumenten na een langdurige periode van uitzonderlijk lage groei naarmate de portefeuilleherschikkingen (die waren uitgemond in een overmatig volume van dergelijke activa tussen 2001 en begin 2003, een periode van verhoogde economische en financiële onzekerheid) ten einde liepen en de beleggers overstapten op meer liquide instrumenten.

De vraag naar schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar nam in 2006 aanzienlijk toe, wat het grootste deel van de toenemende bijdrage van de verhandelbare instrumenten tot de jaarlijkse M3-groei verklaarde. De hoge groeicijfers van die kortlopende schuldbewijzen hielden deels verband met de stijgingen van de korte rente in de loop van het jaar. Kortlopende schuldbewijzen worden overwegend tegen een variabele rente uitgegeven, zodat de beleggers kunnen profiteren van rentestijgingen vóór de

vervaldatum van het schuldbewijs.<sup>1</sup> Het jaarlijkse groeitempo van de repo's trok tussen de eerste en de tweede helft van 2006 eveneens wat aan, tegen de achtergrond van een aanzienlijke volatiliteit op korte termijn.

Een uitsplitsing naar sector van de kortlopende deposito's en de repo's (dat is de ruimste aggregatie van M3-componenten waarvoor betrouwbare informatie per aanhoudende sector beschikbaar is) wijst uit dat de huishoudens in 2006 de belangrijkste bijdrage bleven leveren tot de sterke geldgroei. Dit weerspiegelt het ruime aandeel van de huishoudens in het totale uitstaande bedrag aan kortlopende deposito's. De jaarlijkse groei van de door huishoudens aangehouden gelden neemt sinds begin 2004 gestaag toe (zie Grafiek 7), ondanks het hoge rendement op concurrerende activa (zoals aandelen en huizen) tijdens de afgelopen jaren, maar ligt nog altijd ruimschoots onder de groeicijfers van de overige particuliere geldaanhoudende sectoren.

In 2006 bedroeg de jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen aangehouden gelden bijna 10%, of een aandeel van ongeveer een vierde in de krachtige groei van de kortlopende deposito's en de repo's. De hoge bedrijfswinsten,

de robuuste bedrijfsinvesteringen en de intense fusie- en overnameactiviteiten waren de belangrijkste factoren die ten grondslag lagen aan de sterke vraag van de bedrijven naar liquide activa.<sup>2</sup>

De relatief hoge mate van volatiliteit van de totale M3-groei in 2006 was grotendeels toe te schrijven aan het verloop van de in deposito's aangehouden tegoeden van de niet-monetaire financiële instellingen met uitzondering van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (de "overige financiële intermediairs" of OFI-sector). De OFI's werden tijdens het afgelopen decennium veel belangrijker houders van monetaire activa. Dit hangt samen met de financiële deregulering en liberalisering, alsook met de daarmee gepaard gaande ontwikkeling van diepere en meer liquide effectenmarkten. Het toenemende belang van de OFI's is in het bijzonder merkbaar sinds medio 2004 (zie Kader 1 voor een bespreking van de toegenomen invloed van de OFI's op de monetaire dynamiek).

1 Voor nadere informatie wordt verwezen naar het Kader getiteld "Developments in short-term debt securities within M3" in het ECB Maandbericht van januari 2007.

2 Zie ook het artikel getiteld "Sectoral money holding: determinants and recent developments" in het ECB Maandbericht van augustus 2006.

## Kader 1

### DE ROL VAN DE OVERIGE FINANCIËLE INTERMEDIAIRS IN DE MONETAIRE DYNAMIEK

De door niet-monetaire financiële intermediairs aangehouden geldhoeveelheid is in het afgelopen decennium veel belangrijker geworden voor de analyse van de monetaire ontwikkelingen.<sup>1</sup> Dit geldt in het bijzonder voor de "overige financiële intermediairs" (OFI-sector), dat zijn de niet-monetaire financiële intermediairs met uitzondering van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen. Het toegenomen belang van deze sector voor de monetaire analyse is voor een deel toe te schrijven aan de financiële liberalisering en innovatie, en aan de daarmee gepaard gaande ontwikkeling van diepere en meer liquide effectenmarkten. De groeiende betekenis van de OFI-sector is vooral merkbaar sinds medio 2004, zoals tot uiting komt in de bijdragen van die sector tot het jaarlijkse groeitempo van de kortlopende deposito's met inbegrip van repo's (hier aangeduid als M3-deposito's) – de ruimste aggregatie van M3-componenten waarvoor een uitsplitsing naar sector beschikbaar is. In 2006 droeg de OFI-sector 1,8 procentpunt bij tot de gemiddelde jaarlijkse groei van 8,1%. Tegen die achtergrond belicht dit Kader de rol in de monetaire dynamiek die de OFI's de afgelopen jaren hebben vervuld.

1 Zie het artikel getiteld "Sectoral money holding: determinants and recent developments" in het ECB Maandbericht van augustus 2006.



## De aard van de OFI-sector en de vraag ervan naar geld

OFI's verlenen gewoonlijk financiële diensten aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen en/of handelen op de financiële markten namens zichzelf. De OFI-sector omvat ook instellingen die door MFI's werden opgericht om de securitisatie van leningen op de balans van de MFI-sector te vergemakkelijken. De OFI-sector is dus heterogeen en bestaat uit een reeks zeer verschillende entiteiten, zoals beleggingsfondsen; ondernemingen die zich bezighouden met kredietverlening, leasing en factoring; financial vehicle corporations (FVC's); en handelaren in effecten en derivaten. Deze heterogeniteit heeft gevolgen voor de financiële relatie tussen de OFI's en de MFI's, en dus voor het patroon van de in de verschillende OFI's aangehouden gelden. Terwijl leasebedrijven veeleer netto krediet zullen opnemen van de MFI-sector, zijn beleggingsfondsen en factoringbedrijven doorgaans nettodepositanten. Voor andere tot de OFI-sector behorende instellingen, zoals FVC's, is de nettopositie ten opzichte van de MFI's minder duidelijk afgebakend.

De vraag van de OFI-sector naar geld lijkt voort te vloeien uit portefeullemotieven en wordt derhalve bepaald door de relatieve rendementen op geld, obligaties, aandelen en reële activa (zoals fysiek kapitaal, grondstoffen en grond). Bovendien hangt de transactievraag van de OFI-sector naar geld wellicht nauw samen met de behoefte om financiële transacties te vereffenen en minder met de aankoop van goederen en diensten.

## Door OFI's aangehouden MFI-deposito's en leningen

Om te beoordelen hoe de aard van de OFI's en hun geldaanhoudingsmotieven in de monetaire ontwikkelingen tot uiting komen, blijkt het leerzaam te kijken naar hun bijdragen tot het verloop van de M3-componenten (kortlopende deposito's en repo's) en van de tegenposten van M3 (langerlopende deposito's en MFI-leningen).

Wat in de eerste plaats de componenten van M3 betreft, wordt het nauwe verband tussen de door OFI's aangehouden deposito's en de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt weerspiegeld in het forse aandeel van de repo's in hun totale tegoeden in M3-deposito's. Repo's maken ongeveer een vierde van de totale M3-deposito's van de OFI-sector uit, een veel groter aandeel dan dat van de niet-financiële particuliere sector. Repo's worden afgesloten om effecten te lenen en/of liquiditeit te verstrekken. Heel wat strategieën in de moderne financiële beheerstechnieken die institutionele beleggers hanteren, zouden moeilijk uit te voeren zijn zonder repo's.

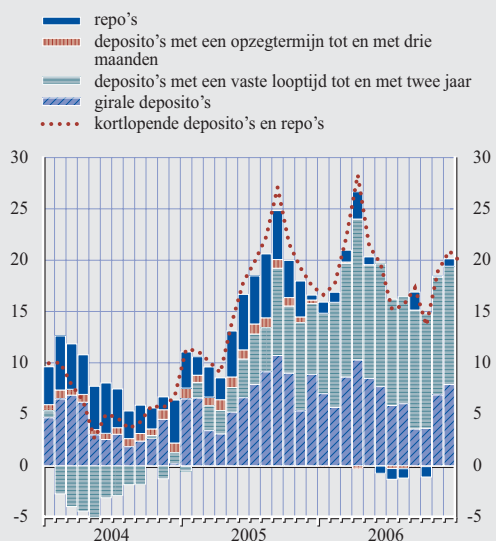
Niettemin is de aanzienlijke bijdrage van repo's tot het jaarlijkse groeitempo van de door OFI's aangehouden M3-deposito's in 2005 (zie Grafiek A) ook deels een gevolg van de omschakeling in de geldmarktactiviteiten van de kredietinstellingen van directe interbancaire naar elektronische handelsplatforms. Verscheidene van die handelsplatforms worden beheerd door effectenclearinginstellingen en behoren derhalve tot de OFI-sector.<sup>2</sup> Vanuit een economisch oogpunt blijven transacties die voorheen onderhands tussen MFI's plaatsvonden maar nu worden uitgevoerd via een platform dat in handen is van een OFI, een interbancaire activiteit. Vanuit een statistische invalshoek geven ze thans echter aanleiding tot actief- en passiefposities ten opzichte van OFI's op de geconsolideerde balans van de MFI's, ook in posten die de expansie van M3 in de hand werken. Om de gevolgen van de monetaire groei voor de macro-economische ontwikkelingen te kunnen beoordelen, is voor dergelijke vertekeningen dus duidelijk een correctie vereist.

<sup>2</sup> Zie het Monatsbericht van de Deutsche Bundesbank van november 2005.



### Grafiek A Kortlopende deposito's van MFI's en repo's van overige niet-monetaire financiële intermediairs

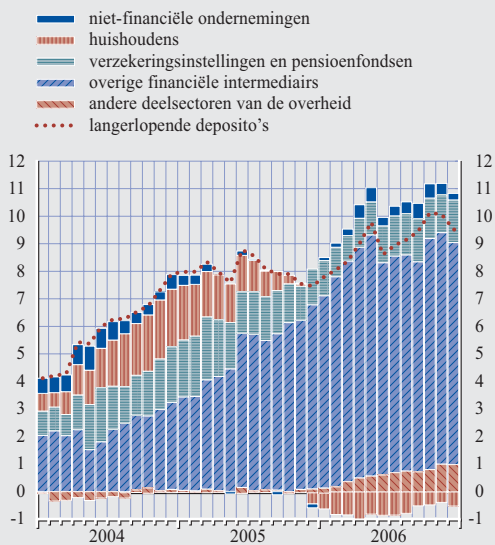
(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten; niet gecorrigeerd voor seizoen- of kalendereffecten)



Bron: ECB.  
Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem. Als gevolg van afronding komen de bijdragen niet steeds exact op 100 uit.

### Grafiek B Sectorale uitsplitsing van langerlopende MFI-deposito's

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



Bron: ECB.  
Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem. Als gevolg van afronding komen de bijdragen niet steeds exact op 100 uit.

Meer recentelijk bestonden de door OFI's aangehouden M3-deposito's in sterkere mate uit tegoe- den in kortlopende deposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar). Dit is ook merkbaar voor de deposito's van de niet-financiële particuliere sector en resulteert wel- licht uit een verschuiving van middelen van girale deposito's met een laag rendement naar steeds beter vergoede kortlopende deposito's met een slechts iets langere looptijd. Voor de OFI's zijn er aanwijzingen dat de toename van die deposito's in verband kan worden gebracht met de anti- cipatie van de MFI's op het "Bazel II"-kader, in die zin dat de MFI's additionele synthetische securitisaties hebben uitgevoerd aan de hand van FVC's die gedurende de transactie geld heb- ben gestald in de vorm van termijndeposito's.

Wat de tegenposten van M3 betreft, maakt de toename van de tegoeden van OFI's het leeuwen- deel uit van de jaarlijkse groei van de langerlopende deposito's van de MFI's (rond 90% in 2006; zie Grafiek B); die toename verklaart aldus een belangrijk deel van het verloop van de door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva (uitgezonderd kapitaal en reserves), die bestaan uit door MFI's uitgegeven schuldbewijzen met een looptijd van meer dan twee jaar en deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar of een opzegtermijn van meer dan drie maanden. De sterke groei van de langerlopende deposito's vloeit voort uit factoren die verband houden met veranderingen in de aard van de financiële intermediatie.

Het toenemende gebruik van securitisatie een proces waarbij FVC's een cruciale rol spelen is een voorbeeld van zo'n factor. Wanneer een gesecuritiseerde lening uit een MFI-balans wordt weggelaten en naar een FVC-balans wordt overgedragen (met andere woorden bij een "true sale"-securitisatie), heeft dat doorgaans geen onmiddellijke weerslag op de ontwikkelingen van de door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva. Wanneer de gesecuritiseerde lening

evenwel op de MFI-balans blijft staan (dat is een synthetische securitisatie), wordt het risico overgeheveld naar de FVC, die effecten met activa als onderpand uitgeeft en de opbrengsten gewoonlijk belegt in veilige activa, waaronder hoogstwaarschijnlijk langerlopende deposito's van MFI's of door MFI's uitgegeven langerlopende schuldbewijzen (waarvoor geen gegevens over de aangehouden geldhoeveelheid per sector beschikbaar zijn).<sup>3</sup> Wijzigingen in de regelgeving, bijvoorbeeld in verband met de invoering van de International Accounting Standards, en belastinghervormingen in de landen van het eurogebied hebben de MFI's de afgelopen jaren aangemoedigd om meer synthetische securitisaties uit te voeren en veroorzaakten derhalve een toename van de door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva in het bezit van OFI's.

Wat de tegenposten betreft, beïnvloeden de OFI's eveneens de monetaire ontwikkelingen via hun vraag naar leningen. De bijdrage van OFI's tot het twaalfmaands groeitempo van leningen aan de particuliere sector nam toe van  $\frac{1}{2}$  procentpunt medio 2004 tot  $1\frac{1}{4}$  procentpunt in de tweede helft van 2006. De vraag van OFI's naar leningen was hoofdzakelijk gericht op looptijden van minder dan een jaar en in mindere mate op looptijden van meer dan vijf jaar (zie Grafiek C). Uit de kortlopende kredietopname door OFI's blijkt dat de leningen deels werden afgesloten om een financieringskloof te overbruggen. In het proces van synthetische securitisatie, bijvoorbeeld, kunnen zulke kortlopende leningen worden aangewend om kasstromen tussen de verwerving van de activa en de afronding van de langerlopende financiering in evenwicht te brengen. Een tweede oorzaak van de sterke vraag van OFI's naar kortlopende leningen was de omschakeling van directe interbancaire naar elektronische handelsplatforms. De bemiddeling van een elektronisch handelsplatform resulteert in de splitsing van een repotransactie in twee onafhankelijke transacties: de originele repo en een compenserende transactie (een "reverse repurchase agreement"), die in feite een kortlopende lening door een MFI aan het handelsplatform vormt.

De vraag van OFI's naar langerlopende leningen is wellicht toe te schrijven aan de activiteiten van financiële ondernemingen die leningen verstrekken aan de niet-financiële sector, hoewel het mogelijk is dat in securitisatie betrokken FVC's in sommige gevallen ook geld hebben geleend voor looptijden van meer dan vijf jaar.

### **Gevolgen van de door OFI's aangehouden tegoeden voor de risico's inzake prijsstabiliteit**

De door OFI's aangehouden gelden en die van de huishoudens of de niet-financiële ondernemingen zijn doorgaans ietwat verschillend van aard. Derhalve ligt de invloed van de door OFI's aangehouden tegoeden op de economische activiteit en de prijzen misschien minder voor de hand. De OFI-sector kan echter niet helemaal worden veronachtzaamd bij de analyse van de uit de monetaire ontwikkelingen voortkomende inflatoire risico's, aangezien de OFI's de economische ontwikkeling beïnvloeden via hun financiële banden met andere sectoren, in zoverre dat ze bedrijven of huishoudens in staat stellen hun bestedings- en spaarpatroon te veranderen. In dat opzicht verschaffen de door OFI's aangehouden tegoeden zeer waarschijnlijk informatie die relevant is op de middellange tot langere termijn en die over het hoofd zou worden gezien indien de geldaanhoudende sector zou worden geanalyseerd zonder die groep in aanmerking te nemen.

<sup>3</sup> Of dit een netto-impact heeft op de monetaire aggregaten, hangt af van de vraag wie het effect met activa als onderpand verwerft en hoe de aankoop wordt gefinancierd. Als dat effect bijvoorbeeld wordt gekocht door een niet-ingezetene, zal dit in eerste instantie resulteren in een toename van de deposito's van de OFI-sector en een verbetering van de netto externe-activapositie van de MFI's. Indien dat effect echter wordt gekocht door, bijvoorbeeld, een verzekeringsinstelling die de aankoop financiert met kortlopende deposito's, en de FVC het geld aanhoudt in veilige en zeer liquide activa, dan zou de invloed op de geaggregeerde monetaire ontwikkelingen neutraal zijn.

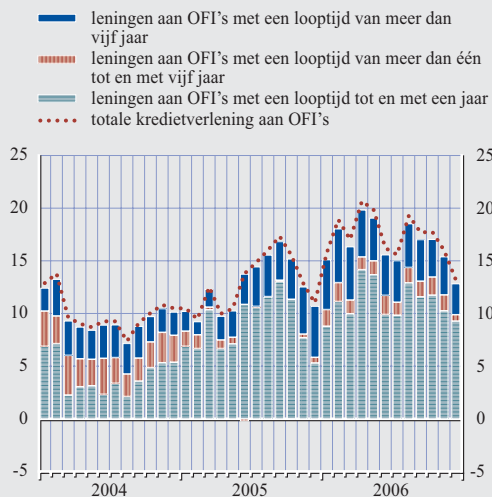
De informatiewaarde van de monetaire aggregaten berust op het feit dat daarin de complexe substitutieprocessen zijn vervat die optreden in een grote verscheidenheid aan activa en die een weerslag hebben op de onwaarneembare liquiditeits- en risicopremies. Deze premies beïnvloeden het vermogen van de huishoudens en de bedrijven om krediet op te nemen of te verlenen, met andere woorden om uitgaven te vervroegen of uit te stellen. Gelet op hun professionele risicobeheer kunnen OFI's transacties verrichten die niet-gespecialiseerde beleggers te riskant achten, zoals het verschaffen van liquiditeit door portefeuilles met hypothecaire leningen en bedrijfskredieten te kopen of via factoring. Tot op zekere hoogte kan de recente groei van de deposito's en leningen van OFI's het gevolg zijn van een eenmalige structurele aanpassing van de werking van het financiële stelsel. Niettemin kunnen aan het lage rentepeil verbonden conjuncturele effecten – die een jacht op rendement teweegbrengen – bepaalde liquiditeitsverschaffende investeringen door OFI's aantrekkelijker maken.

Empirische gegevens doen vermoeden dat de ontwikkelingen van de door OFI's aangehouden deposito's de korte-termijnvolatiliteit van de monetaire groei verhogen en dus de beoordeling van de onderliggende monetaire dynamiek kunnen bemoeilijken. Bovendien zorgt de ruimere sectordekking van het monetaire aggregaat ervoor dat de trendmatige geldgroei en de inflatie minder parallel verlopen. Uit die gegevens blijkt echter ook dat de onderliggende ontwikkelingen van een ruimer monetair aggregaat met inbegrip van de door OFI's aangehouden deposito's het mogelijk maken omslagpunten in de inflatie wat vroeger vast te stellen.<sup>4</sup> Deze bevinding geeft aan dat de tegoeden van de OFI-sector in deposito's informatie kunnen bevatten die andere sectoren niet bieden en die relevant kan zijn voor de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit.

Tot besluit kan worden gesteld dat het belang van de OFI's voor de monetaire ontwikkelingen tijdens het afgelopen decennium sterk is toegenomen. De verdieping van de mondiale financiële markten, samen met de aanhoudende processen van financiële integratie en innovatie in het eurogebied doen vermoeden dat ze nog belangrijker zullen worden. De geldvraag van de OFI's moet daarom zorgvuldig worden geanalyseerd en beoordeeld, teneinde 'in real time' het signaal van de monetaire ontwikkelingen te onderkennen dat relevant is om de risico's voor de prijsstabiliteit te beoordelen. Op basis van de door de MFI's verstrekte gegevens is deze analyse en beoordeling niet ten volle mogelijk. Momenteel wordt gewerkt aan het samenstellen van uitgebreidere gegevens.

### Grafiek C MFI-leningen aan de overige niet-monetaire financiële intermediairs

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



Bron: ECB.  
Toelichting: Als gevolg van afronding komen de bijdragen niet steeds exact op 100 uit.

<sup>4</sup> Zie ook het Kader getiteld "Aangehouden geldhoeveelheid per sector en de informatiewaarde van de geldhoeveelheid voor de inflatie" in het ECB Maandbericht van september 2006.

### GROEI VAN DE KREDIETVERLENING DOOR MFI'S AAN DE PARTICULIERE SECTOR NAM VERDER TOE

Wat de tegenposten betreft, weerspiegelde de monetaire dynamiek in 2006 hoofdzakelijk de sterke groei van de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector (zie Grafiek 8). De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector steeg vooral begin 2006 aanzienlijk en lag dan gedurende het grootste deel van 2006 iets boven 11%. Tegen het einde van het jaar leek de groei van de leningen aan de particuliere sector enigszins af te zwakken, hoewel het tempo ervan nog steeds krachtig bleef. De aanhoudend grote vraag naar leningen werd ondersteund door het lage rentepeil, de gunstige kredietverleningscriteria zoals vermeld in de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, de sterkere economische activiteit en de robuuste ontwikkelingen op de vastgoedmarkt in vele delen van het eurogebied. De iets tragere groei van de leningen aan het einde van het jaar wijst erop dat de verhogingen van

de basisrentetarieven van de ECB wellicht geleidelijk de dynamiek van de kredietopneming begonnen te beïnvloeden.

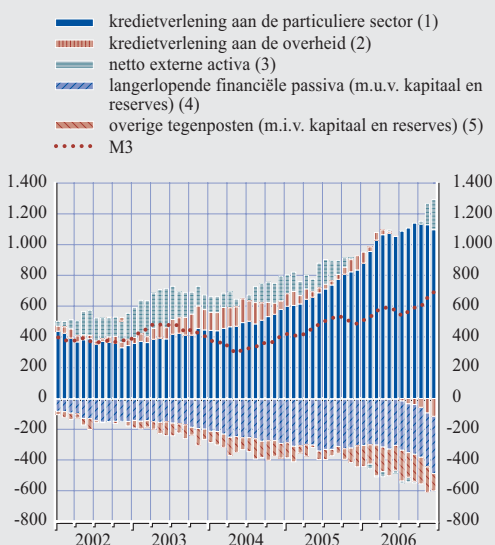
De forse groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector deed zich voor in alle belangrijke geldaanhoudende sectoren, hoewel de sectorale ontwikkelingen gedurende het jaar enigszins uiteenliepen. In de eerste helft van 2006 werd de grootste bijdrage tot de groei van de leningen aan de particuliere sector geleverd door de vraag van de huishoudens. De groei van de woningkredieten verzwakte echter vanaf mei 2006 door de stijging van de hypotheekrente en de afkoeling van de huizenmarkt in sommige delen van het eurogebied, terwijl de leningen aan niet-financiële ondernemingen verder versnelden, mogelijk doordat de bedrijfsinvesteringen en de fusies en overnames aanhoudend krachtig bleven (voor nadere informatie wordt verwezen naar de onderstaande subparagraaf betreffende de vraag van de niet-financiële ondernemingen naar externe financiering). Hierdoor was de grootste bijdrage tot de kredietgroei in de tweede helft van het jaar afkomstig van de sector niet-financiële ondernemingen.

Bij de overige tegenposten van M3 bleven de door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva (uitgezonderd kapitaal en reserves) in 2006 sterk groeien op jaarbasis en tegen het einde van het jaar trok die groei zelfs nog iets aan.

De twaalfmaands stroom in de netto externe-activapositie van de MFI-sector schommelde tijdens de eerste drie kwartalen van 2006 binnen een betrekkelijk nauwe bandbreedte rond nul, wat betekent dat het temperende effect dat de aanzienlijke dalingen van de netto externe-activapositie van de MFI-sector tijdens de tweede helft van 2005 op de M3-dynamiek hadden uitgeoefend, op jaarbasis wegebde. Uit betalingsbalansgegevens blijkt dat het overwegend neutrale verloop van de netto externe-activapositie van de MFI-sector in de eerste drie kwartalen van 2006 een geleidelijke toename van zowel het netto effectenverkeer als de buitenlandse

**Grafiek 8 Tegenposten van M3**

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



Bron: ECB.

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

directe investeringen in het eurogebied ver- hulde. Dit hield voornamelijk verband met de verbeterde economische vooruitzichten voor het eurogebied sinds het begin van het jaar, met de appreciatie van de wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en met een inkrimping van het renteverskil tussen de Verenigde Staten en het eurogebied in het korte segment van de rendementscurve in de loop van het jaar.

De twaalfmaands stroom van de netto externe activa van de MFI-sector werd tegen eind 2006 sterk positief en leek een opwaartse invloed te hebben gehad op de M3-groei in de laatste twee maanden van het jaar. De forse toename van de kapitaalvoer in het eurogebied tegen eind 2006 zou deels het gevolg kunnen zijn geweest van de bestaande verwachtingen dat de wissel- koers van de euro zou stijgen.

### LIQUIDITEIT BLEEF RIJM

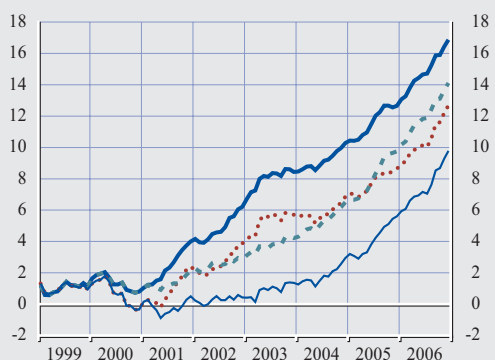
De aanhoudend sterke groei van M3 in de loop van 2006 vergrootte de reeds ruime liquiditeits- voorraad in het eurogebied. De bestaande indi- catoren van de liquiditeitsverhoudingen liepen verder op (zie Grafiek 9). De nominale *money gap*, die wordt gedefinieerd als het verschil tus- sen het werkelijke peil van M3 en het niveau van M3 dat zou zijn ontstaan bij een constante M3- groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% sinds december 1998, en de reële *money gap*, die de nominale *money gap* corrigeert voor de overliquiditeit die werd afgeroomd door eer- dere prijsontwikkelingen (zijnde de cumulatieve afwijking van de inflatiecijfers ten opzichte van de ECB-definitie van prijsstabiliteit), namen in 2006 nog aanzienlijk toe. Aan het einde van het jaar stonden beide maatstaven op hun hoogste peil sinds de aanvang van de derde fase van de EMU en vertoonden ze nog geen duidelijke tekenen van een afvlakking.

De ECB publiceerde tevens regelmatig *money gaps* gebaseerd op een aangepaste M3-reeks, waarin wordt getracht de geraamde weerslag te corrigeren van portefeuilleherschikkingen naar monetaire activa ten gevolge van de verhoogde economische en financiële onzekerheid tussen

### Grafiek 9 Ramingen van de *money gap*<sup>1)</sup>

(in procenten van de voor M3 geldende maatstaf; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten; december 1998 = 0)

- nominale *money gap* gebaseerd op het officiële M3-peil
- reële *money gap* gebaseerd op het officiële M3-peil
- - - - - nominale *money gap* gebaseerd op het M3-peil gecorrigeerd voor het geraamde effect van portefeuilleherschikkingen<sup>2)</sup>
- reële *money gap* gebaseerd op het M3-peil gecorrigeerd voor het geraamde effect van portefeuilleherschikkingen<sup>2)</sup>



Bron: ECB.

1) De nominale *money gap* wordt gedefinieerd als het verschil tus- sen het werkelijke peil van M3 en het niveau dat M3 zou hebben bereikt bij een constante M3-groei ten belope van de referentie- waarde van 4½% sedert december 1998. De reële *money gap* wordt gedefinieerd als het verschil tussen het werkelijke peil van M3, gedefleerd met de HICP, en het gedefleerde niveau van M3 dat zou zijn ontstaan bij een constante nominale M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% en een HICP-inflatie die strookt met de ECB-definitie van prijsstabiliteit, met december 1998 als basis- periode. Er moet worden opgemerkt dat het peil van de *money gap*- maatstaven zeer gevoelig is voor de keuze van de basisperiode, die altijd tot op zekere hoogte willekeurig blijft.

2) De omvang van de portefeuilleherschikkingen ten voordele van M3 wordt geraamd aan de hand van de benadering die werd besproken in het artikel getiteld “Monetary analysis in real time” in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

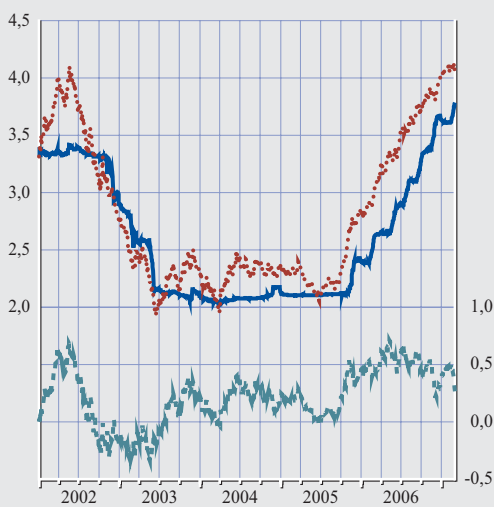
2001 en 2003.<sup>3</sup> Aangezien er geen aanwijzingen waren voor een verdere afname van eerdere por- tefeuilleherschikkingen na de tijdelijke hervat- ting daarvan in het vierde kwartaal van 2005, bewogen die gecorrigeerde maatstaven ook in 2006 nog parallel aan de overeenstemmende *money gaps* op basis van de officiële M3-reeks. Niettemin bleven de van de gecorrigeerde reeks afgeleide *money gaps* ruim lager dan de op de officiële M3-reeks gebaseerde maatstaven. Bij de beoordeling van die indicatoren van de liqui- diteitsverhoudingen moet worden bedacht dat het enkel gaat om ramingen, die dus onvermij-

3) Voor nadere informatie wordt verwezen naar het artikel getiteld “Monetary analysis in real time” in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

### Grafiek 10 Geldmarktrente in het eurogebied en de helling van de geldmarktrendementscurve

(procenten per jaar; procentpunten; daggegevens)

— eenmaands EURIBOR (linkerschaal)  
 ..... twaalfmaands EURIBOR (linkerschaal)  
 - - - - - verschil tussen twaalfmaands en eenmaands EURIBOR (rechtterschaal)

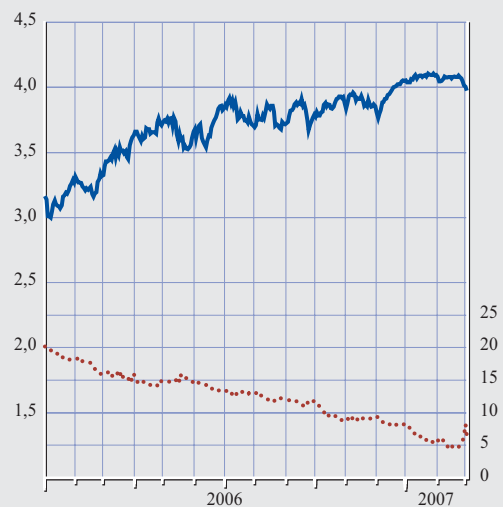


Bron: Reuters.

### Grafiek 11 Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten

(procenten per jaar; basispunten; daggegevens)

— driemaands EURIBOR-futurescontracten met vervaldatum in juni 2007 (linkerschaal)  
 ..... impliciete volatiliteit afgeleid uit opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten met vervaldatum in juni 2007 (rechtterschaal)



Bronnen: Reuters en Bloomberg.

delijk niet volmaakt zijn en derhalve omzichtig moeten worden geïnterpreteerd.

Ondanks de onzekerheid die de individuele ramingen omgeeft, wijzen die indicatoren algemeen gezien op een verdere accumulatie van liquiditeit in 2006, wat de perceptie van een ruime liquiditeit lijkt te bevestigen.

#### GELDMARKTRENTENAM TOE, NA VERHOOGINGEN VAN DE BASISRENTETARIEVEN VAN DE ECB

Gedurende 2006 steeg de geldmarktrente over het gehele looptijdspectrum, in overeenstemming met de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB in de loop van het jaar. Het rustige verloop van de geldmarktrente en de doorgaans lage volatiliteit ervan doen vermoeden dat de marktdeelnemers goed anticipeerden op de monetaire-beleidsacties, dankzij de doorzichtigheid en de voorspelbaarheid van de beleidsbesluiten van de ECB.

Nadat de basisrentetarieven van de ECB gedurende tweeënhalf jaar op een historisch laag peil

waren gehandhaafd, verhoogde de Raad van Bestuur in december 2005 de basisrentetarieven met 25 basispunten. In de loop van 2006 trok de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB nog vijfmaal in stappen van 25 basispunten op. In aansluiting bij die verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB, nam de geldmarktrente tijdens het jaar over het gehele looptijdspectrum gestadig toe. Op 2 maart 2007 bedroegen de eenmaands en de twaalfmaands rente respectievelijk 3,79% en 4,05%, dat is 139 en 119 basispunten hoger dan begin januari 2006.

Uit een grondiger analyse van de ontwikkelingen in de loop van 2006 blijkt dat de geldmarktrente voor langere looptijden is gestegen tot begin november (zie Grafiek 10). In november liep de geldmarktrente voor langere looptijden licht terug, wegens verwachtingen omtrent een iets tragere inperking van de monetaire-beleidsaccommodatie door de Raad van Bestuur. De geldmarktrente steeg echter opnieuw in december, vooral na de laatste vergadering van de



Raad van Bestuur in 2006, en bleef na de jaarwisseling overwegend stabiel. In tegenstelling tot het voorgaande namen de rentetarieven op kortere termijn gedurende het hele jaar voortdurend toe en gaf die opwaartse tendens geen enkele tijdelijke kentering te zien.

Tussen januari en medio mei 2006 werd de helling van de geldmarktrendementscurve, zoals afgemeten aan het verschil tussen de twaalfmaands en de eenmaands EURIBOR, steiler, tot de curve een peil van 71 basispunten bereikte op 12 mei. De helling vlakke dan af en stabiliseerde zich rond 50 basispunten tijdens de periode van juli tot oktober 2006. De curve vertoonde een aanzienlijke verdere afvlakking van de eerste week van november 2006 tot de dagen vóór de vergadering van de Raad van Bestuur op 7 december 2006, doordat de twaalfmaands rente tijdelijk daalde. Na de vergadering van de Raad van Bestuur op 7 december werd de helling van de geldmarktrendementscurve geleidelijk steiler; die helling stabiliseerde zich rond 45 basispunten na de jaarwisseling, alvorens tegen begin maart 2007 terug te lopen tot ongeveer 30 basispunten.

De impliciete driemaands EURIBOR-futuresrente geeft een globaal vergelijkbaar beeld te zien. Die rente nam gestaag toe tussen januari en november 2006, met als enige uitzondering de periode tussen medio mei en eind juni 2006 (zie Grafiek 11). In november 2006 daalde die rente, maar in december steeg ze opnieuw aanzienlijk. Op 2 maart 2007 bedroeg de driemaands futuresrente voor het contract van juni 2007 3,97%, dat is 81 basispunten hoger dan begin januari 2006.

Gedurende 2006 was de impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futures doorgaans matig. De impliciete volatiliteit liep tussen januari en december geleidelijk terug, wat erop wees dat de monetaire-beleidsbeslissingen van de ECB in hoge mate voorspelbaar waren voor de geldmarktdeelnemers. De enige twee uitzonderingen waren de lichte stijging van de volatiliteit in mei en een algehele stabilisatie tussen eind oktober en begin decem-

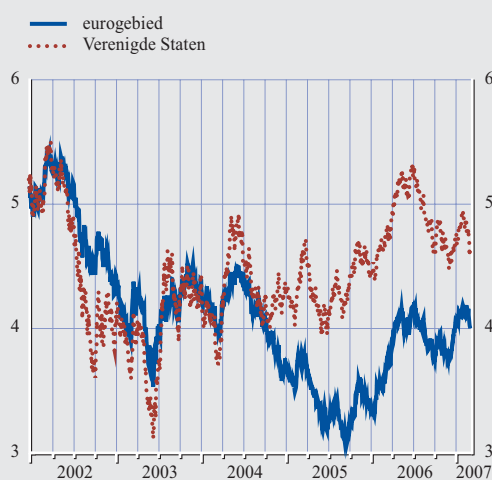
ber, die samenhang met de bovengenoemde onzekerheid omtrent toekomstige wijzigingen in de basisrentetarieven vóór de decembervergadering van de Raad van Bestuur van de ECB. Na deze vergadering nam de impliciete volatiliteit gestadig af, een negatieve trend die pas een paar dagen vóór de vergadering van de Raad van Bestuur van maart 2007 werd omgeboogen.

### RENDEMENTEN OP LANGLOPENDE OBLIGATIES IN HET EUROGEBIED VEERDEN OP IN 2006

In 2006 trokken de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied verder aan ten opzichte van het historisch lage peil van eind 2005. In totaal stegen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in 2006 met 70 basispunten tot 4,0% aan het einde van het jaar (zie Grafiek 12). Die opleving van de lange rente leek voornamelijk voort te vloeien uit het toenemende optimisme van de beleggers over de groeivoorzichten voor de economie van het eurogebied. Die visie wordt ondersteund door de toename van het rendement op geïndexeerde overheidsobligaties met vervaldatum in 2015 – een maatstaf van de lange reële rente – met 60 basispunten tussen eind 2005 en eind december 2006.

**Grafiek 12 Rendementen op langlopende overheidsobligaties <sup>1)</sup>**

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Reuters, Bloomberg en Thomson Financial Data-stream.

1) Tienjaars obligaties of obligaties met de meest vergelijkbare looptijd.



Daarentegen gaf de tienjaars “*break-even*”-inflatie, die de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers en de daaraan verbonden risicopremies meet, in die periode al met al weinig verandering te zien.

In de eerste helft van 2006 gingen de rendementen op langlopende obligaties aan weerszijden van de Atlantische Oceaan fors de hoogte in. Zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten gingen de rendementen op tienjaars obligaties tussen eind december 2005 en eind juni 2006 met ongeveer 80 basispunten omhoog. Naast de doorgaans sterke internationale correlatie tussen de rentetarieven weerspiegelde de opleving van de lange rente in het eurogebied ook de marktreacties op de bekendmaking van gegevens inzake economische activiteit en producentenvertrouwen, die de beleggers in het algemeen interpreteerden als een aanwijzing van verbeterende groeivoorzichten in het eurogebied. Wat met deze interpretatie strookte, was het feit dat de betrekkelijk sterke opleving van de nominale obligatierendementen in de eerste helft van 2006 hoofdzakelijk werd aangewakkerd door een stijging van de reële-rentecomponent ervan. Tegen eind juni kwam er echter een einde aan de algemene opwaartse trend van de obligatierendementen in de Verenigde Staten en het eurogebied.

De daaropvolgende daling van de rendementen op langlopende obligaties in het derde kwartaal, die aan weerszijden van de Atlantische Oceaan opnieuw zeer synchroon verliep, hield deels verband met de in mei begonnen internationale malaise op de aandelenmarkten, die beleggers in de hele wereld tijdelijk deed overschakelen op de relatieve veiligheid van liquide vastrentende producten. Bovendien werden de mondiale groeivoorzichten misschien beïnvloed door de forse stijging van de olieprijs in het licht van de geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten. Tegelijkertijd hebben tekenen van een vertraging van de economie in de Verenigde Staten, die de Amerikaanse rente over het hele looptijdspectrum aanzienlijk deden afnemen, wellicht ook de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied tot op zekere hoogte

beïnvloed via de doorgaans krachtige internationale transmissie van obligatiemarktschokken. Tegen eind 2006 veerden de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied op na de publicatie van gunstige cijfers over de economische activiteit in het eurogebied.

Ondanks de algehele stijging van de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied, vlakke de rendementscurve in het eurogebied in 2006 af. Dit komt tot uiting in een overeenkomstige daling van het “termijnecart”, dat wordt afgemeten aan het verschil tussen het rendement op een tienjaars overheidsobligatie en de drie maanden EURIBOR. Het termijnecart in het eurogebied verminderde in de loop van 2006 met ongeveer 50 basispunten en bereikte tegen het einde van het jaar het betrekkelijk lage peil van circa 30 basispunten. De rendementscurve in het eurogebied vlakke in 2006 geleidelijk af, parallel met de vijf opeenvolgende verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB. Historisch gezien was een gering – en in het bijzonder een negatief – termijnecart (een “omgekeerde rendementscurve”) vaak de voorbode van een daaropvolgende vertraging van de economische activiteit of zelfs van een recessie. Bij het interpreteren van de afvlakking van de rendementscurve in het eurogebied in 2006 moet evenwel rekening worden gehouden met de risicopremies die in de rendementen op langlopende obligaties begrepen zijn. De risicopremies op de obligatiemarkt lijken de laatste twee jaar uitzonderlijk laag te zijn geworden. Gelet op de lage risicopremies op de obligatiemarkt kan het termijnecart eind 2006 niet langer zeer gering worden genoemd.<sup>4</sup>

In 2006 leken de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers op de lange termijn en de daaraan verbonden risicopremies, zoals die tot uiting komen in de “*break-even*”-inflatie, grotendeels onveranderd en stabiel in de tijd te blijven op een peil van iets meer dan 2% per jaar. Informatie over de inflatieverwachtingen en de daaraan verbonden risicopremies over een spe-

<sup>4</sup> Zie het Kader getiteld “De invloed van risicopremies op de recente afvlakking van de rendementscurve in het eurogebied” in het ECB Maandbericht van december 2006.

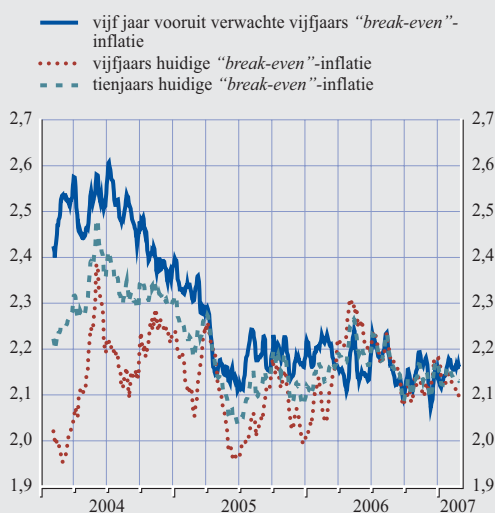
cifieke tijdshorizon kan worden verkregen door de tienjaars “break-even”-inflatie uit te splitsen in de vijfjaars “break-even”-inflatie van de eerste vijf jaar en de vijf jaar vooruit verwachte impliciete vijfjaars “break-even”-inflatie, steunend op de raming van de termijnstructuren van de “break-even”-inflatie (zie Grafiek 13).<sup>5</sup> De uitsplitsing geeft aan dat betrekkelijk stabiele middellange- tot lange-termijninflatieverwachtingen, die tot uiting komen in het vlakke verloop van de vijf jaar vooruit verwachte vijfjaars “break-even”-inflatie, gepaard gingen met meer volatiele ontwikkelingen van de korte- tot middellange-termijninflatieverwachtingen. In feite namen de korte- tot middellange-termijninflatieverwachtingen, zoals afgemeten aan de vijfjaars “break-even”-inflatie, in de eerste helft van 2006 met ongeveer 30 basispunten toe. Deze toename van de korte- tot middellange-termijninflatieverwachtingen tegen de achtergrond van een stijging van de olieprijs werd nageenog gecompenseerd door een overeenkomstige daling in de tweede helft van 2006. Bijgevolg vlakte de curve van de “break-even”-inflatie in het eurogebied tijdens de tweede helft van 2006 aanzienlijk af (zie Grafiek 13).

De impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt in het eurogebied nam in mei en juni 2006 enigszins toe en liep daarna gestaag terug in de tweede helft van het jaar. De tijdelijke stijging van de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt in mei en juni leek een afspiegeling van de toegenomen onzekerheid van de marktdeelnemers over de toekomstige rentewijzigingen tegen de achtergrond van de toenmalige turbulentie op de aandelenmarkten. In het laatste kwartaal van 2006 verminderde de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt in het eurogebied tot historisch lage waarden, wat wees op een veeleer geringe onzekerheid van de marktdeelnemers omtrent het verloop in de nabije toekomst van de rendementen op langlopende obligaties.

In de eerste twee maanden van 2007 bleven de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied al met al grotendeels onveranderd en op 2 maart bedroegen ze 4%. Gedurende die

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

(procenten per jaar; vijfdaags voortschrijdende gemiddelden van daggegevens)



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

periode namen die rendementen eerst verder toe tot ongeveer 4,2% medio februari, waarna ze een daling vertoonden. De rendementen op langlopende obligaties in de Verenigde Staten liepen eveneens terug in de tweede helft van februari. Een en ander leek in ruime mate voort te vloeien uit portefeuilleherschikkingen naar veiliger geachte langlopende overheidsobligaties in het licht van de turbulentie op de aandelenmarkten over de gehele wereld aan het einde van februari.

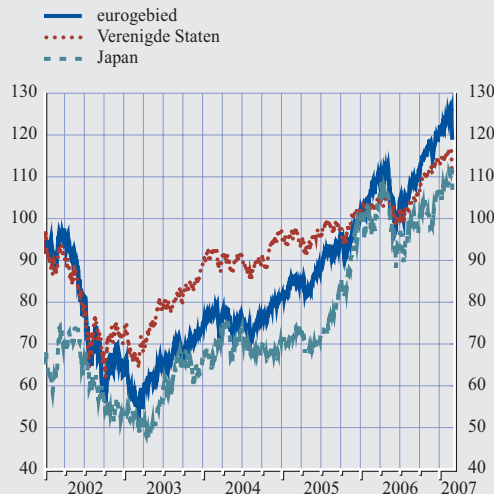
#### AANDELENKOERSEN IN HET EUROGEBIED STEGEN FORS IN 2006

Ondanks enkele schommelingen namen de aandelenkoersen in het eurogebied in 2006 fors toe, zodat ze de sedert begin 2003 ingezette opwaartse trend bleven volgen (zie Grafiek 14). De Dow Jones EURO STOXX-index sloot het jaar af met een winst van 20% ten opzichte van eind 2005 en overtrof daardoor zowel de Standard & Poor's 500-index als de Nikkei

<sup>5</sup> Voor nadere informatie over de raming wordt verwezen naar het Kader getiteld “Estimation of constant-maturity index-linked bond yields and break-even inflation rates for the euro area” in het ECB Maandbericht van juli 2006.

**Grafiek 14 Belangrijkste aandelenkoersindices <sup>1)</sup>**

(index: 30 december 2005 = 100; daggegevens)

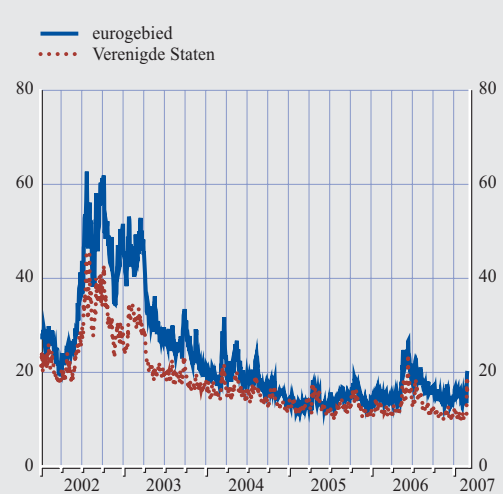


Bronnen: Reuters, Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.

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

**Grafiek 15 Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten <sup>1)</sup>**

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: Thomson Financial Datastream.

1) De impliciete volatiliteit voor het eurogebied wordt afgemeten aan de VSTOXX-index, die verwijst naar de Dow Jones EURO STOXX 50-index, en de impliciete volatiliteit voor de Verenigde Staten wordt afgemeten aan de VIX-index, die verwijst naar de Standard & Poor's 500-index. Beide indices weerspiegelen de verwachte standaardafwijking van procentuele veranderingen in de overeenkomstige aandelenkoersindices gedurende een periode van 30 dagen.

225-index. Dat de resultaten op de aandelenmarkten van het eurogebied goed waren in vergelijking met die op de aandelenmarkten in de Verenigde Staten en Japan, moet worden gezien in het licht van een relatief sterke appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen in 2006. Het temperende effect van de appreciatie van de euro op de winstvooruitzichten voor bedrijven uit exportgevoelige sectoren van het eurogebied blijkt ruimschoots te zijn gecompenseerd door de robuustheid van de feitelijke en verwachte groei van de bedrijfswinsten van de ondernemingen in het eurogebied, tegen de achtergrond van de sterk verbeterende economische vooruitzichten voor de economie van het eurogebied. De recente periode van snel klimmende aandelenkoersen verschilt van die in de tweede helft van de jaren negentig doordat de koers/winstverhoudingen dicht bij hun gemiddelde waarden voor de lange termijn bleven.

De sterke totale resultaten van de aandelenmarkten van het eurogebied in 2006 verhullen een tijdelijke maar forse daling van de aandelenkoersen in het tweede kwartaal van het jaar. Na de dubbelcijferige stijging van de aandelenkoersen in de eerste vier maanden van het jaar begonnen de aandelenkoersen in het eurogebied vanaf begin mei terug te lopen en tijdens de daaropvolgende maand verloren ze ongeveer 13% in het kielzog van de mondiale malaise op de aandelenmarkten. De turbulente marktomstandigheden bleken uit de sterke toename van de impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten in de Verenigde Staten en het eurogebied in mei en juni, tot niveaus die sinds respectievelijk 2003 en 2004 niet meer waren opgetekend (zie Grafiek 15). Naast de grotere onzekerheid op de aandelenmarkt die in de impliciete volatiliteit tot uiting kwam, bleken de marktdeelnemers gedurende de onrustige periode op de markten ook minder bereid om risico's te nemen. Aangezien de fundamentals niet signifi-

ficant verslechterden, lijken veranderingen in de risicobereidheid en de risico-inschattingen van de beleggers dan ook de meest aannemelijke verklaring voor de tijdelijke daling van de aandelenkoersen in het tweede kwartaal van 2006. Deze visie strookt met het feit dat de aandelenkoersen in het eurogebied scherpe correcties ondergingen ondanks de opwaartse herzieningen van de winstverwachtingen van analisten in het tweede kwartaal van 2006. In de tweede jaarhelft zakte de impliciete volatiliteit op de aandelenmarkten tot een historisch laag peil en leek de risicobereidheid onder beleggers zich te herstellen. De daaruit voortvloeiende daling van de aandelenpremies alsook aanhoudend solide groeivoorzichten voor de bedrijfswinsten leken de sterke opleving van de aandelenkoersen in het eurogebied tijdens de tweede helft van 2006 te ondersteunen.

Per sector beschouwd gaven de nutsbedrijven in 2006 de beste resultaten te zien, namelijk een stijging van de aandelenkoersen met meer dan 30%. Deze sterke resultaten waren wellicht te danken aan de intensieve fusies en overnames in het licht van de consolidatie bij de nutsbedrijven in het eurogebied. Geschraagd door het verbeterde ondernemersvertrouwen in het eurogebied kwam de industrie eveneens ruim boven de totale index uit. In tegenstelling tot de ontwikkelingen in 2005 deed de olie- en gassector het in 2006 minder goed dan de totale index. Het verloop van de olieprijsen kan hebben bijgedragen tot de verhoudingsgewijs zwakke resultaten van deze sector. De gezondheidssector, waar de winsten doorgaans minder afhankelijk zijn van de conjunctuurcyclus, bleef in 2006 eveneens achter bij het gemiddelde.

Begin 2007 bleven de mondiale aandelenkoersen aanvankelijk stijgen in een tempo dat vergelijkbaar was met dat in de tweede helft van 2006. De opwaartse trend van de aandelenkoersen kwam tot stilstand op 27 februari 2007, toen die koersen, ten gevolge van een scherpe daling van de Chinese aandelenkoersen, over de hele wereld aanzienlijk terugliepen. De Dow Jones EURO STOXX-index en de Standard & Poor's 500-index verloren beide ongeveer 5% in enkele

dagen. De forse dalingen van de aandelenkoersen maakten de stijgingen van de eerste acht weken van het jaar ongedaan, en tegen 2 maart 2007 kwamen beide aandelenkoersindices iets lager uit dan eind 2006. Begin maart nam de impliciete volatiliteit bovendien toe op alle belangrijke aandelenmarkten, wat wellicht wees op een aanzienlijke herziening van de risico's op de aandelenmarkt.

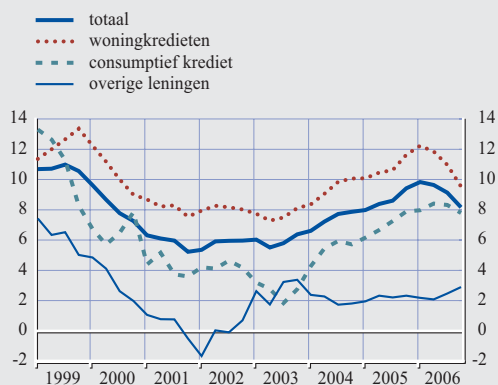
### **AANHOUDEND HOGE FINANCIERING VAN HUISHOUDENS**

De huishoudens bleven in 2006 veel krediet opnemen. Die kredietopneming werd geschraagd door een gunstig financieringsklimaat, een krachtige dynamiek op de huizenmarkt en een aantrekkelijk consumentenvertrouwen. De vraag van de huishoudens naar MFI-leningen versnelde in de eerste maanden van het jaar tot een piek van 9,8% op jaarbasis in de lente, en vertraagde dan geleidelijk tot 8,2% op jaarbasis in december. De meest recente gegevens uit de financiële rekeningen op kwartaalbasis voor het eurogebied, die beschikbaar zijn tot het derde kwartaal van 2006, wijzen erop dat het jaarlijkse groeitempo van de schuld van de huishoudens aan de niet-monetaire financiële instellingen (niet-MFI's), die bestaan uit de OFI's en de verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, in 2006 tamelijk stabiel bleef en gedurende het jaar rond 8% schommelde.

Bij een uitsplitsing van de MFI-leningen aan huishoudens naar doel, blijkt dat hun forse kredietopneming nog steeds voornamelijk toe te schrijven was aan de krachtige vraag naar leningen voor woningaankopen (zie Grafiek 16). De aanhoudend hoge opneming van hypothecaire leningen werd in de hand gewerkt door het lage rentepeil in het hele eurogebied en door de levendige huizenmarkten in tal van regio's, die grote financieringsbehoeften creëerden (zie Paragraaf 2.3 van dit hoofdstuk). Bovendien blijkt uit de resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken dat de aanhoudend sterke groei van de leningen voor woningaankopen ook verband hield met een versoepeling van de door de banken gehanteerde kredietverleningscriteria voor woning-

### Grafiek 16 MFI-leningen aan huishoudens

(mutaties in procenten per jaar)



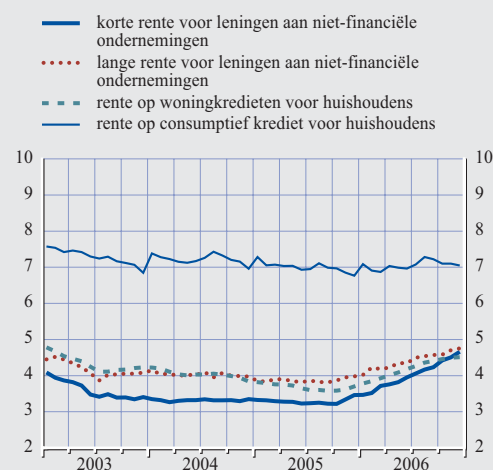
Bron: ECB.

kredieten. De banken noemden de concurrentie van andere banken en overige kredietverleners en een lagere inschatting van de risico's voor de algemene economische activiteit als voornaamste motieven voor de versoepeling van de kredietverleningscriteria. De leenvoorwaarden werden meestal gewijzigd door de marges op leningen met een gemiddeld risico te verlagen en de looptijden te verlengen.

In de lente van 2006 begon de jaarlijkse groei van de aan huishoudens verstrekte MFI-leningen voor woningaankopen licht af te nemen van meer dan 12% tot 9,5% in december. Dit strookte met de toename van de hypotheekrente in de loop van het jaar ten opzichte van het zeer lage peil van de voorgaande jaren (zie Grafiek 17), tegen de achtergrond van stijgingen van de basisrentetarieven van de ECB en van de marktrente. De rente op nieuwe woningkredieten lag in december 2006 tussen 50 en 120 basispunten hoger dan eind november 2005, dus vóór de ECB de basisrentetarieven begon te verhogen in december 2005. De rente op leningen met een kortere oorspronkelijke rentevaste periode steeg sterker dan die op leningen met een langere oorspronkelijke rentevaste periode. De resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken geven aan dat de vraag naar woningkredieten tevens werd afgeremd door

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

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



Bron: ECB.

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

minder optimistische vooruitzichten voor de huizenmarkt in de tweede helft van 2006, zoals ook blijkt uit een iets zwakkere stijging van de huizenprijzen en een wat geringere bedrijvigheid op de huizenmarkt in sommige delen van het eurogebied waar het beloop voorheen krachtig was.

Net als bij de leningen voor woningaankopen, zij het op een iets lager peil, trok het jaarlijkse groeitempo van het consumptieve krediet verder aan tot rond het midden van het jaar, alvorens in de tweede jaarhelft licht terug te lopen tot 7,8% in december. Volgens de resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken vloeide de vraag naar consumptief krediet grotendeels voort uit een verbetering van het consumentenvertrouwen en uit de toegenomen bestedingen aan duurzame consumptiegoederen, hoewel het belang van deze laatste factor tegen het einde van het jaar

afnam. Bovendien werden de criteria voor het verlenen van consumptief krediet in 2006 aanzienlijk versoepeld, wat impliceert dat de kredietaanbodvoorwaarden gedurende het jaar verbeterden.

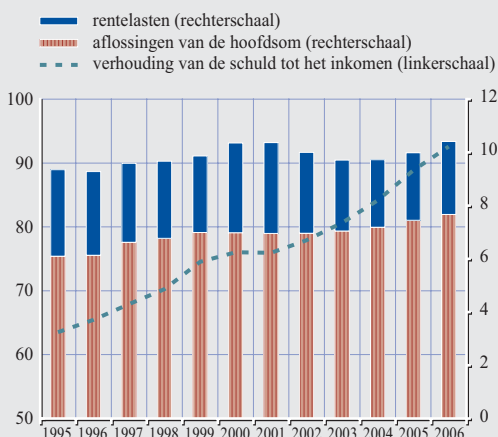
### SCHULD VAN DE HUISHOUDENS NAM VERDER TOE

Als gevolg van de aanhoudend krachtige groei van de kredietverlening is de schuld van de huishoudens in verhouding tot het beschikbare inkomen in 2006 verder gestegen (zie Grafiek 18). Niettemin bleef de schuldenlast van de huishoudens in het eurogebied onder die van de andere belangrijke geïndustrialiseerde landen, in het bijzonder de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan. De rente- en aflossingsverplichtingen van de huishoudens (de verhouding van de aflossingen van rente plus hoofdsom tot het beschikbare inkomen) namen in 2006 enigszins toe, wegens de nog steeds krachtige kredietgroei en de bescheiden stijging van de bancaire debetrente.

De aanhoudende toename van de schuldenlast stelde de huishoudens sterker bloot aan veranderingen in de rente, het inkomen en de activaprijzen. Bij de beoordeling van deze geaggregeerde cijfers moet worden opgemerkt dat ze gemiddelden vormen voor de sector huishoudens als geheel en dat ze aanzienlijk variëren tussen de landen van het eurogebied alsook tussen de huishoudens. In dit opzicht zijn het schuldniveau en de rente- en aflossingsverplichtingen bijvoorbeeld hoger indien de analyse wordt beperkt tot de huishoudens die daadwerkelijk een hypothecaire schuld hebben. Bovendien verschillen het schuldniveau en de rente- en aflossingsverplichtingen naar inkomensniveau: terwijl in absolute termen het overgrote deel van de schuld werd aangegaan door huishoudens met een hoog inkomen, die mogelijk veerkrachtiger kunnen reageren op een verslechtering van de macro-economische omstandigheden en/of op hogere rentetarieven, zijn de rente- en aflossingsverplichtingen duidelijk zwaarder voor huishoudens met een laag inkomen. Ten slotte heerst er wat onzekerheid doordat het aandeel van de bestaande hypotheekschuld dat onderhevig is aan veranderingen in

**Grafiek 18 Schuld en rente- en aflossingsverplichtingen van de huishoudens**

(in procenten van het beschikbare inkomen)



Bron: ECB.  
Toelichting: De gegevens voor 2006 zijn ramingen.

de geldende rentevoorwaarden, afhangt van de specifieke kenmerken van de onderliggende hypotheekcontracten, die binnen het eurogebied aanzienlijk uiteenlopen.

### AANHOUDEND LAGE REËLE KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VOOR NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN

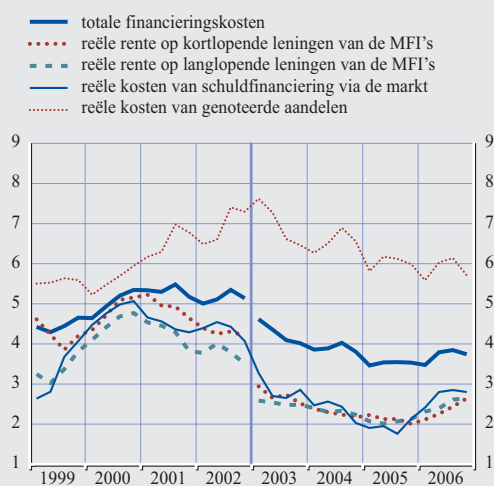
De financieringsvoorwaarden voor niet-financiële ondernemingen in het eurogebied bleven in 2006 gunstig en ondersteunden derhalve de economische groei. Dit bleek zowel uit de lage financieringskosten als uit een vlotte toegang tot financieringsbronnen. De niet-financiële ondernemingen gingen vooral meer leningen bij banken aan, terwijl hun uitgifte van marktinstrumenten gematigder was. Ondanks de recente stijging van de schuldratio's en de netto rentebetalingen bleef de financiële situatie van de niet-financiële ondernemingen in 2006 gunstig, vooral dankzij de aanzienlijke rendabiliteit in combinatie met nog steeds lage financieringskosten.

Na de verhoging van de basisrentetarieven van de ECB namen de totale reële kosten van externe financiering van de niet-financiële ondernemingen toe, maar ze bleven gedurende



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

(procenten per jaar)



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

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

heel 2006 gering naar historische maatstaven (zie Grafiek 19).<sup>6</sup>

Wat de componenten van de financieringskosten betreft, nam de door de MFI's gehanteerde rente op leningen aan niet-financiële ondernemingen in de loop van 2006 zowel in reële als in nominale termen toe (zie Grafiek 17). De stijging van de geldmarktrente – die voor de drie maanden EURIBOR 155 basispunten bedroeg tussen september 2005 en december 2006 – werd grotendeels doorberekend in de MFI-leningen. De MFI-rentetarieven op leningen met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met één jaar liepen tijdens dezelfde periode met ongeveer 125 tot 155 basispunten op, hoewel niet mag worden vergeten dat er nog wat verschillen tussen de landen blijven bestaan (zie Kader 2). De meeste door MFI's gehanteerde lange rentetarieven volgden eveneens de opwaartse bewegingen van de

marktrente met een vergelijkbare looptijd. Deze stijgingen – die varieerden van ongeveer 60 tot 135 basispunten – sloten grotendeels aan bij het beloop van de lange marktrente en hielden daarvoor de bancaire ecarts laag.

Hoewel de reële kosten van schuldfinanciering van niet-financiële ondernemingen via de markt in 2006 sterker toenamen dan de kosten van schuldfinanciering via de banken, bleven ze ook relatief laag. De rendementsecarts bij bedrijfsobligaties met een BBB-rating schommelden rond een gemiddelde van circa 75 basispunten in 2006. De geringe ecarts weerspiegelen wellicht het beperkte kredietrisico, geschraagd door de lage volatiliteit van de activaprijzen en de forse bedrijfswinsten.<sup>7</sup> Ondanks de betrekkelijk goede resultaten in 2006 zou in de toekomst voorzichtigheid geboden kunnen zijn, gelet op enkele tekenen die wijzen op een verslechtering van het algemene ondernemingsklimaat en de kredietmarkt. In feite zijn er aanwijzingen dat het toenemende aantal via schuld gefinancierde fusies en overnames en het steeds grotere aantal *leveraged buyouts*, aandelenterugkooptransacties en speciale dividenduitkeringen een nadelige invloed zouden kunnen hebben op de houdbaarheid van de schuldenlast van de bedrijven.<sup>8</sup>

De reële kosten van genoteerde aandelen van niet-financiële ondernemingen ondergingen in de loop van 2006 enkele schommelingen, maar bereikten al met al een peil dat vergelijkbaar was met het niveau van 2005, ondanks het herstel van de aandelenkoersen. De kosten van aandelenfinanciering blijven aanzienlijk hoger dan die van andere financieringswijzen, hoewel het kostenverschil – eveneens als gevolg van de stijging van de kosten van schuldfinanciering in 2006 – enigszins vernauwde.

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

7 Zie het Kader getiteld "The outlook for corporate credit spreads in the euro area" in het ECB Maandbericht van november 2006.

8 Zie het Kader getiteld "Recente tendensen in leveraged buyouts in het eurogebied" in het ECB Maandbericht van december 2006.



## Kader 2

### RENTEVERSCHILLEN OP DE BANCAIRE DETAILMARKTEN VAN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

Ondanks de opmerkelijke renteconvergentie die plaatsvond in de aanloop naar de voltooiing van de EMU, lopen de door MFI's gehanteerde rentetarieven op deposito's van en leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen nog altijd uiteen in de landen van het eurogebied. De bancaire detailmarkten behoren tot de meest gefragmenteerde binnen het financiële stelsel van het eurogebied.<sup>1</sup> In dit Kader wordt getracht de verschillen tussen de landen te verduidelijken en enkele oorzaken ervan te schetsen. Een goed begrip van die verschillen biedt additionele informatie om de ontwikkelingen in het eurogebied te interpreteren en de potentiële impact van de monetaire-beleidsbeslissingen op de verschillende economieën van het eurogebied te beoordelen. De banken spelen een sleutelrol in het financiële stelsel en beïnvloeden hierdoor de spaar-, financierings- en bestedingsbeslissingen van huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

1 Zie bijvoorbeeld "Indicators of financial integration in the euro area", ECB, 29 september 2006.

### Landenverschillen in MFI-rentetarieven op nieuwe contracten <sup>1), 2)</sup>

(variatioëfficiënt van de landenverschillen; gemiddelde januari 2003 tot december 2006)

<b>Deposito's van huishoudens</b>		
Girale deposito's		0,51
Deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar		0,08
<b>Deposito's van niet-financiële ondernemingen</b>		
Girale deposito's		0,43
Deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar		0,03
<b>Leningen aan huishoudens</b>		
Rekening-courantkrediet		0,17
Consumptief krediet	met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met een jaar	0,26
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan één tot en met vijf jaar	0,15
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan vijf jaar	0,12
Woningkredieten	met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met een jaar	0,10
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan één tot en met vijf jaar	0,09
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan vijf tot en met tien jaar	0,07
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan tien jaar	0,07
<b>Leningen aan niet-financiële ondernemingen</b>		
Rekening-courantkrediet		0,20
Leningen tot en met € 1 miljoen	met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met een jaar	0,11
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan één tot en met vijf jaar	0,07
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan vijf jaar	0,07
Leningen van meer dan € 1 miljoen	met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met een jaar	0,08
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan één tot en met vijf jaar	0,11
	oorspronkelijke rentevaste periode van meer dan vijf jaar	0,09

Bron: ECB.

1) De variatioëfficiënt wordt berekend als de standaardafwijking gedeeld door de rente in het eurogebied. De standaardafwijking wordt berekend als de vierkantswortel van de gewogen variantie van de nationale MFI-rentetarieven ten opzichte van de rente in het eurogebied. De gewogen variantie is de gekwadrateerde afwijking tussen de nationale MFI-rentetarieven en die van het eurogebied, berekend volgens het nationale aandeel in het totale volume aan contracten voor een bepaalde categorie van instrumenten in het eurogebied.

2) Deze tabel bevat een deelverzameling van de variatioëfficiënten voor de in het eurogebied geldende MFI-rentetarieven op nieuwe contracten, zoals beschikbaar op de website van de ECB.

Een groot deel van deze analyse berust op een verslag dat werd opgesteld door het Comité voor het monetaire beleid en het Comité statistieken van het Eurosysteem en dat in september 2006 werd gepubliceerd.<sup>2</sup> Sindsdien werd ook een reeks geselecteerde MFI-rentetarieven per land bekendgemaakt op de websites van de ECB en van de NCB's van het eurogebied. Op basis van die selectie spitst de vergelijking in dit Kader zich hoofdzakelijk toe op de tien MFI-rentetarieven die verbonden zijn aan nieuwe contracten, aangezien deze in alle landen worden samengesteld voor dezelfde referentieperiode.

De bovenstaande tabel geeft een overzicht van de relatieve spreiding van de MFI-rentetarieven in de landen, zoals afgemeten aan de variatiecoëfficiënt. De spreiding is het grootst voor de rente op girale deposito's en aanzienlijk lager voor deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar. Wat leningen betreft, vertonen het rekening-courantkrediet en de leningen voor consumptieve doeleinden aan huishoudens de grootste verschillen van land tot land, terwijl de spreiding van de rente op leningen aan niet-financiële ondernemingen en op woningkredieten geringer is. Bovendien ligt in de meeste categorieën de spreiding voor nieuwe leningen met een variabele rente en een oorspronkelijke rentevaste periode tot en met een jaar doorgaans op een wat hoger peil dan die voor nieuwe leningen met langere oorspronkelijke rentevaste periodes.

Er zijn veel mogelijke verklaringen voor de verschillen tussen de MFI-rentetarieven in de diverse landen, waaronder marktconcurrentie, uiteenlopende risicopremies (bijvoorbeeld voor kredietrisico of vooruitbetalingsrisico), kenmerken van de banken en conjuncturele determinanten zoals de conjunctuurcyclus, de ontwikkeling van het aanbod van deposito's en de vraag naar krediet, of de huizenprijzendynamiek. Uit recent onderzoek blijkt dat de rentetarieven verschillen omdat de nationale bancaire producten uiteenlopen of differentiëren ten gevolge van nationale factoren.<sup>3</sup> Verschillen in de gemiddelde oorspronkelijke rentevaste periodes zijn een mogelijke verklaring voor de spreiding van de MFI-rentetarieven in de verscheidene leningcategorieën. Bovendien moet bij een vergelijking van de afzonderlijke nationale MFI-rentetarieven worden bedacht dat de bedragen van de contracten sterk variëren van land tot land en dat in sommige landen bepaalde markten zeer klein of vrijwel onbestaande zijn.<sup>4</sup> In dergelijke gevallen kunnen de onderliggende volumes aan nieuwe contracten zeer volatiel zijn en kan de rente occasionele transacties weerspiegelen die onder atypische voorwaarden werden toegestaan.

In de rest van dit Kader wordt nader ingegaan op de diverse marktsegmenten, waarbij vooral aandacht wordt besteed aan de invloed van productheterogeniteit, institutionele verschillen ten gevolge van het regelgevende en fiscale kader, en metingsvraagstukken.

### **MFI-rentetarieven op deposito's van huishoudens**

Tussen de landen bestaande verschillen in de MFI-rentetarieven op de deposito's van huishoudens zijn vaak toe te schrijven aan verschillen in productkenmerken, zoals de liquiditeitsgraad en de rendementsstructuur van deposito's, marktregulering en ondernemingspraktijken. Andere

2 "Differences in MFI interest rates across euro area countries", ECB, 20 september 2006.

3 Nationale verschillen vallen deels te verklaren door variabelen die de kenmerken van binnenlandse depositanten en kredietnemers weerspiegelen en door de eigenschappen van het bankwezen (zie M. Affinito en F. Farabullini, "An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area", Temi di Discussione No 589, Banca d'Italia, mei 2006). Een uitvoerige vergelijking van de MFI-rentetarieven in de diverse landen is ook te vinden in Appendix II van het Interim Report II over "Current accounts and related services", Europese Commissie, 17 juli 2006.

4 In het in bovenstaande voetnoot 2 geciteerde ECB-verslag wordt bijvoorbeeld toegelicht welke verschillen er van land tot land bestaan inzake het overwicht van leningen met een variabele rente of van leningen met verschillende oorspronkelijke rentevaste periodes.

belangrijke factoren ontstaan door verschillen in het belastingstelsel (zoals rekeningen met een belastingvoordeel in sommige landen), hoewel er moeilijk een direct causaal verband valt te leggen.

De rentetarieven op girale deposito's lopen zeer sterk uiteen. In bepaalde landen vergoeden de MFI's die deposito's in wezen niet, terwijl in andere landen de depositanten gemiddeld meer dan 1,30% ontvangen op hun lopende rekening (zie Grafiek A). Deze aanzienlijke divergentie kan worden veroorzaakt doordat de banken verschillende strategieën gebruiken om de prijzen van lopende rekeningen en gerelateerde diensten vast te stellen. Zo kunnen bepaalde banken een hogere rente uitkeren maar hoge kosten aanrekenen voor diensten met betrekking tot de lopende rekening, terwijl andere, omgekeerd, een lagere rente uitkeren en geringere kosten aanrekenen. De gegevens die de Europese Commissie via haar sectoraal onderzoek over retail-bankactiviteiten verzamelt, geven aan dat dit het geval zou kunnen zijn in sommige landen van het eurogebied, hoewel in enkele landen een lage depositorente samengaat met hoge kosten.<sup>5</sup>

Bovendien kan de toenemende populariteit, in sommige landen, van zowel internetrekeningen als andere hoogrentende deposito's, waarmee de houder geld kan opnemen binnen één dag, maar geen betalingen kan verrichten, resulteren in een tendens om de rente op girale deposito's te verhogen.<sup>6</sup>

De opmerkelijke uitzondering op de uitgesproken landenverschillen tussen de rentetarieven op deposito's aan huishoudens is dat de deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar homogener zijn van land tot land.

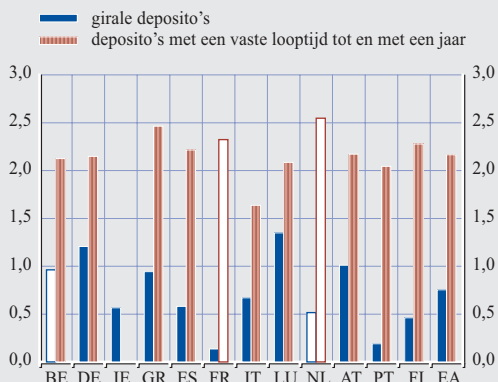
### MFI-rentetarieven op leningen aan huishoudens voor consumptiedoeleinden

Wat de rentetarieven op leningen betreft, vertoont de rente op leningen aan huishoudens ten behoeve van consumptie de grootste spreiding. In het bijzonder de rente op rekening-courantkrediet varieert aanzienlijk, van minder dan 7,00% tot 13,50% of meer (zie Grafiek B). De verschillen tussen de landen voor andere soorten leningen voor consumptiedoeleinden zijn niet zo groot maar blijven aanzienlijk.

Niet enkel in de omvang van de markt voor consumptief krediet bestaan er ruime verschillen, maar ook in het gamma van aangeboden producten (met inbegrip van de voor onderpand gebruikte methoden), in het gebruik van krediet via kredietkaarten, in de marktomgeving, vooral

### Grafiek A MFI-rentetarieven op deposito's van huishoudens<sup>1) 2)</sup>

(procenten per jaar, gemiddelde van januari 2003 tot december 2006)



Bron: ECB.  
 1) Met de afkorting "EA" wordt de gewogen gemiddelde rente voor het eurogebied aangeduid.  
 2) Blanco staafjes duiden die landen aan waarvoor de rentecategorie weinig relevant is binnen het eurogebied. Voor de criteria die relevantie deze bepalen, wordt verwezen naar de in voetnoot 2 van dit Kader geciteerde ECB-publicatie.

<sup>5</sup> Zie het "Report on the retail banking sector inquiry", European Commission Staff Working Document, SEC(2007) 106, 31 januari 2007.  
<sup>6</sup> Zie bijvoorbeeld het Kader getiteld "Factors explaining the robust growth of M1" in het ECB Maandbericht van april 2006.

wat de invloed van gespecialiseerde kredietverleners betreft, alsook in de oorspronkelijke rentevaste periodes.<sup>7</sup> In het algemeen kunnen dergelijke factoren eveneens, althans gedeeltelijk, tot uiting komen in de tussen de landen bestaande verschillen in MFI-rentetarieven. Zo kunnen uiteenlopende statistische behandelingen van het krediet via kredietkaarten in de huidige gegevens een effect hebben omdat de rente op een dergelijk krediet doorgaans heel wat hoger uitvalt dan die op andere consumentleningen. Bovendien verschillen de kenmerken van rekening-courantkrediet en van leningen toegestaan via kredietlijnen van land tot land.

### MFI-rentetarieven op leningen aan huishoudens voor woningaankopen

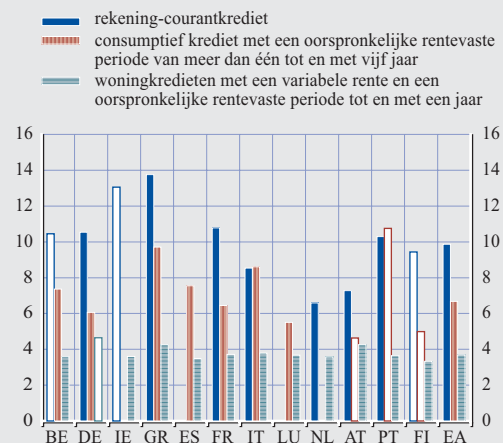
Hoewel enkele van de laagste spreidingen tussen landen werden opgetekend voor de MFI-rentetarieven op leningen aan huishoudens voor woningaankopen (zie Grafiek B), blijkt uit een vergelijking met de Verenigde Staten dat de spreiding van de hypothecaire rentetarieven binnen de Amerikaanse regio's lager is dan die tussen de landen van het eurogebied.<sup>8</sup> Recente analyses van de Europese hypotheekmarkten leggen de nadruk op de ruime verschillen in de productgamma's en in het fiscale en regelgevende kader, factoren die wellicht grotendeels de waargenomen verschillen in MFI-rentetarieven op leningen aan huishoudens voor woningaankopen verklaren.<sup>9</sup>

Eén belangrijke factor houdt verband met de verschillen in de oorspronkelijke rentevaste periode, die de geldende rentetarieven op leningen gevoelig maken voor de helling van de rendementscurve. De specifieke regelingen ter financiering van woningen die in sommige landen gangbaar zijn, zouden ook een rol kunnen vervullen. Het fiscale en regelgevende kader in een land heeft wellicht een grotere invloed op hypothecaire leningen (dan op andere soorten leningen) omdat gewoonlijk veel belang wordt gehecht aan het bezit van een eigen huis.<sup>10</sup>

Aangezien daarenboven de meeste leningen aan huishoudens voor woningaankoop worden gewaarborgd door vastgoed, kunnen renteversillen deels verband houden met verschillen in de verwachte ontwikkeling van de vastgoedmarkt. De uiteenlopende ontwikkeling van de huizenprijzen zou de waarde van het onderpand voor leningen kunnen hebben beïnvloed.

### Grafiek B MFI-rentetarieven op leningen aan huishoudens<sup>1)</sup>

(procenten per jaar; gemiddelde van januari 2003 tot december 2006)



Bron: ECB.

1) Zie toelichting bij Grafiek A.

7 Zie bijvoorbeeld K. Lannoo, R. Ayadi en C. Selosse, "Consumer credit in Europe: riding the wave", Mercer Oliver Wyman en het European Credit Research Institute, november 2005.

8 Zie het Kader getiteld "Interregionale vergelijking van de hypotheekrente in het eurogebied en in de Verenigde Staten" in het ECB Jaarverslag van 2005.

9 Bijvoorbeeld "The costs and benefits of integration of EU mortgage markets", verslag van London Economics voor de Europese Commissie, augustus 2005.

10 De bancaire detailmarkten zijn tot 2010 een van de beleidsprioriteiten van de Europese Commissie op het vlak van financiële diensten, zoals wordt uiteengezet in haar "White Paper on Financial Services Policy 2005-2010".

Ten slotte blijven de financieringsmethoden in het eurogebied, die variëren van het aantrekken van deposito's tot de uitgifte van gedekte obligaties en door hypothecaire leningen gewaarborgde effecten, ook tamelijk versnipperd in vergelijking met de hypotheekmarkt in de Verenigde Staten, die opgebouwd is rond de hypotheekagenschappen.

### MFI-rentetarieven op leningen aan niet-financiële ondernemingen

De spreiding van de rente op rekening-courantkrediet aan niet-financiële ondernemingen is een van de hoogste (en hoger dan die van de rente op rekening-courantkrediet aan huishoudens), zoals blijkt uit Grafiek C. De spreiding van de rente op andere bedrijfsleningen is heel wat lager en inderdaad één van de laagste van alle soorten leningen, hoewel ze in sommige gevallen iets groter uitvalt dan voor woningkredieten. De voornaamste redenen voor die verschillen tussen de landen omvatten verscheidene facetten van productheterogeniteit en de specifieke bedrijfsomgeving waarin de niet-financiële ondernemingen werken (bijvoorbeeld afhankelijk van de bedrijfsgrootte).

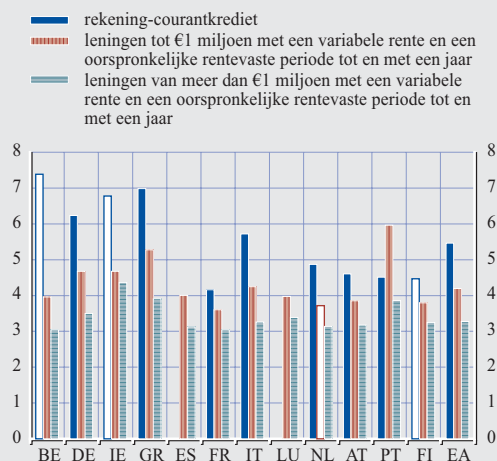
Er zijn nog steeds verschillen in de voor onderpand gebruikte methoden, niet alleen voor leningen, maar ook voor rekening-courantkrediet. In bepaalde landen is rekening-courantkrediet gewoonlijk ongedekt, terwijl het in andere landen vaak gewaarborgd is (bijvoorbeeld met facturen of met een deel van de portefeuille van het bedrijf). Bovendien kan een hoge rente op rekening-courantkrediet betekenen dat het krediet niet is toegestaan en dat de rente een boete omvat. Mogelijk beschouwen de banken een beroep op dit krediettype ook als een teken van zwak liquiditeitsbeheer vanwege het bedrijf, en rekenen ze derhalve een hogere rente aan om het hoger ingeschatte risico te compenseren.

Voorts vertonen leningen (met uitzondering van rekening-courantkrediet) verschillen in de gemiddelde oorspronkelijke rentevaste periode binnen een categorie van instrumenten. Aangezien de rendementscurve normaliter opwaarts loopt, zal de rente wellicht hoger zijn in die landen waar de gemiddelde oorspronkelijke rentevaste periode dichter aansluit bij de bovenste bandbreedte van een gegeven categorie van instrumenten. Een aanverwant thema is de potentiële invloed van de aggregatiemethode op de rente voor nieuwe contracten, aangezien leningen met kortere looptijden doorgaans vaker worden toegestaan dan die met langere looptijden.

Tot de overige belangrijke factoren, ten slotte, behoren waarschijnlijk enkele specifieke kenmerken van de marktomgeving voor leningen aan niet-financiële ondernemingen, met name de bedrijfsgrootte, de toegang tot niet-bancaire financiering, de soorten kredietverleners en een vaste relatie tussen bank en cliënt.

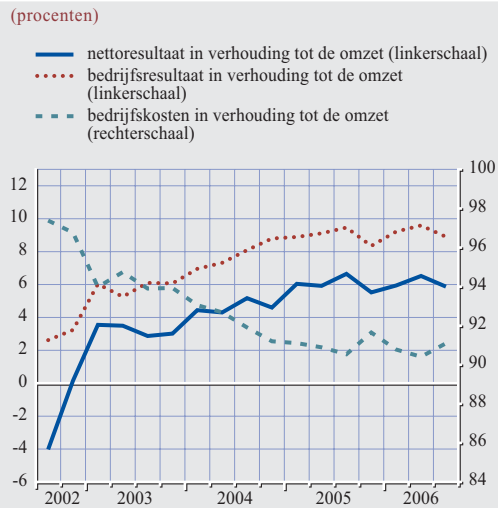
### Grafiek C MFI-rentetarieven op leningen aan niet-financiële ondernemingen <sup>1)</sup>

(procenten per jaar, gemiddelde van januari 2003 tot december 2006)



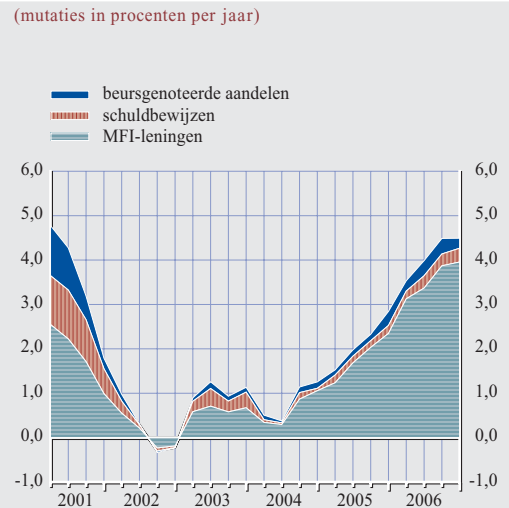
Bron: ECB.  
1) Zie toelichting bij Grafiek A.

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



Bronnen: Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.  
 Toelichting: De berekening is gebaseerd op geaggregeerde financiële kwartaalstaten van de genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied. Uitschieters werden uit het staal weggelaten. Vergeliken met het bedrijfsresultaat, dat wordt gedefinieerd als de omzet min de bedrijfskosten, heeft het nettoresultaat betrekking op het bedrijfsresultaat en het resultaat uit andere activiteiten, na aftrek van belastingen en buitengewone baten en lasten.

**Grafiek 21 Uitsplitsing van de reële twaalfmaands groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen<sup>1)</sup>**



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

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

De niet-financiële ondernemingen voerden in de loop van 2006 hun vraag naar externe financiering verder op.

De vraag naar externe financiering nam toe ondanks de in ruime mate aanwezige interne financieringsbronnen. De winstgevendheid van de beursgenoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied bleef in 2006 hoog, zoals bijvoorbeeld blijkt uit het nettoresultaat in verhouding tot de omzet (zie Grafiek 20).<sup>9</sup> De winstquoten stegen vooral in de transport- en communicatiesector, terwijl de toename van de winst in de groot- en kleinhandel onder de gemiddelde stijging voor alle beursgenoteerde niet-financiële ondernemingen bleef. Deze laatste ontwikkeling zou de relatief matige groei van de particuliere consumptie in het eurogebied kunnen weerspiegelen.

Eind 2006 steeg de reële twaalfmaands groei van de financiering van de niet-financiële ondernemingen tot 4,5%, tegenover 1,2% eind 2004. Dit werd hoofdzakelijk in de hand gewerkt door een sterke toename van de bijdrage van de door MFI's verstrekte leningen, terwijl de stijging van de bijdragen van schuldbewijzen en genoteerde aandelen bescheidener bleef (zie Grafiek 21).

De krachtige groei van de MFI-leningen – over het hele looptijdspectrum – hield in 2006 aan; in december 2006 groeiden de MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen op jaarbasis met 13,0% in nominale termen. Hoewel dergelijke groeicijfers op jaarbasis niet meer waren voorgekomen sinds de invoering van de euro in 1999, moet worden bedacht dat de dynamiek

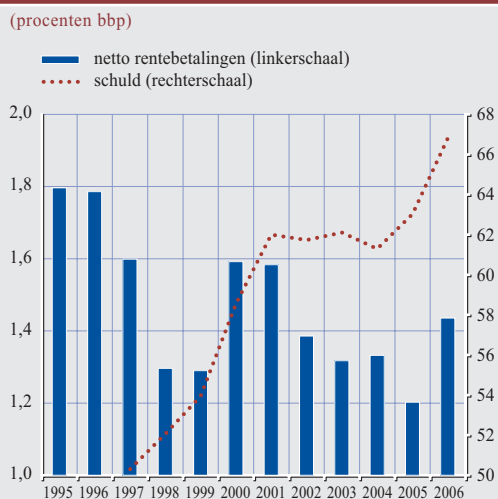
<sup>9</sup> Zie ook het Kader getiteld "Het beloop van de winstgevendheid en de verhouding eigen-vreemd vermogen van beursgenoteerde niet-financiële vennootschappen in het eurogebied" in het ECB Maandbericht van juni 2006.

van de bankleningen aan niet-financiële ondernemingen ook robuust was in andere belangrijke economieën, met name in de Verenigde Staten waar de bancaire kredietverlening gedurende de afgelopen paar jaar zelfs nog sterker is gegroeid. Naar het oordeel van de banken, zoals de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken aangeeft, worden de financieringsbehoeften die verband houden met de reële economische activiteit – namelijk voor de financiering van voorraden, bedrijfskapitaal en vaste kapitaalvorming – gaandeweg aan belang als verklaring voor de aanhoudende toename van de vraag naar leningen in het eurogebied in 2006. Niettemin bleven andere factoren van meer financiële aard, zoals de behoeften aan financiering voor fusies en overnames, ook bijdragen tot de nettovraag naar leningen. Een versoepeling van de aanbodvoorwaarden voor bankleningen tijdens de afgelopen jaren kan een extra katalysator van het huidige verloop van de kredietverlening aan bedrijven zijn geweest.

In tegenstelling tot de omvangrijke financiering van bedrijven door banken, bleef de financiering via de markt – zowel aan de hand van schuld als van aandelen – relatief gering. Het jaarlijkse groeitempo van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen bleef net als tijdens de voorgaande jaren betrekkelijk bescheiden, met ongeveer 4,0% gemiddeld in 2006. Mogelijke verklaringen voor de matige groei zijn dat de kosten van financiering via de markt in 2006 fors stegen dan die van de financiering door banken en dat schuldbewijzen werden vervangen door leningen om fusies en overnames te financieren. Er zijn immers aanwijzingen dat de toegenomen fusie- en overnameactiviteit overwegend wordt gefinancierd met door bankensyndicaten verstrekte leningen in plaats van met schuldbewijzen, waarvan in eerdere periodes ruimer gebruik werd gemaakt voor zulke transacties.

De jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven genoteerde aandelen vertoonde gedurende heel 2006 een licht oplopende tendens, maar bleef in totaal gematigd. De al met al bescheiden bijdrage van de netto-

**Grafiek 22 Schuld en netto rentebetalingen in de sector van de niet-financiële ondernemingen**



Bronnen: ECB en Eurostat.  
Toelichting: De gegevens voor 2006 zijn ramingen.

uitgifte van beursgenoteerde aandelen tot de nettofinanciering van de bedrijfswereld in het eurogebied is wellicht toe te schrijven aan het feit dat de reële kosten van aandelen aanzienlijk hoger uitvallen dan die van schuldfinanciering. Deze lage groei valt misschien ook te verklaren door de aanhoudende populariteit van inkoopprogramma's van eigen aandelen. Tegelijkertijd nam de bruto-uitgifte de laatste tijd wat toe, geschraagd door de ontwikkeling van zowel beursintroductions als vervolgemissies. Algemeen gesproken is het herstel van de bruto aandelenuitgifte door niet-financiële ondernemingen wellicht te danken aan de opleving van de economische groei in het eurogebied.<sup>10</sup>

### TOENEMENDE BEDRIJFSSCHULD

Wat de ontwikkeling van de balanspositie van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied betreft, leidde de forse stijging van de schuldfinanciering van de sector in 2006 tot een verdere toename van de schuld in verhouding tot het bbp. Na een periode van consolidatie is de schuldratio van de niet-financiële onderne-

<sup>10</sup> Zie het artikel getiteld "Equity issuance in the euro area" in het ECB Maandbericht van mei 2006.



mingen momenteel hoger dan die bij de voorgaande piek in 2003, die volgde op een scherpe toename van de schuld in de tweede helft van de jaren negentig.

De netto rentebetalingen van de niet-financiële ondernemingen op hun MFI-leningen en deposito's in procenten bbp liepen in de eerste helft van de jaren negentig sterk terug en bereikten in 2005 een betrekkelijk laag peil. De recente schuldontwikkelingen leidden samen met het renteverloop tot een forse stijging van de rentelast van de niet-financiële ondernemingen in de loop van 2006.

### 2.3 PRIJZEN- EN KOSTENONTWIKKELINGEN

De totale HICP-inflatie in het eurogebied bedroeg in 2006 gemiddeld 2,2% en bleef daarmee ongewijzigd ten opzichte van 2005. Ondanks die globale stabiliteit vertoonde de inflatie op jaarbasis tijdens het jaar een aanzienlijke volatiliteit, wat grotendeels verband hield met de ontwikkelingen van de energieprijzen. Er bleef nog enige extra opwaartse druk in verdere stadia van het productieproces over, met name als gevolg van de scherpe stijging die de mondiale prijzen van grondstoffen exclusief energie lieten optekenen. In het verlengde daarvan steeg de prijsinflatie voor halffabricaten in

2006 aanzienlijk. In verdere stadia van de productieketen kan de lichte opwaartse tendens van de producentenprijzen van consumptiegoederen duiden op het optreden van mogelijke indirecte effecten van eerdere prijsstijgingen voor grondstoffen. Tot dusver waren die effecten beperkt. Ten slotte bleven de gematigde arbeidskostenontwikkelingen in 2006 bijdragen aan de algehele zwakke inflatoire druk, terwijl de appreciatie van de euro een gelijkaardig effect sorteerde.

### TOTALE INFLATIE STERK BEÏNVLOED DOOR HET BELOEP VAN DE ENERGIEPRIJZEN

Kortetermijnfluctuaties van de olieprijsen en basiseffecten als gevolg van de ontwikkelingen van de olieprijsen in het verleden leverden een aanzienlijke bijdrage aan het patroon van de totale HICP-inflatie in 2006 (zie Grafiek 23).

De gemiddelde prijs (in euro) van een vat ruwe Brent-olie nam in 2006 met ongeveer 20% toe, vergeleken met een stijging van nagenoeg 45% in 2005 (zie Tabel 1). De olieprijsen vertoonden ook een aanzienlijke volatiliteit in 2006; in de eerste helft van het jaar stegen die prijzen en ze bereikten een historisch hoog niveau in augustus, waarna ze scherp daalden. Die daling van de prijzen van ruwe olie ging gepaard met een snelle afname van de aan olie gerelateerde energieprijzen op het niveau van de consument.

Tabel 1 Prijsontwikkelingen

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2005 kw 4	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4	2007 jan.	2007 feb.
<b>HICP en componenten</b>										
Totale index <sup>1)</sup>	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8
Energie	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Bewerkte voedingsmiddelen	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Onbewerkte voedingsmiddelen	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Industriële goederen m.u.v. energie	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Diensten	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
<b>Overige prijs- en kostenindicatoren</b>										
Industriële producentenprijzen <sup>2)</sup>	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Olieprijzen (EUR per vat) <sup>3)</sup>	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Grondstoffenprijzen <sup>4)</sup>	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

Bronnen: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv en berekeningen van de ECB.

1) De HICP-inflatie in februari 2007 berust op de voorlopige raming van Eurostat.

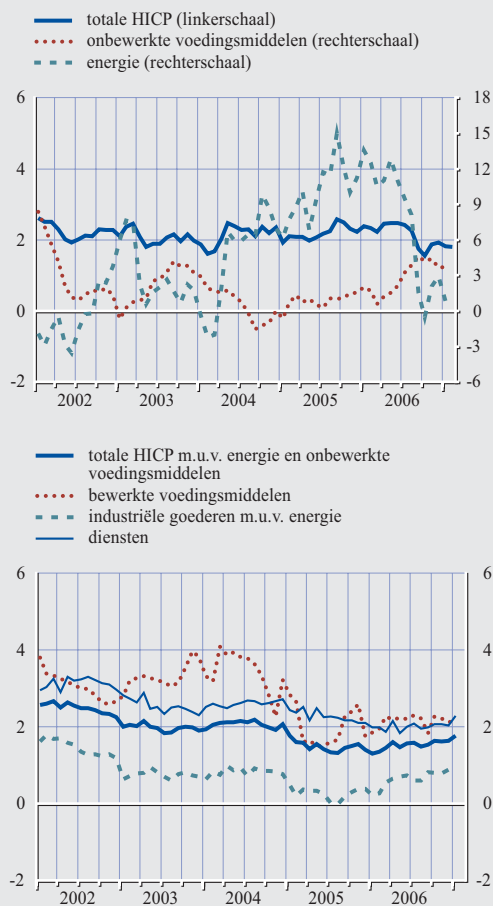
2) Met uitzondering van de bouwnijverheid.

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

4) Met uitzondering van energie; in euro.

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

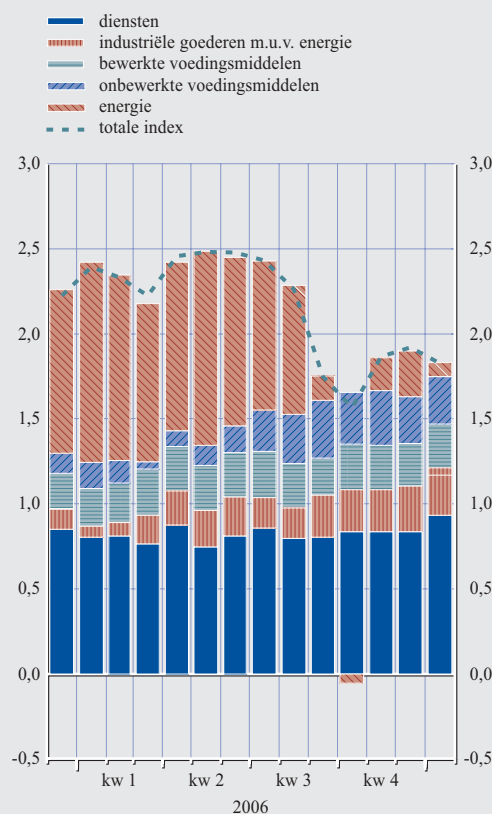
(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

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

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: Als gevolg van afrondingsfouten, komen de bijdragen niet altijd precies overeen met de totale index.

Bovendien leek de weerslag op de prijzen versterkt te zijn door een significante vermindering van de raffinagemarge van benzine.<sup>11</sup> De bijdrage van de stijgingen van de energieprijzen aan de totale HICP-inflatie, die bijzonder sterk was in de eerste helft van 2006, nam aanzienlijk af in de tweede helft van het jaar (zie Grafiek 24). De sterke stijgingen van de energieprijzen in 2005 resulteerden gedurende het grootste gedeelte van 2006 in gunstige basiseffecten.<sup>12</sup>

De bijdrage van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen aan de totale inflatie was in 2006 veel groter dan in de jaren ervoor, als gevolg van bijzonder sterke ontwikkelingen in het derde en

vierde kwartaal. Dat was met name te wijten aan de weersomstandigheden in vele delen van Europa tijdens de zomer, die de aanvoer van fruit en groenten beïnvloedden. Bovendien nam de bijdrage van vleesprijzen in de loop van het jaar ook toe.

Het jaar-op-jaar groeitempo van de HICP met uitzondering van energie en onbewerkte voedingsmiddelen bedroeg in 2006 gemiddeld 1,5%

11 Zie het Kader getiteld "Recent developments in oil and petrol prices" in het ECB Maandbericht van november 2006.

12 Zie het Kader getiteld "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" in het ECB Maandbericht van januari 2007.

en bleef daarmee grotendeels ongewijzigd ten opzichte van 2005. In de loop van het jaar werd echter een lichte toename van de HICP met uitzondering van energie en onbewerkte voedingsmiddelen opgetekend van 1,4% in het eerste kwartaal tot 1,6% in het vierde kwartaal. Dat opwaartse patroon kwam vooral door de toename van het jaarlijkse stijgingstempo van de prijzen van industriële goederen met uitzondering van energie van 0,3% in het eerste kwartaal tot 0,8% in het vierde kwartaal. Hoogstwaarschijnlijk wees dat op een geleidelijke afwenteling van vroegere stijgingen van de kosten voor energetische en niet-energetische grondstoffen op de consumenten. De inflatie van de dienstenprijzen bleef in de loop van 2006 globaal stabiel op ongeveer 2,0%, ondanks enige kortetermijn-

volatiliteit als gevolg van een aantal subcomponenten, zoals de prijzen van georganiseerde reizen, die werden beïnvloed door de verschuiving van het tijdstip van de lentevakantie in 2006. Al bij al leek de binnenlandse druk op het prijspeil in 2006 onder controle en de doorwerking van vroegere prijsstijgingen voor aardolie en niet-energetische grondstoffen in de consumptieprijzen bleef beperkt.

Ondanks aanzienlijke inflatoire schokken in 2006, vooral vanwege het beloop van de energieprijzen en een totale inflatie die in de eerste drie kwartalen voortdurend boven 2% uitkwam, bleven de inflatieverwachtingen op de langere termijn verankerd op niveaus die strookten met prijsstabiliteit (zie Kader 3).

### Kader 3

#### INFLATIEVERWACHTINGEN VOOR DE LANGERE TERMIJN IN HET EUROGEBIED

De primaire doelstelling van het monetaire beleid van de ECB is het handhaven van prijsstabiliteit. Daartoe streeft de Raad van Bestuur van de ECB ernaar de jaarlijkse HICP-inflatie van het eurogebied op de middellange termijn onder maar dicht bij 2% te houden. De stabilisatie van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn van de economische subjecten in het eurogebied op niveaus die stroken met prijsstabiliteit is een eerste vereiste voor een efficiënt monetair beleid. Terwijl schokken die ontsnappen aan de controle van het monetair beleid, zoals olieprijsstijgingen, de totale inflatie op de korte termijn kunnen beïnvloeden en dan ook een weerslag kunnen hebben op de inflatieverwachtingen voor de korte termijn, dienen inflatieverwachtingen voor de langere termijn de mate weer te geven waarin de subjecten geloven dat de ECB haar doelstelling van prijsstabiliteit zal bereiken. Een geloofwaardig monetair beleid helpt de inflatieverwachtingen voor de langere termijn te verankeren aan de doelstelling. Dit kader biedt een overzicht van de verschillende maatstaven voor de inflatieverwachtingen op de langere termijn die kunnen worden aangewend om de geloofwaardigheid van het monetaire beleid in het eurogebied in te schatten en bespreekt het verloop van die maatregelen sinds 2001.

#### Verscheidene maatstaven voor inflatieverwachtingen op de langere termijn

Informatie over de inflatieverwachtingen voor de langere termijn van de economische subjecten uit het eurogebied is beschikbaar via twee soorten indicatoren: enquêtegegevens en op de financiële markt gebaseerde gegevens. Ze verschillen inzake het type maatstaf (directe versus indirecte), de categorie van de betrokken subjecten en het tijdsbestek.<sup>1</sup> Enquêtegegevens betreffende de inflatieverwachtingen voor de lange termijn zijn thans op het niveau van het eurogebied beschikbaar via drie bronnen. In de eerste plaats biedt de Survey of Professional

<sup>1</sup> Voor meer informatie wordt verwezen naar het artikel getiteld "Measures of inflation expectations in the euro area" in het ECB Maandbericht van juli 2006.

Forecasters (SPF) van de ECB sinds 2001 elk kwartaal de vijf jaar vooruit gerekende inflatieprognoses van een panel van deskundigen van zowel financiële als niet-financiële instellingen gevestigd in de EU.<sup>2</sup> Ten tweede publiceert Consensus Economics tweemaal per jaar voorspellingen met betrekking tot de lange termijn (zes tot tien jaar in de toekomst) die door deskundigen van banken en andere financiële instellingen worden verstrekt voor de consumptieprijzen van het eurogebied. Ten slotte biedt de Euro Zone Barometer op kwartaalbasis vier jaar vooruit verwachte inflatieprognoses.

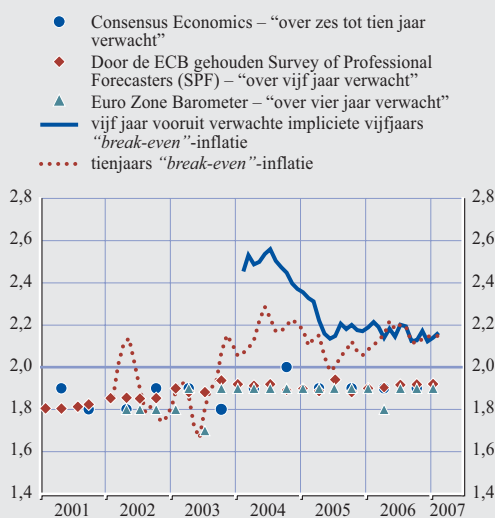
Inflatieverwachtingen voor de langere termijn kunnen ook worden afgeleid uit financiële-marktinstrumenten. Informatie met betrekking tot de gemiddelde inflatieverwachtingen van financiële-marktdeelnemers voor de resterende looptijd van een obligatie kan worden berekend aan de hand van het ecart tussen het rendement op een standaardobligatie en dat op een met de inflatie geïndexeerde obligatie met dezelfde looptijd. Deze maatstaf wordt in het algemeen de “*break-even*”-inflatie genoemd. Een andere op de financiële markt gebaseerde indicator van inflatieverwachtingen op de lange termijn kan worden afgeleid uit geïndexeerde swaps met overeenkomstige looptijden. Al die financiële-marktindicatoren bieden het voordeel dat ze in real time beschikbaar zijn voor een breed scala aan mogelijke projectietermijnen. Ze zijn echter in het algemeen geen directe maatstaven van inflatieverwachtingen, daar ze waarschijnlijk niet-waarneembare risicopremies (met name een inflatierisicopremie en een liquiditeitspremie) omvatten en soms ook kunnen worden vertekend door technische marktfactoren. Desalniettemin sluiten marktgerelateerde indicatoren nauwer aan op het eigenlijke economische gedrag. Aangezien er enkel onvolmaakte indicatoren van inflatieverwachtingen voor de langere termijn beschikbaar zijn, verdient het al bij al de voorkeur de analyse te baseren op een combinatie van die indicatoren, waarbij de informatie uit verschillende bronnen onderling getoetst wordt.

### Ontwikkelingen van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn sinds 2001

Grafiek A toont de bovenvermelde indicatoren van inflatieverwachtingen voor de langere termijn. Ondanks hun verschillende projectieperiodes geven de indicatoren een vrij gelijksoortig beeld te zien. De enquêteresultaten met betrekking tot de gemiddelde inflatieverwachtingen voor de langere termijn vertonen met name over het algemeen een opmerkelijke stabiliteit op niveaus onder maar dicht bij 2%. De “*break-even*”-inflatie was volatieler en kwam boven 2% uit, maar dat kan verband houden met het feit dat ze niet alleen inflatieverwach-

#### Grafiek A Maatstaven voor inflatieverwachtingen op de langere termijn voor het eurogebied

(gemiddelde mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, ECB, Reuters en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: Tot maart 2005 is de tienjaars “*break-even*”-inflatie afgeleid van obligaties met vervaldatum in 2012 en daarna van obligaties met vervaldatum in 2015. De meest recente enquête van Consensus Economics heeft betrekking op de periode 2012-2016; de meest recente SPF en de Euro Zone Barometer hebben betrekking op 2011.

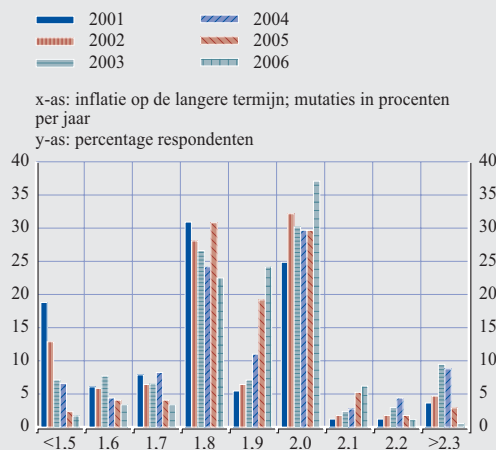
2 De inflatieverwachtingen voor de langere termijn uit 1999 en 2000 waren enkel beschikbaar op jaarbasis.

tingen weergeeft, maar dat daarin ook een positieve, zij het tijdsvariërende premie voor inflatierisico's verwerkt is.

De stabiliteit van de gemiddelde enquêteresultaten ten aanzien van inflatieverwachtingen is opvallend. Ze verhult echter regelmatige herzieningen van afzonderlijke prognoses, die elkaar compenseerden. Zoals in Grafiek B te zien is, toonden de resultaten van de SPF bijvoorbeeld een geleidelijke verschuiving in de frequentiedistributie van de verwachtingen sinds 2001, wat resulteerde in een geringere standaarddeviatie in de verschillende antwoorden en een groter aantal respondenten die 1,9% en 2,0% opgaven als hun inflatieverwachtingen voor de langere termijn. Tegelijkertijd is het percentage respondenten die een inflatie verwachtten van 1,6% of minder sinds 2001 teruggelopen.

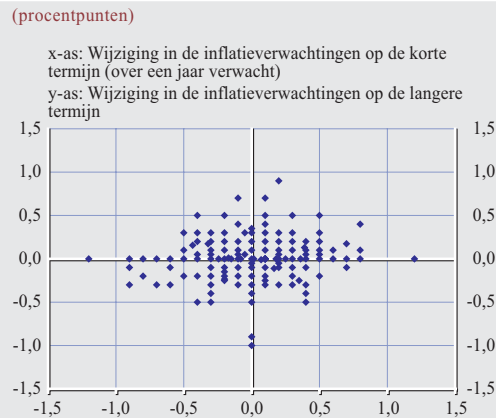
Het vermogen van een centrale bank om de inflatieverwachtingen te verankeren, kan worden beoordeeld op basis van de mate waarin de inflatieverwachtingen voor de lange termijn reageren op veranderingen van de inflatieverwachtingen op de zeer korte termijn. Grafiek C toont de afzonderlijke herzieningen van de inflatieverwachtingen voor de korte (dat is één jaar in de toekomst) en de langere (dat is vijf jaar in de toekomst) termijn tussen twee enquêterondes, zoals die worden verstrekt door deelnemers aan de SPF. Dit wijst erop dat er inderdaad weinig correlatie is tussen bewegingen in de inflatievoorspellingen voor de korte termijn en het verloop van de inflatieverwachtingen voor de lange termijn. Ondanks een aantal opwaartse prijsschokken op de korte termijn (bijvoorbeeld sterk stijgende olieprijsen, aan het weer en aan voedsel gerelateerde schokken, onvoorziene stijgingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen) samen met een persistente neerwaartse vertekening van de inflatieverwachtingen voor de korte termijn van professionele voorspellers, is er geen weerslag waarneembaar op de inflatieverwachtingen voor de langere termijn. De veerkracht van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn wijst erop dat de economische subjecten geloven dat de ECB ervoor zal zorgen dat dergelijke kortetermijnschokken de prijsontwikkelingen op de middellange tot lange termijn niet zullen beïnvloeden.

**Grafiek B Frequentieverdeling van de verwachtingen omtrent de inflatie over vijf jaar bij respondenten van de SPF (2001-2006)**



Bron: ECB.

**Grafiek C Verband tussen herzieningen van inflatieverwachtingen op de korte en op de langere termijn in de SPF (2001-2006)**



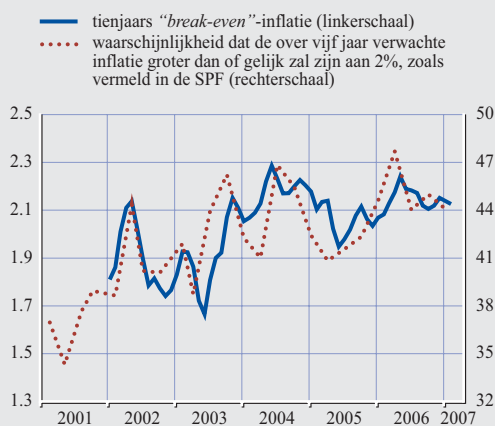
Bron: ECB.

### Bewegingen inzake waarschijnlijkheidsdistributie als een indicatie van de perceptie van een risico voor de prijsstabiliteit

In de SPF wordt aan de deelnemers ook gevraagd hun prognose een waarschijnlijkheidsdistributie te geven. Die distributie, uitgedrukt als een percentage, verstrekt informatie over de waarschijnlijkheid dat de toekomstige uitkomst binnen een bepaald interval zal liggen. Op een geaggregeerd niveau helpt zulks te beoordelen hoe de respondenten van de enquête gemiddeld het risico inschatten dat de eigenlijke uitkomst boven of onder de waarschijnlijkste raming zal liggen. Gezien de kwantitatieve definitie van de doelstelling van prijsstabiliteit van de ECB, kan de waarschijnlijkheid dat de inflatie op de langere termijn 2% of meer zal bedragen, worden aangewend als een verdere indicator om de door de respondenten van de enquête aan gevoelde risico's voor de prijsstabiliteit te beoordelen. De door de deelnemers aan de SPF genoemde waarschijnlijkheid dat de inflatie op de langere termijn (dat is vijf jaar in de toekomst) zal uitkomen op of boven 2% is geleidelijk toegenomen van zowat 35% in 2001 tot nagenoeg 40% in 2003. De afgelopen jaren heeft ze zich ietwat gestabiliseerd en schommelde ze tussen 40 en 45%. Aangezien het gemiddelde van de inflatieverwachtingen van de SPF voor de langere termijn sinds begin 2002 onveranderd op 1,9% is gebleven, lijken die verschuivingen van de waarschijnlijkheid te wijzen op veranderingen in de risicobeoordeling van de respondenten van de enquête. Deze zienswijze wordt bevestigd in Grafiek D, die duidt op een min of meer gelijk beloop van enerzijds de waarschijnlijkheid dat de vijf jaar vooruit verwachte inflatie 2% of meer zal bedragen en anderzijds een maatstaf voor de tienjaars voouit verwachte "break-even"-inflatie, waarin een inflatierisicopremie verwerkt is.

Grafiek D "Break-even"-inflatie en de waarschijnlijkheid dat de over vijf jaar verwachte HICP-inflatie groter dan of gelijk zal zijn aan 2%

(mutaties in procenten per jaar; procenten)



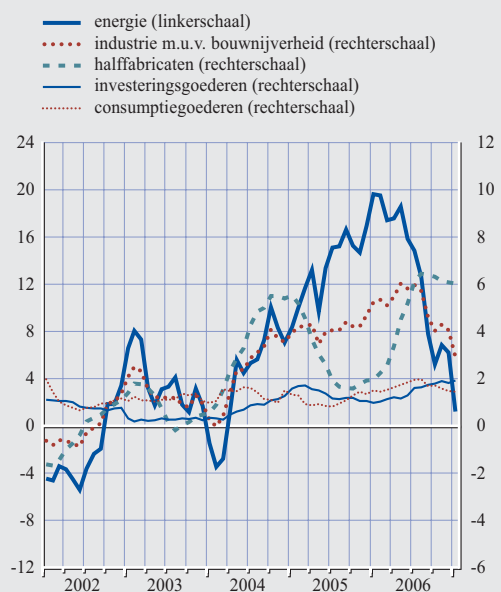
Bronnen: ECB, Reuters en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: Tot maart 2005 is de tienjaars "break even"-inflatie afgeleid van obligaties met vervaldatum in 2012 en daarna van obligaties met vervaldatum in 2015.

### Conclusie

Over het geheel genomen wijst een analyse op basis van een kruiselingse toetsing van de diverse maatstaven van inflatieverwachtingen voor de langere termijn erop dat de inflatieverwachtingen voor de langere termijn, ondanks stijgingen van de feitelijke inflatie en de inflatieverwachtingen voor de korte termijn door recente schokken, een aanzienlijke veerkracht hebben vertoond en over het algemeen degelijk verankerd zijn gebleven op niveaus die stroken met het doel van de ECB om de inflatie onder maar dicht bij 2% te handhaven. Tegelijkertijd is er geen aanleiding tot zelfgenoegzaamheid, daar de perceptie van het risico van een inflatie van 2% of meer op de langere termijn gaandeweg gestegen is. Hoewel dit betekent dat voortdurende waakzaamheid geboden is bij de monetaire-beleidsvoering, verlenen de aanwijzingen over de inflatieverwachtingen voor de lange termijn al met al toch steun aan de opvatting dat het monetaire beleid van de ECB door economische subjecten in het eurogebied betrouwbaar wordt geacht.

## Grafiek 25 Uitsplitsing industriële producentenprijzen

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

### BEPERKTE INDIRECTE EFFECTEN IN LATERE STADIA VAN DE PRODUCTIEKETEN

Het totale jaarlijkse groeipercentage van de industriële producentenprijzen (ongerekend de bouwnijverheid) in het eurogebied steeg gemiddeld van 4,1% in 2005 tot 5,1% in 2006 (zie Grafiek 25). Hoewel die toename vooral te wijten was aan de energieprijzen, vertoonde ook het jaarlijkse groeitempo van de industriële producentenprijzen met uitzondering van de bouwnijverheid en de energiesector in 2006 een opwaartse tendens, als gevolg van de sterke druk van de niet-energetische grondstoffenprijzen en de indirecte effecten van de hogere olieprijsen.

Het twaalfmaands groeitempo van de prijzen voor halffabricaten versnelde aanzienlijk in de eerste helft van 2006 van 1,9% in december 2005 tot 6,4% in augustus 2006. Het ging om het hoogste stijgingstempo in meer dan een decennium, dat grotendeels was toe te schrijven aan de toename van de prijzen voor industriële grondstoffen, met name de prijzen voor metalen. Daarnaast droeg het indirecte effect van de

stijging van de olieprijsen ook, zij het in mindere mate, bij aan de opwaartse druk op de prijzen voor halffabricaten. In de tweede helft van 2006 bleef de prijsinflatie voor halffabricaten hoog. Haar kortetermijndynamiek vertraagde echter aan het einde van het jaar, wellicht als gevolg van enige vermindering van de groei van de prijzen voor niet-energetische grondstoffen, alsook van de daling die de olieprijsen te zien gaven en van de appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

Verderop in de productieketen was de inflatie van de producentenprijzen geringer, hoewel de sinds medio 2005 waargenomen opwaartse tendens van de jaarlijkse groei van de prijzen voor kapitaal- en consumptiegoederen aanhield. Die ontwikkelingen weerspiegelden grotendeels de opwaartse invloed verbonden aan de indirecte effecten van vroegere stijgingen van de grondstoffenprijzen. Wat de consumptiegoederen betreft, kon na augustus enige vertraging worden opgetekend, als gevolg van het gecombineerde effect van twee bijzondere factoren (in verband met de prijzen van tabak en aan gezondheid gerelateerde producten). Ongerekend het effect van die factoren gaf het onderliggende patroon aan dat de bedrijven gedeeltelijk in staat waren hogere inputkosten af te wentelen op de consumenten.

Al met al bleek de doorwerking van vroegere stijgingen van de grondstoffenprijzen aan het eind van 2006 beperkt op het producentenniveau; mogelijk werd ze getemperd door dalingen van de olieprijsen na augustus en de appreciatie van de euro tijdens het vierde kwartaal. Ook een geringe arbeidskostendruk kan een rol gespeeld hebben bij het matigen van het effect van de prijsdruk van buitenlandse oorsprong. Er is niettemin een opwaarts inflatierisico dat oplopende inputkosten ongerekend lonen in sommige sectoren zouden kunnen worden doorberekend aan de consumenten, indien de toename van het prijszettingsvermogen van de bedrijven parallel verloopt met de verbeterende economische vooruitzichten.



**Tabel 2 Arbeidskostenindicatoren**

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2005 kw 4	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4
Contractlonen	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Totale arbeidskosten per uur	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Loonsom per werknemer	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>P.m.-posten</i>								
Arbeidsproductiviteit	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Arbeidskosten per eenheid product	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Bronnen: Eurostat, nationale gegevens en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: Slovenië is niet begrepen in de gegevens over contractlonen.

### ARBEIDSKOSTENONTWIKKELINGEN BLEVEN GEMATIGD

Het jaarlijkse groeitempo van de loonsom per werknemer nam in 2005 en 2006 matig toe. Het steeg tot gemiddeld 2,1% tijdens de eerste drie kwartalen van 2006 en veerde op van een aanzienlijk lager gemiddelde (1,6%) in 2005 (zie Tabel 2).

Aangezien de groei van de totale uurloonkosten tijdens dezelfde periode relatief stabiel was, hield het opwaartse profiel van het groeitempo van de loonsom per werknemer waarschijnlijk verband met een opwaartse aanpassing van het aantal gewerkte uren per werknemer in overeen-

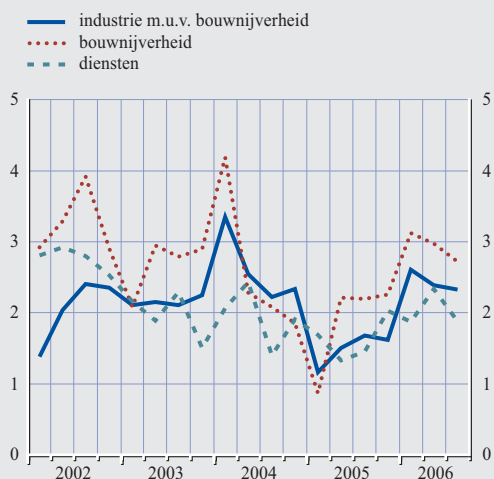
stemming met de geleidelijke opleving van de economische activiteit.<sup>13</sup> Dezelfde ontwikkelingen werden in 2006 opgetekend op sectoraal niveau, waarbij de loonsom per werknemer een enigszins dynamischere en volatielere groei vertoonde in de industriële bedrijfstakken dan in de dienstensector (zie Grafiek 26). Dergelijke veranderingen van het aantal gewerkte uren per werknemer sorteren ook een opwaarts effect op de arbeidsproductiviteit per werknemer, wat impliceert dat ze zonder gevolgen blijven voor het verloop van de loonkosten per eenheid product.

De beschikbare arbeidskostenindicatoren bevestigden al bij al het beeld van aanhoudende gematigde loonontwikkelingen in 2006, hoewel de situatie erg verschilde van land tot land. De in het tweede kwartaal opgetekende stijging van het groeitempo van die indicatoren blijkt tijdelijk van aard te zijn geweest, ten gevolge van eenmalige betalingen in bepaalde landen. De groei van de contractlonen bleef in 2006 beperkt (hij bedroeg gemiddeld 2,2%, tegen 2,1% in 2005), ondanks de volatiliteit in de loop van het jaar.

De jaarlijkse groei van de loonkosten per eenheid product stabiliseerde zich in de eerste drie kwartalen van 2006 op 0,8%, wat minder was dan in 2005 en de voorgaande jaren. Al met al bleven de arbeidskosten bijdragen aan een gematigde binnenlandse inflatoire druk in het

**Grafiek 26 Sectorale loonsom per werknemer**

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

13 Zie het kader getiteld "Recente ontwikkelingen van het totale aantal gewerkte uren in het eurogebied" in het ECB Maandbericht van september 2006.

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

(mutaties in procenten, tenzij anders vermeld; voor seizoen gezuiverde gegevens)

	Jaarcijfers <sup>1)</sup>					Kwartaalcijfers <sup>2)</sup>							
	2004	2005	2006	2005 kw 4	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4	2005 kw 4	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4
Reëel bruto binnenlands product	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9
<i>waarvan:</i>													
Binnenlandse vraag <sup>3)</sup>	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1
Particuliere consumptie	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5
Overheidsconsumptie	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5
Bruto-investeringen in vaste activa	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2
Voorraadwijzigingen <sup>4)</sup>	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5
Netto-uitvoer <sup>5)</sup>	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8
Uitvoer <sup>5)</sup>	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7
Invoer <sup>5)</sup>	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9
Reële bruto toegevoegde waarde													
<i>waarvan:</i>													
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4
Bouwnijverheid	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5
Marktgebonden diensten <sup>6)</sup>	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gerapporteerde gegevens zijn gecorrigeerd voor seizoeninvloeden en deels voor het aantal werkdagen, aangezien niet alle landen van het eurogebied nationale rekeningen op kwartaalbasis rapporteren die gecorrigeerd zijn voor het aantal werkdagen.

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

2) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

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

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

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

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

eurogebied. De aantrekkelijke economische activiteit en de verbeteringen van de arbeidsmarkt-situatie in 2006 lijken dan ook niet te hebben geresulteerd in een aanzienlijke accumulatie van de druk op de lonen in de loop van het jaar. Dat was waarschijnlijk de afspiegeling van de weerslag op de loononderhandelingen van sommige factoren, zoals de dreiging van verhuizing van de productieactiviteiten tegen de achtergrond van sterke mondiale concurrentiedruk, vooral in de verwerkende nijverheid en een gestegen besef van de noodzaak om het concurrentievermogen te vrijwaren. Andere elementen kunnen ook een rol hebben gespeeld, zoals de gunstige effecten van een geloofwaardig monetair beleid op de inflatieverwachtingen, het verminderd ledental van de vakverenigingen en de deeltijdse en kortlopende arbeidsovereenkomsten. In verband daarmee kunnen arbeidsmarkthervormingen een rol hebben gespeeld bij de verdere arbeidskostenmatiging.

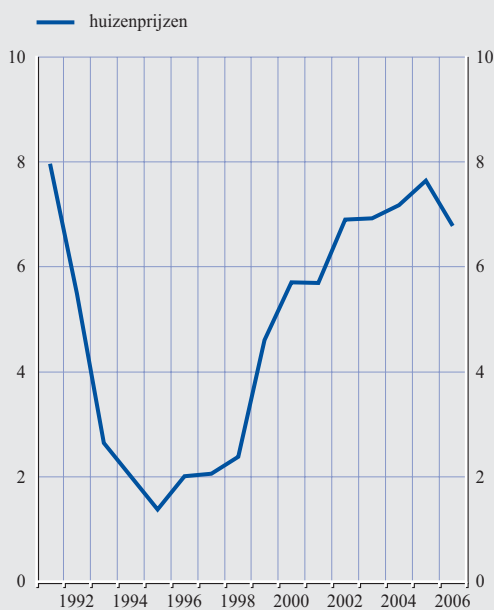
In 2006 schraagden de matige loonstijging en de toegenomen economische activiteit het winstverloop in het eurogebied. De indicator van de totale mark-up van de winst, gemeten aan de hand van het verschil tussen de bbp-deflator en de arbeidskosten per eenheid product, wees op een gestage robuuste groei van de winst tot het derde kwartaal van 2006.

### WONINGPRIJZEN VERTOONDEN ENIGE TEKENEN VAN MATIGING

De woningprijzen in het eurogebied, die niet in aanmerking worden genomen bij het meten van de HICP, vertoonden in 2006 tekenen van een verdere geleidelijke vertraging (zie Grafiek 27). Op basis van de beschikbare informatie is hun jaar-op-jaar stijgingstempo in de eerste helft van 2006 naar schatting gedaald tot 6,8%, tegen 7,3% in de tweede helft van 2005 en 8,0% in de eerste helft van 2005. Binnen de verschillende landen kon, in vergelijking met de tweede helft van 2005, enige matiging van het beloop van de woningprijzen worden opgetekend in België,

## Grafiek 27 Beloop van de huizenprijzen in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; jaargegevens)



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

Toelichting: De gegevens voor 2006 hebben betrekking op de eerste helft van het jaar.

Spanje, Frankrijk en Italië. In de andere landen van het eurogebied is het groeitempo grotendeels stabiel gebleven, met uitzondering van Ierland, waar het aanzienlijk steeg. De beschikbare informatie wijst erop dat het verloop van de woningprijzen in 2006 aanzienlijke verschillen bleef vertonen in de landen van het eurogebied. Met name de langdurige zwakte van de Duitse woningmarkt contrasteert met ontwikkelingen in de meeste andere economieën van het eurogebied.

### 2.4 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

#### ECONOMISCHE GROEI VEERDE OP IN 2006

De reële bbp-groei in het eurogebied, die in 2005 1,5% bedroeg, is in 2006 fors gestegen, tot 2,8% (gecorrigeerd voor het aantal werkdagen). Dat peil, de snelste groei sinds 2000, kwam uit boven de beschikbare ramingen van de poten-

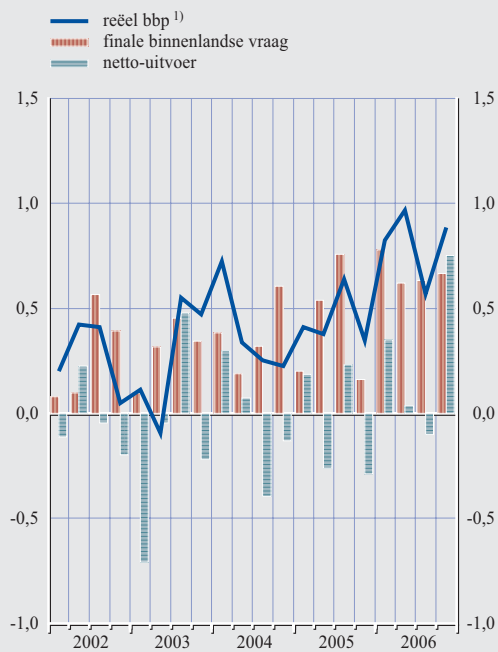
tiële productiegroei. De economische activiteit, die in de tweede helft van 2005 begon aan te trekken, won verder aan kracht in de eerste helft van 2006 en vertraagde maar licht daarna. Dat sterke resultaat was deels onverwacht en weerpiegelde met name een aanzienlijke versterking van het ondernemers- en consumentenvertrouwen, samen met belangrijke verbeteringen van de arbeidsmarktomstandigheden, terwijl het effect van vroegere negatieve schokken (in het bijzonder olieprijsstijgingen) in de tweede helft van het jaar aanmerkelijk afnam.

De economie van het eurogebied veerde in 2006 inderdaad op na een lange periode van zwakke groei die was begonnen in 2001. Ondanks de krachtige expansie van de wereldeconomie hield de teleurstellende economische activiteit vóór 2006 verband met een aantal factoren, met name het ontoereikende vermogen om verschillende schokken op te vangen, zoals zeer forse olieprijsstijgingen. De zwakke binnenlandse vraag tijdens deze periode kan ook een afspiegeling geweest zijn van de onzekerheid van de particuliere subjecten over hun toekomstige inkomen. De in 2001 begonnen conjuncturele teruggang ging ook gepaard met een scherpe neerwaartse aanpassing van de koersen van de financiële activa en de dringende noodzaak voor de ondernemingen om hun balans te herstructureren, wat de investeringen en de banengroei beperkte. Aangezien het proces van balansherstructurering aanzienlijke vooruitgang boekte op het niveau van de bedrijven, en het ondernemersvertrouwen verbeterde in een context van aanhoudend gunstige financieringsvoorwaarden, trokken de investeringen en, in mindere mate, de vraag naar arbeid aan, wat resulteerde in een robuuste binnenlandse vraag in 2006. Tegelijkertijd steunde de stevige mondiale groei de uitvoer. De buitenlandse sector leverde echter een globaal neutrale bijdrage aan de economische groei (zie Grafiek 28), die met name toe te schrijven was aan de sterkere binnenlandse economische vaart die de invoer uit de rest van de wereld stimuleerde.

Wat de binnenlandse groeicomponenten betreft, veerde de groei van de totale investeringen sterk

### Grafiek 28 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis

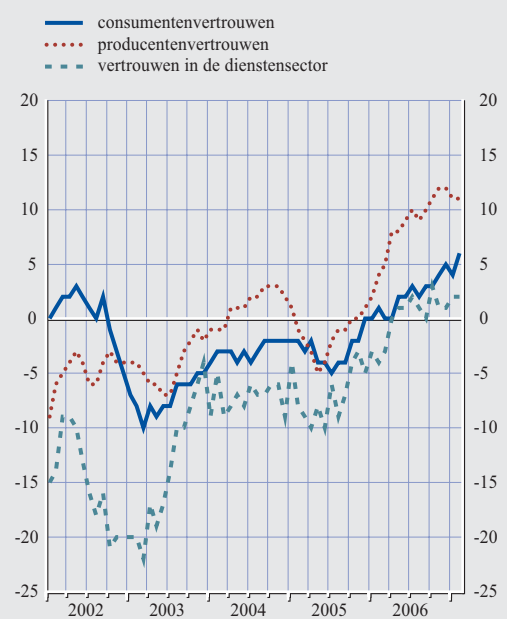
(bijdragen in procentpunten op kwartaalbasis; voor seizoen gezuiverde gegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.  
 1) Mutaties in procenten t.o.v. het voorgaande kwartaal.

### Grafiek 29 Vertrouwensindicatoren

(procentuele saldi, voor seizoen gezuiverde gegevens)



Bron: Door de Europese Commissie onder producenten en consumenten gehouden conjunctuurenquêtes.  
 Toelichting: De getoonde gegevens zijn gecorrigeerd voor afwijkingen van het gemiddelde.

op in 2006 en bereikte met 4,3% zijn hoogste peil sinds 2000, tegen 2,7% in 2005 (zie Tabel 3). Die versnelling was met name waarneembaar in de bouwnijverheid maar werd ook in de andere sectoren opgetekend. Dankzij een gunstig extern klimaat, werd de groei van de investeringen verder ondersteund door hoge en toenemende winstmarges, positieve vraagvooruitzichten en lage kosten van externe financiering. Bovendien waren de investeringen in gebouwen krachtig, zowel in de woningbouw als met name in de niet-woningbouw.

De groei van de particuliere consumptie steeg van 1,5% in 2005 tot 1,8% in 2006. In de context van een forse verbetering van het consumentenvertrouwen, werd de bescheiden versnelling van de bestedingen van de huishoudens in 2006 waarschijnlijk positief beïnvloed door een hogere groei van het reële beschikbare inkomen. De stijging van het reële beschikbare inkomen

in 2006 kwam vooral tot stand door een sterke werkgelegenheids groei en de groei van het inkomen uit vermogen, en vond plaats ondanks de negatieve weerslag die de hogere energiekosten hadden op de koopkracht van de huishoudens. De reële loonsom per werknemer nam in vergelijking maar licht toe. Die effecten werden niet gecompenseerd door grotere besparingen van de huishoudens. De positieve invloed van de afvlakking van de consumptie op de spaarquote – in een context van een stijgende inkomensgroei alsook hogere rentetarieven over het gehele looptijdenspectrum – werd ruimschoots gecompenseerd door een vermindering van het voorzorgssparen als gevolg van arbeidsmarktontwikkelingen en mogelijk door de sterke dynamiek van het nettovermogen van de huishoudens.

Vanuit sectoraal oogpunt was de versnelling van de activiteit in 2006 het meest uitgesproken in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid),

terwijl de toegevoegde waarde in de tak marktgerichte dienstverlening in mindere mate toenam. Dergelijke ontwikkelingen stroken met de aanzienlijke verbeteringen van het producentenvertrouwen die sinds de tweede helft van 2005 werden opgetekend, terwijl het vertrouwen in de dienstensector minder sterk verbeterde (zie Grafiek 29).

Uit verschillende spreidingsmaatstaven blijkt dat de ecarts tussen de reële bbp-groei in de

respectieve eurolanden in 2006 licht verminderden (zie Kader 4). In vergelijking met het voorgaande jaar, steeg de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2006 in de meeste landen van het eurogebied en bleef die groei stabiel in de andere.

#### Kader 4

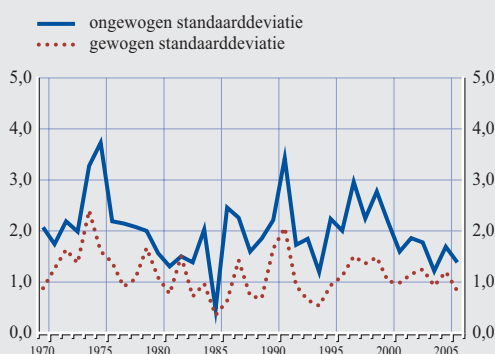
### VERSCHILLEN IN PRODUCTIEGROEI TUSSEN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

In elke monetaire unie zijn er verschillen in de economische ontwikkeling van haar leden. In dit kader wordt een kort overzicht gegeven van de omvang van de verschillen in productiegroei tussen de landen van het eurogebied en het beloop dat ze in de tijd te zien hebben gegeven. Tevens worden een aantal factoren vermeld die aan die verschillen ten grondslag liggen en worden de beleidsimplicaties besproken.

De spreiding in reële bbp-groei tussen de landen van het eurogebied, gemeten aan de hand van de ongewogen standaarddeviatie, schommelde de voorbije 35 jaar rond een niveau van 2 procentpunten en vertoonde al met al geen duidelijke opwaartse of neerwaartse tendens (zie de grafiek). Hetzelfde patroon geldt ook voor de gewogen spreiding in productiegroei, hoewel de standaarddeviatie in dat geval rond 1 procentpunt schommelde. Sinds de aanvang van de derde fase van de EMU in 1999 is de ongewogen spreiding tussen de landen van het eurogebied evenwel verminderd, terwijl de gewogen spreiding over het geheel genomen stabiel is gebleven. Het verschil tussen die twee maatstaven ontstond doordat de reële bbp-groei in sommige kleinere economieën van het eurogebied sinds 1999 dichter aansloot bij het gemiddelde van het eurogebied.

#### Spreiding in reële bbp-groei tussen de landen van het eurogebied

(procentpunten)



Bron: Europese Commissie.

Toelichting: De cijfers voor Duitsland hebben tot 1991 betrekking op West-Duitsland. De cijfers voor 2006 zijn ramingen van de Europese Commissie. Slovenië is niet in het eurogebied opgenomen.

In sommige landen van het eurogebied kwam de reële bbp-groei de voorbije jaren voortdurend boven of onder het gemiddelde van het eurogebied uit. Met name de productiegroei in Griekenland, Spanje, Ierland, Luxemburg en Finland overschreed sinds het midden van de jaren negentig elk jaar het gemiddelde van het eurogebied. In Duitsland en Italië, daarentegen, steeg het reële bbp van het midden van de jaren negentig tot 2005 minder dan het gemiddelde van het eurogebied. Die aanhoudende verschillen lijken erop te wijzen dat de spreiding van de reële

bbp-groei tussen de landen van het eurogebied grotendeels structurele groeiverschillen weer- spiegelt en in mindere mate conjuncturele verschillen.<sup>1</sup>

Sommige verschillen in productiegroei van de landen van het eurogebied zijn natuurlijk en wen- selijk. Dat is bijvoorbeeld het geval waar dergelijke verschillen het gevolg zijn van inhaalef-ecten van landen met een lager inkomen of afwijkende demografische tendensen. Voorts kun- nen er tijdelijke verschillen optreden tussen de productiegroei van sommige landen, bijvoorbeeld als gevolg van een evenwichtsherstellend aanpassingsproces in de monetaire unie na een schok. Aanhoudende verschillen in productiegroei kunnen echter ook toe te schrijven zijn aan een onaangepast nationaal economisch beleid, aan structurele ondoelmatigheid en rigiditeiten, of aan een slecht werkend aanpassingsmechanisme in of tussen sommige landen, wat tot uiting komt in de vorm van toenemende interne onevenwichtigheden en uiteenlopende ontwikkelin- gen van het concurrentievermogen.

Het gemeenschappelijke monetaire beleid kan verschillen in productiegroei tussen de landen van het eurogebied niet beïnvloeden. Zwakke trendmatige productiegroeiresultaten moeten wor- den aangepakt door een goed opgezet nationaal beleid voor budgettaire en structurele aange- legenheden. Dergelijke beleidsmaatregelen moeten met name erop gericht zijn het reactiever- mogen van de nationale economieën op schokken te vergroten en, in de landen met een tragere groei, hoge niveaus van productiviteit en benutting van arbeid te bevorderen, alsook de gemeen- schappelijke markt verder te verbeteren, met instandhouding van stabiele macro-economische omstandigheden.

1 Voor meer informatie zie het Kader getiteld "Output growth differentials within the euro area: are they cyclical or trend-driven?" in het ECB Maandbericht van oktober 2005.

## AANHOUDENDE VERBETERINGEN OP DE ARBEIDSMARKT

De arbeidsmarktomstandigheden in het euroge- bied verbeterden aanzienlijk in 2006. De werk-

gelegenheid steeg kwartaal-op-kwartaal in een tempo van 0,3 tot 0,5% (zie Tabel 4); het aantal banen vermeerde met ruim twee miljoen. Dat resultaat lijkt te stroken met het patroon van

**Tabel 4 Arbeidsmarktontwikkelingen**

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

	2004	2005	2006	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006	
				kw 3	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4
Beroepsbevolking	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.
Werkgelegenheid	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.
Landbouw <sup>1)</sup>	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.
Industrie <sup>2)</sup>	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.
- m.u.v. bouwnijverheid	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.
- bouwnijverheid	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.
Diensten <sup>3)</sup>	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.
<b>Werkloosheidsgraden<sup>4)</sup></b>													
Totaal	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5
Jonger dan 25	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1
25 en ouder	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Omvat visserij, jacht en bosbouw.

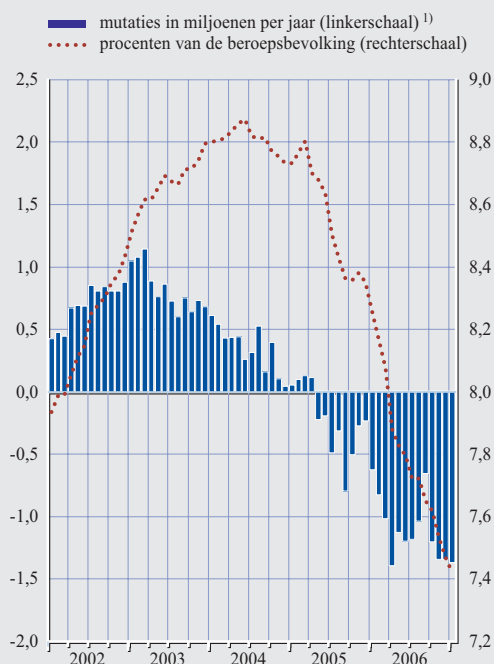
2) Omvat verwerkende industrie, bouwnijverheid, winning van delfstoffen en elektriciteits-, gas- en watervoorziening.

3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.

4) Procenten van de beroepsbevolking volgens IAO-aanbevelingen.

### Grafiek 30 Werkloosheid

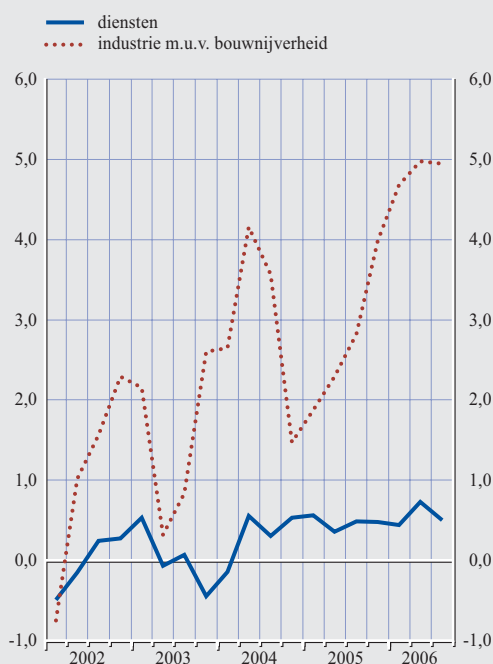
(maandgegevens; voor seizoen gezuiverde gegevens)



Bron: Eurostat.  
1) De mutaties per jaar zijn niet voor seizoen gezuiverd.

### Grafiek 31 Arbeidsproductiviteit

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: Eurostat.

economische groei, gematigde reële arbeidskosten en de waarschijnlijke gevolgen van recente beleidsmaatregelen voor de arbeidsmarkt, die de groei van deeltijdwerk en zelfstandige arbeid in de hand hebben gewerkt. Daar een gedeelte van de conjuncturele correctie van de arbeidsinput tijdens de laatste neergang plaatsvond via een vermindering van het aantal gewerkte uren per werknemer (zowel deeltijd- als voltijdwerkers), werd de arbeid recentelijk ook ondersteund door een stijging van het aantal gewerkte uren. Vanuit sectoraal oogpunt nam de werkgelegenheid fors toe in de dienstensector en de bouwnijverheid, terwijl er een einde kwam aan de langdurige daling in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid).

De werkloosheidsgraad, die medio 2004 begon te dalen, nam verder af in 2006. In het vierde kwartaal van het jaar kwam de werkloosheid uit op een niveau van 7,5% (zie Grafiek 30). Sinds

het begin van de reeksen in 1993 is het pas voor het eerst dat dergelijke niveaus werden bereikt. Hoewel dat duidelijk wijst op een conjunctureel herstel van de arbeidsmarktomstandigheden in 2006, kan de daling van de werkloosheidsgraad deels worden beschouwd als structureel van aard, namelijk als een gevolg van arbeidsmarkthervormingen in een aantal eurolanden. Terwijl verscheidene landen significante vorderingen hebben gemaakt om hun arbeidsmarkten flexibeler te maken, zijn in vele landen nog ambitieuzere hervormingen noodzakelijk.

De groei van de arbeidsproductiviteit voor de gehele economie versnelde verder in de loop van 2006. De versnelling van de arbeidsproductiviteit werd vooral gedragen door de industrie (ongerekend de bouwnijverheid), terwijl de productiviteitsgroei in de dienstensector zich stabiliseerde op een niveau dat aanzienlijk lager lag dan die in de industrie (zie Grafiek 31).



De versnelling van de arbeidsproductiviteit kon deels worden toegeschreven aan de conjuncturele opleving van de economie van het eurogebied in 2006. De productiviteitsgroei in het eurogebied blijft echter teleurstellend en structurele factoren verklaren mede dat zwakke resultaat. De vertraging van de productiviteitsgroei die in het midden van de jaren negentig begon, kan deels veroorzaakt zijn door de tijdelijke effecten van een structurele stijging van de benutting van relatief laaggeschoolde arbeid in

het kader van de tenuitvoerlegging van arbeidsmarkthervormingen. De geringere productiviteitsgroei in het eurogebied wijst echter ook op een onvoldoende gebruik van nieuwe productiviteitsverbeterende technologieën, alsmede op een gebrek aan concurrentie en het strikte regelgevende kader op de productenmarkten (zie Kader 5).

#### Kader 5

##### PRODUCTIVITEITSONTWIKKELINGEN IN HET EUROGEBIED EN DE NOODZAAK VAN STRUCTURELE HERVORMINGEN

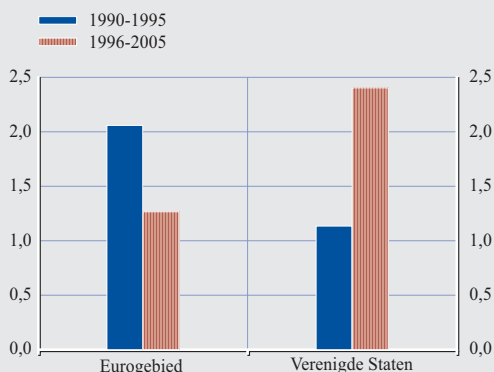
Productiviteitsverbeteringen vormen een belangrijke determinant voor de economische groei en de toename van het reële inkomen per hoofd van de bevolking op de middellange tot lange termijn. Tegen deze achtergrond worden in dit kader de belangrijkste ontwikkelingen belicht inzake de arbeidsproductiviteit in het eurogebied tijdens de afgelopen vijftien jaar en wordt de noodzaak besproken van een beleid dat ertoe bijdraagt de productiviteitsgroei in de toekomst te verhogen. De productiviteit wordt gemeten in termen van arbeidsproductiviteit, die wordt gedefinieerd als de reële productie per eenheid arbeidsinput. De arbeidsinput wordt op zijn beurt gemeten op twee manieren, namelijk in totaal aantal gewerkte uren of in aantal werknemers.<sup>1</sup>

De productiviteit in het eurogebied gaf tijdens de afgelopen tien jaar een teleurstellende ontwikkeling te zien. Er kan een daling worden vastgesteld van de groei van de arbeidsproductiviteit ten opzichte van de Verenigde Staten, ongeacht of de arbeidsinput wordt gemeten per gewerkt uur of per werknemer.<sup>2</sup> De gemiddelde jaarlijkse toename van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur daalde van 2,1% in de periode 1990-1995 tot 1,3% in de periode 1996-2005.<sup>3</sup> Deze ontwikkeling staat in contrast met de stijging van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur van 1,1% tot 2,4% tijdens dezelfde periode in de Verenigde Staten (zie Grafiek A). Gemeten op basis van het aantal werknemers is de groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied afgenomen van 1,7% in de periode 1990-1995 tot 0,8% in de periode 1996-2005, terwijl de overeenkomstige VS-indicator steeg van 1,3% tot 2,1% (zie Grafiek B).<sup>4</sup> Er is dus een ommekeer opgetreden in de groei van de arbeidsproductiviteit (zowel per gewerkt uur als per werknemer), waarbij de groei in de Verenigde Staten tijdens de afgelopen tien jaar die in het eurogebied heeft overtroffen. Hoewel deze ontwikkelingen gedeeltelijk konden worden beïnvloed door conjuncturele factoren kan de rol die structurele factoren hebben gespeeld niet worden ontkend.

- <sup>1</sup> Er zij vermeld dat, hoewel het gebruik van het totale aantal gewerkte uren uit economisch oogpunt de voorkeur verdient, ramingen van het aantal gewerkte uren onderhevig zijn aan meetfouten. De gegevens bevatten nuttige informatie voor vergelijkingen van trends in de tijd, maar zijn niet geschikt voor vergelijkingen tussen verschillende landen van het aantal gewerkte uren in een bepaald jaar.
- <sup>2</sup> Wegens de trendmatige daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren is de groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied in het algemeen lager wanneer deze wordt gemeten per werknemer.
- <sup>3</sup> Zie ook het artikel "Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns" in het ECB Maandbericht van juli 2004 en het Kader getiteld "Developments in euro area labour quality and their implications for labour productivity growth" in het ECB Maandbericht van oktober 2005.
- <sup>4</sup> Bij deze analyse worden gegevens van het Groningen Growth and Development Centre (GGDC) Total Economy Database gebruikt. De brongegevens zijn beschikbaar op [www.ggdc.net](http://www.ggdc.net). De gegevens van het GGDC zijn gebaseerd op OESO-bronnen maar bevatten tevens aanvullende berekeningen (die hoofdzakelijk rekening houden met verschillen in kwaliteitsaanpassing).

### Grafiek A Groei van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur

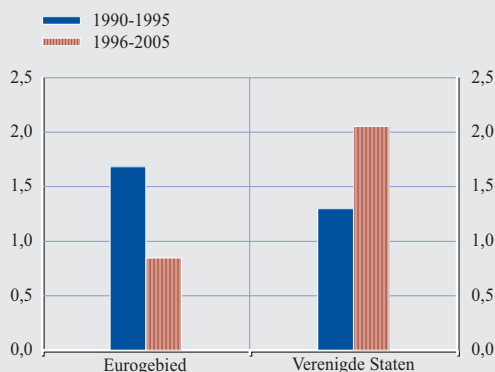
(gemiddelde mutaties in procenten op jaarbasis)



Bronnen: Groningen Growth and Development Centre en berekeningen van de ECB.

### Grafiek B Groei van de arbeidsproductiviteit per werknemer

(gemiddelde mutaties in procenten op jaarbasis)



Bronnen: Groningen Growth and Development Centre en berekeningen van de ECB.

De groeivertraging van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied is gedeeltelijk toe te schrijven aan een grotere benutting van arbeid. Een van de redenen voor deze ontwikkeling bestaat mogelijk in de specifieke arbeidsmarkthervormingen in sommige landen van het eurogebied, zoals de vermindering van de belastingdiscrepancies en de impliciete belasting op vervroegde pensionering<sup>5</sup>, alsook de versoepeling van de wetgeving inzake ontslagbescherming (vooral in de jaren negentig) en de bevordering van de deeltijdarbeid. Al deze maatregelen, die tot doel hadden de werkgelegenheidskansen, inzonderheid voor de laaggeschoolden, de vrouwen, en de jonge en oudere werknemers te vergroten, hadden een duidelijke gunstig effect op de werkgelegenheidsgraad (zie Tabel A).

De belastingen en uitkeringen, alsook het niveau van de wetgeving inzake ontslagbescherming zijn evenwel nog steeds aanzienlijk lager in de Verenigde Staten, waardoor de totale werkgelegenheidsgraad in het eurogebied ver onder die in de Verenigde Staten ligt (zie Tabel A). De noodzaak tot een verhoging van de werkgelegenheidsgraad in het eurogebied zal in zekere mate druk blijven uitoefenen op de groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied. Deze schijnbare afweging tussen werkgelegenheid en productiviteit zal echter wellicht maar tijdelijk zijn. Ze legt er niettemin de nadruk op dat het van cruciaal belang is in het eurogebied een passend institutioneel kader te scheppen, teneinde de innovatie en de verspreiding ervan te bevorderen en zodoende de groei van de arbeidsproductiviteit te stimuleren.

Een andere belangrijke verklaring voor de uiteenlopende ontwikkelingen van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied en in de Verenigde Staten is de sterkere stijging van de kapitaalintensiteit (investeringsdiensten per gewerkt uur) in laatstgenoemd land, die het gevolg is van hogere investeringen in de informatie- en communicatietechnologie (ICT), inzonderheid in de dienstensector (zie Tabel A). Sectorale ontwikkelingen duiden erop dat de productiviteit in het eurogebied achterblijft tegenover de Verenigde Staten, voornamelijk op het vlak van ICT-gebruikende diensten, met inbegrip van de detailhandel, de groothandel en de diensten voor financiële intermediaat (zie Tabel B). De rol van de ICT-producerende sector in het eurogebied bleef

<sup>5</sup> De impliciete belasting wordt gedefinieerd als het "verloren" pensioenbedrag wegens latere pensionering (uitgedrukt in actuele waarde) ten opzichte van het arbeidsinkomen.

daarenboven beperkt vanwege zijn relatief geringe aandeel in het reële bbp. De productiviteitstoename in het eurogebied lag enkel in de niet-ICT-sectoren hoger dan in de Verenigde Staten, maar deze voorsprong is tijdens de afgelopen tien jaar fors geslonken. De structurele kenmerken van de Amerikaanse economie – een flexibeler arbeidsmarkt, een grotere concurrentie in de productenmarkten en lagere toetredingsdrempels voor nieuwe bedrijven alsook een efficiëntere kapitaalmarkt – waren kennelijk bevorderlijker om de kansen die de nieuwe technologieën bieden te benutten.<sup>6</sup>

Tijdens de voorbije vijftien jaar werden in het eurogebied belangrijke en bestendige voorde- ringen gemaakt op het vlak van de versoepel- ing van de productenmarktregulering en het creëren van een ondernemersvriendelijker eco- nomisch klimaat. Daarenboven zal de door het Europees Parlement in december 2006 goedgekeurde Dienstenrichtlijn ongetwijfeld bijdragen tot een verbetering van de situatie op dat gebied. Niettemin blijven de uitbreiding en verdie- ping van de interne markt prioritair, aangezien de bestaande regelgeving in het eurogebied nog steeds te complex is, inzonderheid in vergelijking met de Verenigde Staten, en derhalve een belemmering vormt voor innovatie en arbeidsproductiviteitsgroei. Dit kan deels verklaren waarom het niveau van de investeringen in O&O en in durfkapitaal – twee belangrijke drijvende krachten van innovatie – nog steeds ver onder dat van de Verenigde Staten ligt.

Om een efficiënter regelgevend kader maximaal te benutten, moeten deze maatregelen echter gepaard gaan met inspanningen om het oplei- dings- en kennisniveau van de beroepsbevolking te verhogen. De technologische vooruitgang heeft tot gevolg dat een verschuiving optreedt van arbeidsplaatsen voor laaggeschoolde naar hooggeschoolde werkkrachten, via een proces van “creatieve destructie”. Maatregelen die de vaardigheden en het levenslang leren bevorde- ren dragen bij tot innovatie en vergemakkelijken het gebruik van geavanceerde technologieën. De investeringen in menselijk kapitaal in Europa waren tot dusver ontoereikend voor een “ken- nisintensieve” economie. In 2004, bijvoorbeeld,

**Tabel A Geselecteerde structurele indicatoren**

	Eurogebied <sup>1)</sup>		Verenigde Staten	
	1995	2005	1995	2005
<b>Arbeidsmarkt (procenten)</b>				
Totale werkgelegenheidsgraad	58	64	73	72
Werkgelegenheidsgraad bij vrouwen	47	55	66	66
Werkgelegenheidsgraad bij ouderen	33	40	55	61
Aandeel van de deeltijdarbeid	12,7	17,0	14,2	12,8
<b>Innovatie</b>				
ICT-investeringen (procenten bbp) <sup>2)</sup>	1,9	2,2	3,4	3,7
O&O-investeringen (procenten bbp) <sup>3)</sup>	1,8	1,9	2,5	2,7

Bronnen: Eurostat en OESO.

1) De cijfers voor het eurogebied zijn gewogen gemiddelden.

2) De gegevens hebben betrekking op 2003.

3) De gegevens hebben betrekking op 2004.

**Tabel B Groei van de sectorale arbeidsproductiviteit per gewerkt uur<sup>1)</sup>**

(gemiddelde jaarlijkse bijdragen in procentpunten)

	Eurogebied		Verenigde Staten	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
<b>Totaal industrieën</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>
<b>ICT-producerende industrie</b>				
Verwerkende industrie	0,3	0,4	0,7	0,9
Diensten	0,2	0,2	0,5	0,6
	0,1	0,2	0,2	0,3
<b>ICT-gebruikende industrie</b>				
Verwerkende industrie	0,5	0,4	0,3	1,3
Diensten	0,2	0,1	0,0	0,1
	0,3	0,3	0,3	1,1
<b>Niet-ICT-industrie</b>				
Verwerkende industrie	1,5	0,7	0,1	0,3
Diensten	0,5	0,3	0,2	0,2
Overige	0,6	0,2	-0,2	0,1
	0,5	0,3	0,0	0,0

Bronnen: Groningen Growth and Development Centre en berekeningen van de ECB.

1) Als gevolg van afronding kunnen de totalen enigszins verschillen.

6 Werkgroep van het Comité voor monetair beleid van de ESCB, “Competition, productivity and prices in the euro area services sector”, Occasional Paper van de ECB nr. 44, april 2006; en R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker en J. Turunen, “Labour productivity developments in the euro area”, Occasional Paper van de ECB nr. 53, oktober 2006.

had slechts 23% van de 25 tot 64-jarigen in het eurogebied hoger onderwijs gevolgd, tegen 39% in de Verenigde Staten.

Het regelgevende kader speelt dus een belangrijke rol voor de verklaring van de ontwikkelingen in de arbeidsproductiviteit. Ondanks aanzienlijke vooruitgang op sommige gebieden, waren de structurele hervormingen in het eurogebied al met al ontoereikend en kwamen zij te traag tot stand om de opkomst van een kenniseconomie te stimuleren teneinde de arbeidsproductiviteits- en werkgelegenheids groei te bevorderen. Zowel de uitdagingen als de oplossingen zijn duidelijk aangegeven, met name in het kader van de vernieuwde Lissabonstrategie. De uitdaging bestaat er nu in het algemene tempo van de hervormingen op te voeren.

## 2.5 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

### VERBETERDE BEGROTINGSRESULTATEN IN 2006

De begrotingsontwikkelingen in het eurogebied waren in 2006 relatief gunstig, tegen de achtergrond van een sterke productiegroei en meevalers bij de ontvangsten. Volgens de geactuali-

seerde stabiliteitsprogramma's van de lidstaten van het eurogebied, beliep het gemiddelde overheidstekort ongeveer 2,0% bbp, tegen 2,4% in 2005 (zie Tabel 5). Van de vijf landen die in 2006 onderworpen werden aan een buitensporige tekortenprocedure, hebben Duitsland, Grie-

**Tabel 5 Begrotingsposities in het eurogebied**

(procenten bbp)

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

	2004	2005	2006
<b>Eurogebied</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>
België	0,0	-2,3	0,0
Duitsland	-3,7	-3,2	-2,1
Ierland	1,5	1,1	2,3
Griekenland	-7,8	-5,2	-2,6
Spanje	-0,2	1,1	1,4
Frankrijk	-3,7	-2,9	-2,7
Italië	-3,4	-4,1	-5,7
Luxemburg	-1,1	-1,0	-1,5
Nederland	-1,8	-0,3	0,1
Oostenrijk	-1,2	-1,5	.
Portugal	-3,2	-6,0	-4,6
Finland	2,3	2,7	2,9

#### Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

	2004	2005	2006
<b>Eurogebied</b>	<b>69,8</b>	<b>70,8</b>	<b>69,6</b>
België	94,3	93,2	87,7
Duitsland	65,7	67,9	68,0
Ierland	29,7	27,4	25,1
Griekenland	108,5	107,5	104,1
Spanje	46,2	43,1	39,7
Frankrijk	64,4	66,6	64,6
Italië	103,9	106,6	107,6
Luxemburg	6,6	6,0	7,5
Nederland	52,6	52,7	50,2
Oostenrijk	63,8	63,4	.
Portugal	58,6	64,0	67,4
Finland	44,3	41,3	39,1

Bronnen: Europese Commissie (voor 2004-2005), 2006 bijgewerkte stabiliteitsprogramma's (2006) en berekeningen van de ECB. Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de definitie van de procedure bij buitensporige tekorten. Begrotingssaldi exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

kenland en Frankrijk hun begrotingstekort volgens de ramingen teruggeschroefd tot of gehandhaafd onder de referentiewaarde van 3% bbp, zij het met behulp van aanzienlijke tijdelijke tekortreducerende maatregelen in de laatste twee landen. In twee landen, Italië en Portugal, lag het tekort nog steeds ruim boven 3% bbp. In Italië bedroeg het deficit volgens recentere ramingen 4,4% bbp (aanzienlijk lager dan het cijfer van het geactualiseerde stabiliteitsprogramma); ongerekend tekortverhogende maatregelen met een tijdelijk effect zou het 2,4% hebben belopen. Ook Luxemburg en Oostenrijk bleven kampen met een significant begrotingstekort, zij het onder de referentiewaarde van 3% bbp, terwijl België, Ierland, Spanje, Nederland en Finland naar verwachting een begrotings-evenwicht of -overschot zullen laten optekenen.

Als de begrotingsdoelstellingen voor 2006 die zijn opgenomen in de laatste actualisaties van de stabiliteitsprogramma's worden vergeleken met de eind 2005 en in de eerste helft van 2006 gepubliceerde doelstellingen, is het gemiddelde tekort van het eurogebied met circa 0,2 procentpunt bbp teruggelopen. Dat kan worden verklaard door duidelijk beter dan verwachte resultaten voor Duitsland (waar het tekort volgens de ramingen een jaar vroeger dan gepland is teruggebracht tot minder dan 3% bbp) en voor een aantal landen van het eurogebied die al een gezonde begrotingspositie konden voorleggen.

Tegen die achtergrond is de overheidsschuldquote van het eurogebied in 2006 voor het eerst sedert 2002 teruggelopen, tot iets minder dan 70% bbp. Dat weerspiegelt dan weer de dalende schuldquoten in de meeste landen, met als belangrijke uit-

zonderingen Italië – dat het land met de hoogste schuldquote is geworden – en Portugal.

Dit begrotingsverloop viel in hoofdzaak te verklaren door een sterke productiegroei en meevalers bij de ontvangsten en slechts in geringe mate door een effectieve begrotingsconsolidatie. De verbetering van het structurele begrotingssaldo (het conjunctuurgezuiverde begrotingssaldo met uitzondering van eenmalige en andere tijdelijke maatregelen), die voor 2006 op ongeveer 0,4% wordt geraamd, moet wellicht ten dele worden toegeschreven aan de hierboven vermelde meevallers in de ontvangsten en zou bijgevolg het onderliggende effectieve consolidatietempo kunnen overschatten. De toename van de overheidsontvangsten berust op een aantal factoren, zoals hogere bedrijfswinsten, de goede resultaten van de aandelenmarkten en, in sommige landen, de stijgende huizenprijzen en een efficiëntere belastingadministratie. Deze factoren hebben de belastingontvangsten op inkomens en vermogens doen toenemen, maar de exacte bijdrage van elk van deze factoren is moeilijk te becijferen. De geaggregeerde ontwikkelingen voor het eurogebied verhullen substantiële verschillen tussen de landen van het eurogebied, met name tussen de landen met buitensporige tekorten of significante begrotingsonevenwichtigheden. Griekenland en Portugal lieten een aanzienlijke verbetering van de structurele saldi optekenen, terwijl ook Duitsland naar verwachting vooruitgang heeft geboekt, alsook, in mindere mate, Frankrijk. Het structurele saldo van Luxemburg, daarentegen, is aanmerkelijk verslechterd. De begrotingsontwikkelingen kwamen eveneens tot uiting in het emissievolume van de schuldbewijzen van de overheid (zie Kader 6).

#### Kader 6

##### ONTWIKKELINGEN INZAKE DE UITGIFTE VAN OVERHEIDSSCHULDBEWIJZEN EN MARGES OP OBLIGATIEREDEMINTEN IN HET EUROGEBIED

De uitgifte van overheidsschuldbewijzen liep in 2006 terug, net als de tekort- en schuldquoten van de meeste landen in het eurogebied, tegen de achtergrond van een aantrekkende economische activiteit. Volgens de actualisaties van de stabiliteitsprogramma's van 2006 is de overheidsschuldquote in het eurogebied in datzelfde jaar immers voor het eerst sedert 2002 gedaald, tot

iets minder dan 70% bbp. In 2006 nam de netto kredietopneming door de overheid in het eurogebied met 2,1% toe, tegen 4,1% in 2005 (zie Tabel A)<sup>1</sup>.

**Tabel A Door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen**

(mutaties in procenten per jaar; einde periode)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totaal overheid	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
Langlopend	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
Vaste rente		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	3,1
Variabele rente		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	2,8
Kortlopend	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Bron: ECB.

Uit een analyse van de structuur van de uitstaande overheidsschuldbewijzen blijkt dat de overheidsschuld voornamelijk uitgegeven wordt door de centrale overheid, die in 2006 93,5% van de emissie van de uitstaande schuldbewijzen voor haar rekening nam, terwijl de overige overheid verantwoordelijk was voor de resterende 6,5%. Deze sector is evenwel actiever geworden. Tussen 1999 en 2006 is het aandeel van de door de centrale overheid uitgegeven schuldbewijzen gestaag teruggelopen, terwijl het aandeel van de schuldbewijzen uitgegeven door de overige overheid ongeveer verdubbeld is.

Een belangrijke factor die het in 2006 voor de overheid aantrekkelijker maakte langlopende schuldbewijzen uit te geven dan kortlopende schuld was de verkrapping van het ecart tussen de lange en de korte rente. Hoewel het groeitempo op jaarbasis van langlopende schuldbewijzen terugliep van 4,9% in 2005 tot 3,1% in 2006, is de twaalfmaands groei van de kortlopende schuldbewijzen sterker gedaald en in 2006 zelfs negatief geworden. Dit weerspiegelt de netto aflossingen van kortlopende schuldbewijzen.

De landen van het eurogebied bleven derhalve in hun schuldbeheer gericht op de lange termijn. In feite vertegenwoordigde de langlopende schuld in 2006 ongeveer 92,9% van de uitstaande

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

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

(in procenten van de totale uitgifte van schuldbewijzen door de overheid; einde periode)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Centrale overheid	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
Langlopende effecten	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
Kortlopende effecten	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Overige overheid	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
Langlopende effecten	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
Kortlopende effecten	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totaal overheid								
Langlopend	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
Vaste rente	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
Variabele rente	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
Kortlopend	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Totaal overheid in miljarden euro's	3.451,5	3.549,4	3.771,3	3.946,2	4.149,0	4.388,0	4.602,0	4.705,3

Bron: ECB.

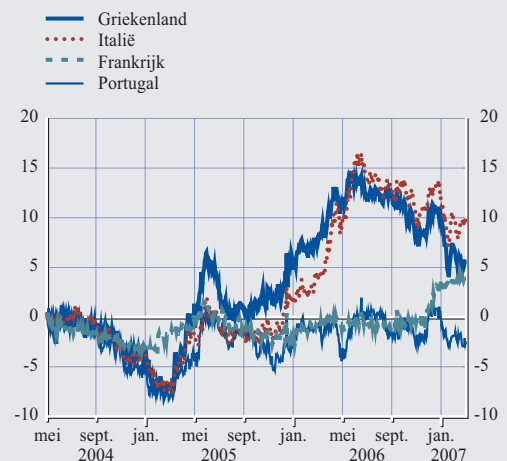
schuldbewijzen, iets meer dus dan in 2005, terwijl het aandeel van de kortlopende schuldbewijzen maar 7,1% bedroeg (zie Tabel B). Uit Tabel B blijkt dat het grootste deel van de langlopende overheidsschuldbewijzen werd uitgegeven tegen een vaste rente. Ondanks de kleine toename in 2006 is het aandeel van de schuldbewijzen met een variabele rente met-tertijd gedaald, van 10,6% in 1999 tot 8,0% in 2006. Al met al weerspiegelen de recente trends in de structuur van de overheidsfinanciering de significante voordelen die zijn ontstaan als gevolg van de verschuiving naar een meer op stabiliteit gerichte beleidsvoering tijdens het afgelopen decennium, die op haar beurt heeft bijgedragen tot het lage peil van de lange rente gedurende de afgelopen jaren. Het meest tastbare voordeel is het veel lagere percentage van de overheidsbegrotingen dat aan rentebetalingen wordt gespendeerd.

Wat de verschillen tussen de landen betreft, was het gemiddelde rendement op tienjaars Duitse overheidsobligaties tot nu toe veruit het laagste van de eurolanden, vooral vanwege de hogere liquiditeit van deze obligaties en hun overeenkomstige status als referentieobligatie. De grafiek toont de cumulatieve veranderingen in de rendementsecarts van de overheidsobligaties voor de landen die eind 2006 onderworpen waren aan een buitensporige-tekortenprocedure, ten opzichte van de Duitse obligaties.

De verschillen tussen de landen van het eurogebied inzake het rendement op overheidsobligaties weerspiegelen verschillen in liquiditeits- en kredietrisico. Voor de landen die zich niet in een buitensporige-tekortenprocedure bevonden, bleven de rendementsecarts laag en werden in de loop van 2006 geen significante ontwikkelingen opgetekend. De ecarts voor Italië en Griekenland, daarentegen, namen toe tijdens de eerste helft van 2006. De Italiaanse ecarts gingen daarenboven fors omhoog na de verkiezingen in het voorjaar als gevolg van de onzeker-

### Cumulatieve mutaties in een aantal rendementsecarts op overheidsobligaties ten opzichte van Duitsland

(basispunten; daggegevens)



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Het betreft hier cumulatieve mutaties in de ecarts ongerekend de dagen waarop zich mutaties in het rendement op de onderliggende referentie-obligatie hebben voorgedaan, aangezien deze gewoonlijk aanleiding geven tot plotselinge veranderingen in de gemeten ecarts. Gegevens beschikbaar vanaf mei 2004.

**Tabel C Ratings van de overheidsschuld voor de eurolanden**

(eind 2006)

Beoordeling van de schuld en de emittent	Ratings					
	S&P	Landen	Moody's	Landen	Fitch	Landen
Hoogste kwaliteit	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Hoge kwaliteit	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
Sterke terugbetalingscapaciteit	A+	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Bronnen: Standard and Poor's (S&P), Moody's en Fitch.



heid omtrent het resultaat. In de tweede helft van 2006 liepen de Italiaanse en Griekse ecarts terug, zij het niet tot op het niveau van het begin van het jaar.

De ratings voor overheidsschuld in het eurogebied bleven in 2006 ongewijzigd, met uitzondering van de rating voor Italië. In oktober verlaagde Standard & Poor's immers zijn rating voor de Italiaanse overheidsschuld van AA- tot A+, terwijl Fitch zijn eigen rating verminderde van AA tot AA- (zie Tabel C).<sup>2</sup> De aankondiging van de verlaging van de rating voor Italië had weinig invloed op het rendementsecart ten opzichte van Duitsland. De ecarts voor zowel Portugal als Frankrijk ten opzichte van Duitsland bleven tijdens de hele periode min of meer stabiel.

<sup>2</sup> De beschikbare gegevens wijzen op de relevantie van begrotingsvariabelen als determinanten van ratings voor overheidsschuld. Zie ook A. Afonso, P. Gomes, en P. Rother "What 'hides' behind sovereign debt ratings?", Working Paper van de ECB nr. 711, januari 2007.

## **VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSFINANCIËN IN 2007**

De geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van eind 2006 voorzien in een verdere daling van het gemiddelde tekort van het eurogebied voor 2007, tot 1,4% bbp, wat gelijkstaat met een structurele verbetering met zowat 0,4 procentpunt. Voor het eurogebied als geheel berust de geplande begrotingsconsolidatie zowel op maatregelen aan de inkomstenzijde als op uitgavenbeperking. Zowel de projecties voor de ontvangsten als die voor de uitgaven zijn echter hoger dan in de vorige ronde van de stabiliteitsprogramma's. Dit geeft aan dat erop gerekend wordt dat de meevallers bij de ontvangsten minstens gedeeltelijk van blijvende aard zullen zijn en dat ze worden gereserveerd voor extra uitgaven. De gemiddelde overheidsschuldquote van het eurogebied zal naar verwachting verder dalen tot 68% bbp, vooral onder impuls van het primaire overschot.

De begrotingsconsolidatie in het eurogebied in 2007 zal volgens de verwachtingen in hoge mate terug te voeren zijn op de aanpassingsinspanningen van Duitsland en Italië. In Duitsland dragen de volgehouden uitgavenbeperkingen en de stijgingen van de indirecte belastingen bij tot de begrotingsaanpassing. Italië's tekort zou teruglopen tot net geen 3% bbp, in overeenstemming met de deadline die werd opgelegd door de desbetreffende aanbeveling van de Raad. Die ontwikkeling moet grotendeels worden toegeschreven aan het hoofdzakelijk op belastingen gebaseerde consolidatiepakket in de begroting

van 2007 en aan het verdwijnen van tijdelijke tekortverhogende factoren. Portugal, het andere land met een tekort van meer dan 3% in 2006, dat zijn buitensporig tekort evenwel pas tegen 2008 moet hebben bijgesteld, is voornemens de consolidatie-inspanningen voort te zetten, hoewel het land in 2007 mikt op een tekort dat significant hoger ligt dan de referentiewaarde van 3% bbp. De meeste landen die kampen met begrotingsonevenwichtigheden hebben bescheiden consolidatie-inspanningen gepland in de richting van de begrotingsdoelstellingen op de middellange termijn.

## **BEGROTINGSSTRATEGIEËN MOETEN GERICHT ZIJN OP VERSTERKING CONSOLIDATIE-INSpanNINGEN**

Hoewel de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van 2006 over het algemeen aantonen dat de regeringen voornemens zijn hun begrotingsposities te saneren, zijn er ook indicaties dat de begrotingsdoelstellingen inzake consolidatie niet altijd toereikend zijn of dat er nog geen concrete en geloofwaardige maatregelen in detail zijn uitgewerkt. Dat houdt risico's in voor de toekomst. Met het vooruitzicht op een gunstige impuls van de economische groei en forse inkomsten voor de begroting van de meeste landen, moeten de begrotingsstrategieën gevrijwaard blijven van zelfgenoegzaamheid en gericht zijn op het versterken van de consolidatie-inspanningen. Het naar verwachting aanhouden van de "goede tijden" in de nabije toekomst moet ten volle worden benut om de begrotingsposities binnen de kortst mogelijke termijn te saneren en de schuldquote snel terug te dringen,

ook met het oog op de demografische uitdagingen voor de houdbaarheid van de begrotingen. Van belang is dat de in het herziene stabiliteits- en groeipact aangegane verplichtingen in alle landen volledig worden nagekomen, zodat de credibiliteit van het EU-begrotingskader wordt versterkt.

De ervaring van het verleden toont aan dat zelfgenoegzaamheid het grootste gevaar is voor het begrotingsbeleid tijdens een opleving. Zoals het geval was tijdens de beginjaren van de EMU, kunnen meevallers bij de ontvangsten tijdens hausses de regeringen in de verleiding brengen om ongedekte belastingverlagingen goed te keuren en/of de uitgavenbeperkingen te versoepelen. Om een herhaling van de vergissingen uit het verleden te vermijden en het ontstaan van macro-economische onevenwichtigheden te voorkomen, is het van cruciaal belang dat alle landen afzien van procyclische budgettaire versoepelingen en mikken op het bereiken van gezonde begrotingsposities tijdens de huidige hausse. Anders zou er weinig ruimte zijn om de automatische stabilisatoren te laten werken in de volgende recessie, waardoor het begrotingsbeleid opnieuw zou moeten worden verkraapt op procyclische wijze. Ontoereikende voortgang op het vlak van consolidatie zou ook de tenuitvoerlegging van het stabiliteits- en groeipact opnieuw onder druk kunnen zetten bij de volgende neergang.

Lidstaten die geconfronteerd worden met begrotingsonevenwichtigheden, maar niet kampen met een buitensporig tekort, dienen hun budgettaire consolidatie-inspanningen te versterken met geloofwaardige maatregelen en hun doelstellingen op de middellange termijn sneller te verwezenlijken dan voorzien in de bijwerkingen van de stabiliteitsprogramma's. Het herziene stabiliteits- en groeipact vereist immers dat in het huidige economische klimaat een aanpassing zou worden nagestreefd die groter is dan de referentiewaarde van 0,5%.

Landen met een tekort dat hoger is dan de referentiewaarde van 3% bbp moeten al het nodige doen om de situatie zo snel mogelijk recht te

zetten, gesteund door een rigoureuze tenuitvoerlegging van de aanbevelingen van de Raad. De verbeterde begrotingsvooruitzichten openen voor verschillende landen perspectieven wat betreft het intrekken van de beslissingen inzake buitensporige tekorten in de nabije toekomst. In dat opzicht is het essentieel dat de buitensporige tekorten op een duurzame manier worden weggewerkt via permanente en geloofwaardige consolidatiemaatregelen. Daarna dienen de landen snel verdere stappen te zetten in de richting van de doelstellingen op middellange termijn, zodat er bewegingsruimte is om te voorkomen dat de drempelwaarde voor het tekort opnieuw wordt overschreden. In landen waar de vooruitzichten wijzen op het gevaar dat de verplichtingen niet worden nageleefd, moeten de inspanningen worden opgevoerd om de doelstellingen te bereiken en om te voorkomen dat verdere stappen worden ondernomen in de buitensporige-tekortenprocedure van de landen.

Landen die al een gezonde begrotingspositie kunnen voorleggen, dienen deze laatste te handhaven of ernaar te streven ze verder te consolideren. In enkele gevallen waar er al begrotingsoverschotten worden opgetekend tegen de achtergrond van een krachtige economische vraag, zou een restrictievere koers van het begrotingsbeleid kunnen bijdragen tot het verminderen van de risico's van oververhitting.

Statistische gegevens van hoge kwaliteit en gedegen statistische rapportage blijven essentieel om een correcte inschatting te kunnen maken van de begrotings situatie en de noodzaak van aanpassingsmaatregelen.

Tot slot zij eraan herinnerd dat de begrotingsconsolidatie deel zou moeten uitmaken van veelomvattende, op bestedingen gebaseerde, structurele hervormingsprogramma's in overeenstemming met de Lissabonstrategie. Dat zal niet alleen helpen om negatieve vraageffecten van de consolidatie te beperken via een toenemend vertrouwen, maar ook bijdragen tot de houdbaarheid van de begroting, de groei van de productie en de werkgelegenheid in het eurogebied.

## 2.6 ONTWIKKELINGEN INZAKE WISSELKOERSEN EN BETALINGSBALANSEN

### DE EURO APPRECIEEERDE IN 2006 IN EFFECTIEVE TERMEN

De opwaartse trend van de nominale effectieve wisselkoers van de euro nam een aanvang in het vierde kwartaal van 2005 en intensiverde in de loop van 2006. De appreciatie van de euro had een vrij brede basis in de eerste helft van 2006, en hing voornamelijk samen met de stijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, de Japanse yen, de Chinese renminbi en verscheidene andere Aziatische munten die formeel of de facto aan de Amerikaanse munt gekoppeld zijn. In de tweede helft van het jaar vertoonde de euro aanvankelijk een periode van algemene stabilisatie, waarna hij eind oktober weer omhoogging. Tegen het einde van het jaar bevond de euro zich – in nominale effectieve termen – nagenoeg 5% boven zijn niveau aan het begin van januari, en 2,5% boven zijn gemiddelde niveau in 2005.

De hoge koers van de euro gedurende het grootste deel van 2006 lijkt onder meer voort te vloeien uit de marktperceptie dat de algemene economische ontwikkelingen in het eurogebied gunstiger werden. Terwijl verdere aanwijzingen voor een oplopend tekort op de Amerikaanse lopende rekening de euro aan het begin van het jaar vermoedelijk ondersteunden tegenover de Amerikaanse dollar, gingen de markten hun aandacht geleidelijk toespitsen op de verschillen in de conjunctuurcyclus en in het toekomstige verloop van de monetaire-beleidskoers in de twee economische gebieden. Deze verschuiving was voornamelijk toe te schrijven aan de verbeterde economische vooruitzichten in het eurogebied, dit in tegenstelling tot de bezorgdheid van de marktdeelnemers omtrent de mogelijkheid van een significante vertraging van de Amerikaanse economische activiteit. Tegen het einde van het jaar leidden nieuwe aanwijzingen voor een vertraging van de Amerikaanse conjunctuurcyclus, tegen de achtergrond van een meer gematigde stijging van de Amerikaanse consumptieprijzen en een verzwakking van de woningmarkt, tot een verdere vernauwing van de rente-ecarts ten

opzichte van de in euro luidende activa en tot een verdere appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar.

De Japanse yen deprecieerde geleidelijk ten opzichte van de euro in de loop van 2006, ondanks de gestage economische groei in Japan over dezelfde periode. Eén van de factoren die aan de basis lijkt te liggen van de zwakte van de Japanse munt, heeft wellicht te maken met het grote rente-ecart van de Japanse activa ten opzichte van de activa van de andere belangrijkste economieën, dat naar verluidt aanzienlijke volumes aan “carry trade”-transacties bevorderde, tegen de achtergrond van een lage impliciete wisselkoersvolatiliteit<sup>14</sup>.

Op 29 december 2006 stond de euro op USD 1,32 en JPY 156,93, respectievelijk 11,4% en 12,4% hoger dan aan het begin van het jaar. De euro apprecieerde ook aanzienlijk tegenover de Canadese dollar (11,2%), de Hongkong dollar (11,7%) en de Chinese renminbi (circa 8%), en in mindere mate, met gemiddeld 3%, tegenover de Australische dollar, de Zwitserse frank, de Noorse kroon en de meeste andere Aziatische munten. Die winsten werden ten dele gecompenseerd door de depreciatie van de euro ten opzichte van het Britse pond (2,2%) en een aantal munten van de EU-lidstaten, met name de Slowaakse kroon (bijna 9%) en de Tsjechische kroon (5,3%).

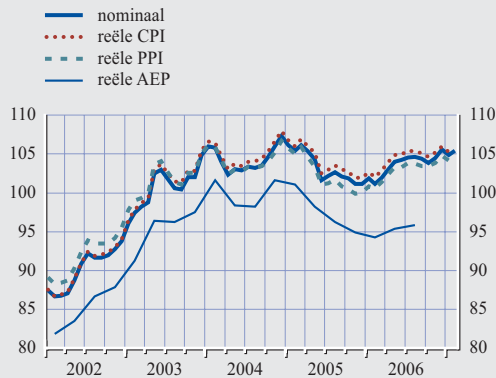
In de eerste twee maanden van 2007 bleef de wisselkoers van de euro grotendeels ongewijzigd in nominaal-effectieve termen.

Ook de reële effectieve wisselkoersen van de euro – gebaseerd op diverse kosten- en prijsindices – apprecieerde in 2006 in nagenoeg dezelfde orde van grootte als de nominale effectieve wisselkoers (zie Grafiek 32). In het laat-

<sup>14</sup> De term “carry trade” refereert aan een verhandelingsstrategie die erop gericht is gebruik te maken van het rente-ecart tussen twee muntgebieden door te ontlene in de munt met de laagste rente en te investeren in de munt met de hoogste rente, waardoor een “overdracht” wordt verworven. Dergelijke strategieën zijn winstgevend zolang de munt met het hogere rendement niet in die mate tegenover de munt met het lagere rendement deprecieert, dat het rentevoordeel wordt gecompenseerd.

### Grafiek 32 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro <sup>1)</sup>

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

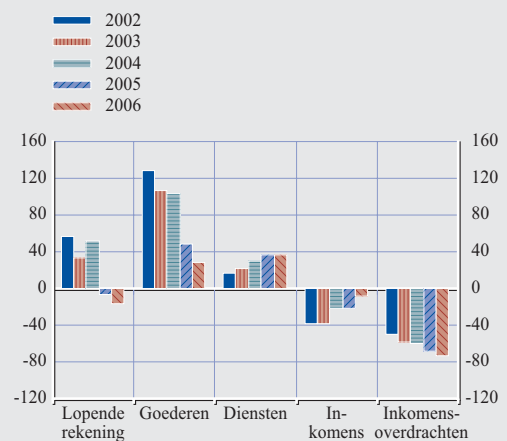


Bron: ECB.

1) Een stijging van de EWK-index duidt op een appreciatie van de euro. De laatste waarnemingen voor maandgegevens hebben betrekking op februari 2007 voor de nominale effectieve wisselkoersen en op januari 2007 voor de reële effectieve wisselkoersen. Wat betreft de op AEP gebaseerde reële EWK-index, heeft de meest recente informatie betrekking op het derde kwartaal van 2006; ze is deels gebaseerd op ramingen van de ECB.

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

(miljarden euro's; jaargegevens; voor seizoen gezuiverde gegevens)



Bron: ECB.

ste kwartaal van 2006 lag de reële effectieve wisselkoers van de euro op basis van de consumptieprijzen ongeveer 3% boven het niveau van een jaar voordien.

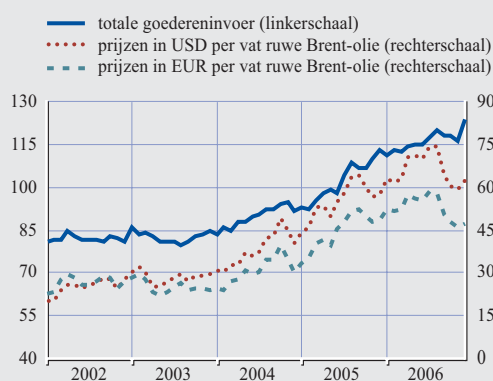
### EEN IETS HOGER TEKORT OP DE LOPENDE REKENING IN 2006

In 2006 liet de lopende rekening van het eurogebied een tekort van €16,2 miljard (of 0,2%

bbp) optekenen, in vergelijking met een tekort van €6,8 miljard in 2005 (of 0,1% bbp). Het iets hogere tekort was voornamelijk het gevolg van het lagere overschot op de goederenrekening (€20,3 miljard), omdat de goederenimport sneller in waarde groeide dan de goederenexport (respectievelijk 16,1% en 13,8% in 2006). De afname van het overschot op de goederenrekening werd, evenals een licht hoger tekort op de inkomensoverdrachtenrekening, slechts gedeeltelijk gecompenseerd door een kleiner tekort op de inkomensrekening, terwijl het overschot op de dienstenrekening grotendeels ongewijzigd bleef (zie Grafiek 33).

### Grafiek 34 De goederenimport van het eurogebied en de prijzen van ruwe Brent-olie

(maandgegevens)



Bronnen: Eurostat en Bloomberg.

De externe goederenhandel van het eurogebied blijkt in 2006 krachtig te zijn gegroeid. Aan de invoerzijde stegen de invoervolumes in de loop van 2006 sneller als gevolg van de opleving van de economische activiteit van het eurogebied en de appreciatie van de euro. De hogere olieprijs en de invoerprijzen voor grondstoffen met uitzondering van olie waren echter de belangrijkste factoren achter de stijging van de invoerwaarden en bijgevolg achter de afname van het overschot op de goederenrekening (zie Grafiek 34).

Hoewel het effect van de stijgende aardolieprijzen op de handelsbalans van het eurogebied ten dele werd gecompenseerd door de appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, bleef het tekort op de olierekening stijgen; het bedroeg €181 miljard (meer dan 2% bbp) in de twaalfmaands gecumuleerde periode tot oktober 2006, dit is €39 miljard meer dan een jaar voordien. Positiever is dat het eurogebied lijkt te hebben geprofiteerd van de terugwinning van de olie-inkomsten – via een toegenomen vraag vanwege de olie-exporterende landen – die de overdracht van rijkdom als gevolg van de hogere invoerprijzen gedeeltelijk compenseert.

Aan de uitvoerzijde droegen de stijgingen van zowel de uitvoerprijzen als de uitvoervolumes in 2006 bij tot de groei van de uitvoerwaarden. De uitvoervolumes van het eurogebied stegen fors tijdens het jaar, vooral onder impuls van de krachtige buitenlandse vraag. De uitvoer naar

Azië (in het bijzonder China) en naar de nieuwe EU-lidstaten was bijzonder dynamisch, een gevolg van de robuuste economische activiteit in deze regio's. De uitvoerprijzen stegen minder sterk dan het voorgaande jaar, vooral vanwege de geringere prijsstijgingen voor investeringsgoederen. Tegelijkertijd was de appreciatie van de euro in 2006 verantwoordelijk voor een daling van het concurrentievermogen in termen van prijzen en kosten, en heeft ze mogelijk bijgedragen tot een verder verlies aan marktaandeel van de uitvoer uit het eurogebied.

De neerwaartse trend van de marktaandelen van de uitvoer uit het eurogebied had ook te maken met structurele factoren die eigen zijn aan de wereldeconomie, zoals het toenemende belang van nieuwe internationale marktspelers op de wereldwijde exportmarkten. Kader 7 beschrijft uitvoeriger hoe het eurogebied zich aanpast aan de steeds meer geglobaliseerde en concurrerende economische omgeving.

## Kader 7

### GLOBALISERING EN HET CONCURRENTIEVERMOGEN VAN HET EUROGEBIED<sup>1</sup>

Hoewel globalisering geen nieuw fenomeen is, bestaat er een groeiende consensus dat haar invloed de wereldwijde productie- en handelspatronen fundamenteel aan het veranderen is.

Dit Kader evalueert de recente aanpassingen aan de exportstructuur van het eurogebied en van de andere grote economieën tegen de achtergrond van de globalisering.<sup>2</sup> Aan de hand van de Balassa-index van de aangetoonde comparatieve voordelen (zie Tabel), die een waarde groter dan 1 heeft als de uitvoer van een land in een bepaalde sector het wereldgemiddelde overtreft, kan worden vastgesteld dat het eurogebied over de periode 1993-2004 een relatief gediversifieerde exportstructuur had, met een specialisatie in de export van overwegend investeringsgoederen en onderzoeksintensieve goederen, evenals in arbeidsintensieve goederen. De gedeeltelijke specialisatie van het eurogebied in arbeidsintensieve productie is op het eerste gezicht opmerkelijk, aangezien de verhouding tussen kapitaal en arbeid in het eurogebied hoog is in vergelijking met heel wat ontwikkelingslanden. De resultaten in de volgende tabel zijn evenwel onderhevig aan enig voorbehoud. Ten eerste is de Balassa-index, die niet wordt gecorrigeerd voor ingevoerde halffabricaten, enigszins misleidend, aangezien de comparatieve voordelen waarschijnlijk moeten worden gerelateerd aan de processen en activiteiten die binnen

1 Dit Kader is gebaseerd op de Occasional Paper van de ECB nr. 55 "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges", door U. Baumann en F. di Mauro.

2 Het algemene beeld van het eurogebied verhult aanzienlijke verschillen in de handelsstructuur en -resultaten van de afzonderlijke landen van het eurogebied.

## Aangetoond comparatief voordeel naar factorintensiteit<sup>2)</sup>

(index<sup>3)</sup>; gemiddelde 1993-2004)

De uitvoer is overwegend:	Eurogebied <sup>3)</sup>	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Japan	China	DAE's	COEL
Grondstofintensief	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6
Arbeidsintensief	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2
Kapitaalintensief	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2
Onderzoeksintensief	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5

Bronnen: CHELEM database van het Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII) en berekeningen van de ECB.

1) Zie Bijlage A (tabel A3) van de Occasional Paper van de ECB nr. 55 voor een lijst van de sectoren die in elk van de vermelde categorieën van factorintensiteit zijn opgenomen.

2) Balassa-index van aangetoond comparatief voordeel, dat de relatieve exportspecialisatie van de afzonderlijke landen voor vier productgroepen (d.w.z. grondstofintensieve sectoren, arbeidsintensieve sectoren, kapitaalintensieve sectoren en onderzoeksintensieve sectoren) berekent in verhouding tot de wereldgemiddelden, en wel als volgt:  $RCA_{k,j} = (X_{kj} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$ . De teller geeft het aandeel van sector j in de totale uitvoer van land k weer, en de noemer komt overeen met het procentuele aandeel van sector j in de totale werelduitvoer.

3) Alleen de uitvoer uit het eurogebied wordt in aanmerking genomen.

elke nationale industrie worden uitgevoerd. Ten tweede is de indeling in de vier groepen van goederen in de Tabel gebaseerd op relatief ruime exportcategorieën.<sup>3</sup>

Daarentegen hebben de drie belangrijkste concurrerende ontwikkelde economieën – Japan, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten – geen aangetoonde comparatieve voordelen in de arbeidsintensieve export. Ze zijn daarentegen sterker gespecialiseerd in onderzoeksintensieve producten. Bovendien is Japan tevens gespecialiseerd in overwegend kapitaalintensieve goederen, een weerspiegeling van zijn hoge kapitaalvoorraad. Het is niet verwonderlijk dat China, de andere Aziatische economieën (hierna genoemd de dynamische Aziatische economieën of DAE's)<sup>4</sup> en de Centraal- en Oost-Europese landen (COEL)<sup>5</sup> gespecialiseerd zijn in arbeidsintensieve goederen, als gevolg van hun relatieve factorintensiteiten. Ondanks hun comparatieve voordeel in arbeidsintensieve activiteiten zijn de DAE's in grotere mate dan het eurogebied ook gespecialiseerd in onderzoeksintensieve producten. De COEL, waar de afwezigheid van aangetoond comparatief voordeel in onderzoeksintensieve goederen een duidelijke weerspiegeling is van het lage niveau van de O&O-investeringen<sup>6</sup>, hebben een relatief hoge specialisatiegraad in grondstofintensieve goederen.

De exportspecialisaties van het eurogebied en van de andere ontwikkelde economieën in onderzoeksintensieve sectoren geven nauwelijks veranderingen in de loop der tijd te zien in vergelijking met een aantal grote opkomende economieën, waaronder China, die snel hun intrede doen in deze sectoren (zie Grafiek A1).<sup>7</sup> Evenzo zijn er geen grote verschuivingen opgetreden in de specialisatie van de ontwikkelde economieën in arbeidsintensieve goederen, die in het geval van het eurogebied behoorlijk groot blijft (zie Grafiek A2).

3 Voor een alternatieve meting van de relatieve exportspecialisatie, zie "Relative export structures and vertical specialisation: a simple cross-country index", Banco de Portugal Working Papers, januari 2007.

4 De DAE's omvatten India, Indonesië, Hongkong SAR, Singapore, Zuid-Korea, Taiwan, Maleisië, de Filipijnen en Thailand.

5 De COEL omvatten het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (Armenië, Azerbeidzjan, Wit-Rusland, Georgië, Kazachstan, Kirgizië, Republiek Moldavië, de Russische Federatie, Tadzjikistan, Turkmenistan, Oekraïne, Oezbekistan), Estland, Litouwen, Letland, het voormalige Joegoslavië (nadien Bosnië-Herzegovina, Kroatië, de Voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië, Servië, Montenegro en Slovenië), Albanië, Bulgarije, het voormalige Tsjecho-Slowakije (nadien Tsjechië en Slowakije), Hongarije, Polen, Roemenië en Turkije.

6 De gemiddelde bruto binnenlandse bestedingen inzake O&O in de COEL bedragen minder dan 1 % bbp, tegen 1,9 % bbp in het eurogebied, 2,6 % in de Verenigde Staten en 3,2 % in Japan (bron: OECD Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005 en Eurostat, Structural Indicators Database).

7 Hoewel deze ontwikkelingen mogelijk werden beïnvloed door het relatief grote gewicht van de geavanceerde landen in de globale productie in vergelijking met de opkomende landen, kunnen zij ook een gevolg zijn van de technologische inhaalbeweging in de opkomende landen.

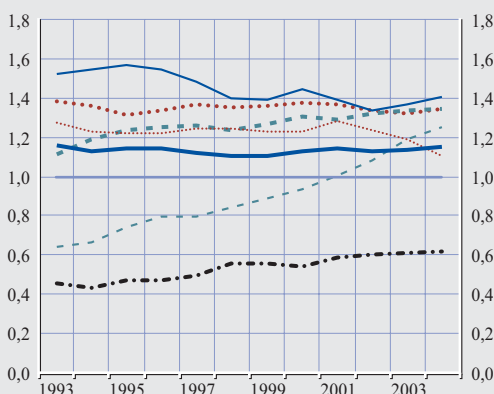


## Grafiek A Ontwikkelingen van het aangetoonde comparatieve voordeel

(index<sup>1)</sup>; jaargegevens)

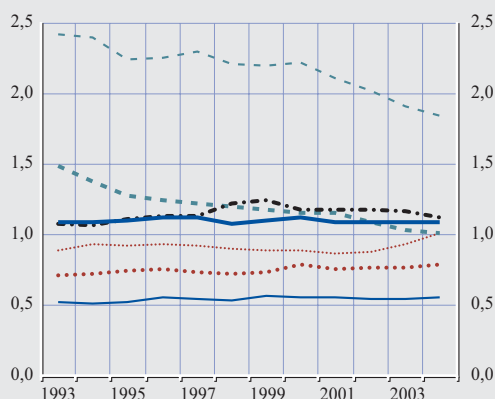
### 1) Overwegend onderzoeksintensieve uitvoer

— eurogebied      ..... Verenigd Koninkrijk  
..... Verenigde Staten      - - - China  
- - - DAE's      - - - COEL  
— Japan



### 2) Overwegend arbeidsintensieve uitvoer

— eurogebied      ..... Verenigd Koninkrijk  
..... Verenigde Staten      - - - China  
- - - DAE's      - - - COEL  
— Japan



Bronnen: CHELEM en berekeningen van de ECB.

1) Balassa-index van aangetoond comparatief voordeel (zie voetnoot 2 van de bovenstaande tabel voor details).

Hoewel de nadruk van het eurogebied vooral ligt op mediumtechproducten, zoals machines en uitrustingsgoederen, motorvoertuigen, chemische producten en elektrische goederen, is het eurogebied gemiddeld genomen ook gespecialiseerd in enkele van de snelgroeiende sectoren van de wereldwijde vraag, zoals farmaceutische producten, medische, precisie- en optische instrumenten, evenals luchtvaart en ruimtevaart. Het eurogebied is echter ook vrij sterk gespecialiseerd in een aantal minder snel groeiende sectoren zoals de niet-metaalhoudende minerale producten. Al met al is het eurogebied niet extreem gespecialiseerd in één bepaalde sector, maar toch relatief gediversifieerd in vergelijking met de andere geïndustrialiseerde economieën. Mogelijk behoedt dit de totale productie van het eurogebied voor de periodes van zwakke mondiale vraag in één bepaalde sector. Ondanks het feit dat de exportspecialisatie van het eurogebied in onderzoeksintensieve sectoren globaal genomen weinig verandert in de loop der tijden, blijkt uit meer gedesaggregeerde gegevens dat de exporteurs van het eurogebied hun specialisatie in sommige van de hoogtechnologische sectoren met een sterk stijgende wereldwijde vraag (zoals de sectoren van de farmaceutische producten en de medische, precisie- en optische instrumenten, evenals de informatie- en communicatietechnologie (ICT)) toch hebben verhoogd. Daarentegen is de specialisatie van andere ontwikkelde landen, zoals Japan en de Verenigde Staten, in dit domein afgenomen, mogelijk als gevolg van de scherpe concurrentie van de opkomende Aziatische landen en het uiteenspatten van de ICT-zeepbel in 2000.

Het is ook mogelijk dat de ontwikkeling van het exportconcurrentievermogen van het eurogebied een positieve weerslag ondervindt van andere factoren. Uit recente onderzoeken, empirische studies en theoretische modellen blijkt dat de ondernemingen profiteren van de investeringen in het buitenland. Hierdoor zou de sterke activiteit van de ondernemingen van het



eurogebied inzake buitenlandse directe investeringen kunnen bijdragen tot de verhoging van de totale productiviteit van het eurogebied.<sup>8</sup>

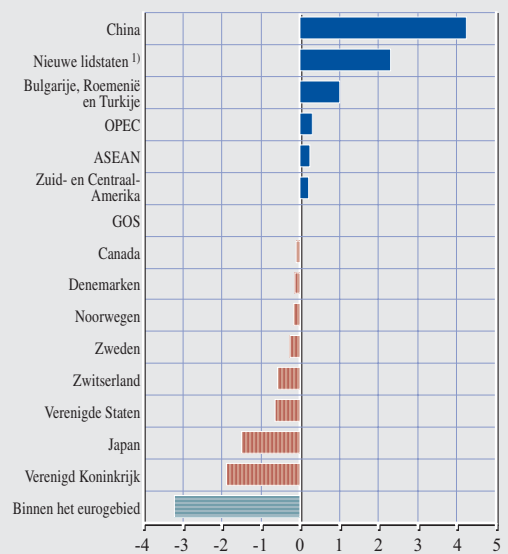
Wat de toekomst betreft, lijkt het waarschijnlijk dat de opkomende economieën – hoewel ze zich tot dusver hebben gespecialiseerd in lowtech- en mediumlowtechsectoren en in specifieke hightechsectoren – hun specialisatie in mediumhightechsectoren in de toekomst zullen verhogen. Dit zou een aantal traditionele sleutelsectoren van het eurogebied, zoals motorvoertuigen, machines en uitrustingsgoederen, blootstellen aan meer concurrentie en aan potentieel grotere aanpassingen. Er zijn immers aanwijzingen dat dit nu reeds aan het gebeuren is, aangezien de export van de COEL, China en de DAE's zich in het afgelopen decennium steeds meer ging specialiseren in de mediumhightechsectoren, inclusief in motorvoertuigen en transportmiddelen evenals in machines en uitrustingsgoederen.

Deze eerste beoordeling van de uitvoerprestaties van het eurogebied zou moeten worden aangevuld met een uitdrukkelijke beschouwing over de invoerzijde, aangezien de globalisering tevens een belangrijke weerslag heeft gehad op de invoerpenetratie en op de samenstelling van de invoer in de diverse landen. De liberalisering van de handel en de uitbreiding van de internationale productienetwerken hebben tijdens het afgelopen decennium bijgedragen tot een sterke stijging van de invoerpenetratie van de grootste geïndustrialiseerde economieën. Tussen 1991 en 2005 is de verhouding van de invoer van goederen en diensten tot het bbp in reële termen meer dan verdrievoudigd in de Verenigde Staten en nagenoeg verdubbeld in Japan, terwijl de ontwikkelingen in het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk ergens tussenin lagen. Bovendien ging de algemene toename van de invoerpenetratie gepaard met een forse stijging van de invoer uit de ontwikkelingslanden. Voor het eurogebied heeft dit een relatieve verschuiving teweeggebracht van de handelspartners binnen het eurogebied en de andere industriële economieën naar de opkomende lagerekostenlanden als leveranciers van fabricaten (zie Grafiek B).

Een dergelijke verschuiving was in het bijzonder merkbaar voor de halffabricaten en de investeringsgoederen. Dit duidt er kennelijk op dat de opkomende economieën aan belang winnen als leveranciers van inputs voor de productieprocessen. Deze trend houdt verband met de meer algemene tendens naar een hoger invoergehalte van de uitvoer van het eurogebied.

### Grafiek B Verandering in het aandeel van het eurogebied in de invoer van fabricaten naar land van oorsprong

(mutaties in procentpunten, 1995-2005)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De invoeraandelen zijn gebaseerd op de handel in waarde en worden berekend als het invoeraandeel van het eurogebied van een bepaald land/gebied gedeeld door het totaal van de invoer van het eurogebied (inclusief invoer van zowel binnen als buiten het eurogebied).

1) Landen die in 2004 tot de EU zijn toegetreden.

8 Zie bijvoorbeeld het artikel getiteld "Germany in the globalisation process" in het Monatsbericht van de Deutsche Bundesbank van december 2006; A. Bernard, J. Jensen en P. Schott (2005), "Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods", NBER Working Paper 11404; en E. Helpman, M. Melitz en S. Yeaple (2004), "Exports versus FDI", *American Economic Review*, 94, pp. 300-316.

Samengevat kan worden gesteld dat het eurogebied – hoewel het reeds een groeiende concurrentie van de opkomende landen ondervindt – nog meer aanpassingen kan verwachten. In vergelijking met de Verenigde Staten, die resoluter naar onderzoeksintensieve producten lijken op te schuiven, blijft het eurogebied ten dele gespecialiseerd in arbeidsintensieve goederen. Bovendien winnen de opkomende landen aan belang als exportconcurrenten, niet alleen in de low-tech- en arbeidsintensieve industrieën – zoals hun relatieve factortoewijzingen zouden kunnen doen vermoeden – maar in toenemende mate ook in hoogtechnologische en kapitaalintensieve goederen. Tegelijkertijd verliest het eurogebied terrein in een aantal traditionele sleutelsectoren, inclusief in de sector machines en uitrustingsgoederen. Dit wordt bevestigd door aanwijzingen voor een sterke stijging van de invoer van investeringsgoederen uit de nieuwe EU-lidstaten, die de invoer van binnen het eurogebied ten dele lijkt te vervangen.

Het welslagen van de verdere aanpassing aan de structurele veranderingen zal niet worden verzekerd door een groter protectionisme, aangezien dit alleen maar zou leiden tot meer langgerekte aanpassingsperiodes. Een succesvolle aanpassing kan waarschijnlijk beter worden verwezenlijkt door erop toe te zien dat de nodige structurele aanpassingen plaatsvinden in een omgeving die de welvaartsverliezen (zoals een tijdelijke toename van de werkloosheid) in de overgangsfase tot een minimum beperkt, en bevordert een soepele overschakeling van de middelen naar nieuwe en expansieve werkgebieden. Dit is de beste reactie van een economie op de uitdagingen van de globalisering. Dit vergt op zijn beurt structurele hervormingen in het eurogebied, evenals verhoogde O&O-bestedingen om de nodige innovatie voor de ontwikkeling van nieuwe veelbelovende specialisatiegebieden te bevorderen.

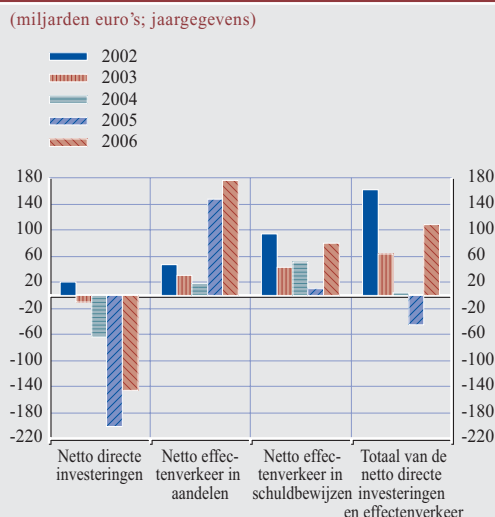
### NETTO-INVVOER UIT HOOFDE VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN EN HET EFFECTENVERKEER SAMEN IN 2006

In de financiële rekening noteerde het eurogebied in 2006 een netto-invoer van €109,2 miljard uit hoofde van de directe investeringen en het effectenverkeer samen, in vergelijking met een netto-uitvoer van €45,4 miljard in 2005. Dit was voornamelijk een gevolg van de aanzienlijk lagere netto-uitvoer uit hoofde van de directe investeringen en de grotere netto-invoer uit hoofde van het effectenverkeer in zowel aandelen als schuldinstrumenten (zie Grafiek 35).

Ongerekend de effecten van één grote transactie die verband hield met de herstructurering van een grote onderneming uit het eurogebied in 2005, was het toenemende tekort van de directe investeringen in 2006 toe te schrijven aan een stijging van de directe investeringen in het buitenland door ingezetenen van het eurogebied, vooral in de vorm van investeringen in aandelenkapitaal in de nieuwe EU-lidstaten evenals in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Tegelijkertijd is de invoer uit hoofde van de

directe investeringen in het eurogebied meer dan verdubbeld in vergelijking met de lage niveaus die in 2004 en 2005 werden opgetekend, waarschijnlijk deels als gevolg van de marktver-

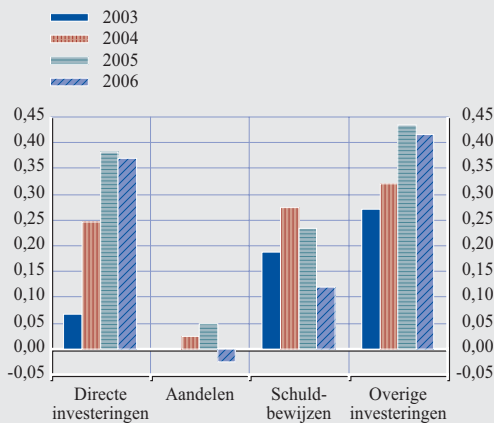
**Grafiek 35 Directe investeringen en effectenverkeer in het eurogebied**



Bron: ECB.

### Grafiek 36 Financiële uitstroom van het eurogebied naar de nieuwe EU-lidstaten

(procenten van het bbp van de nieuwe EU-lidstaten)



Bron: ECB.  
Toelichting: De gegevens voor 2006 zijn gebaseerd op de eerste drie kwartalen.

wachtingen ten aanzien van verbeterde economische vooruitzichten voor het eurogebied.

Opnieuw met uitzondering van de effecten van de voornoemde herstructurering, vloeide de stijging van de netto-invoer uit hoofde van het effectenverkeer in 2006 voort uit een toename van de nettoaankopen van aandelen uit het eurogebied door niet-ingezetenen, ondersteund door de gunstige winstgroeprestaties van de ondernemingen van het eurogebied en de hogere rendementen op aandelen in het eurogebied dan in de Verenigde Staten. De toenemende aanwijzingen voor een verbetering van de economische vooruitzichten in het eurogebied in de loop van het jaar lagen wellicht in grote mate aan deze ontwikkelingen ten grondslag.

Wat de vastrentende activiteiten aangaat, beliep de netto-invoer van schuldinstrumenten €79,2 miljard (tegen €8,7 miljard in 2005), als gevolg van een forse toename van de aankopen van obligaties en notes uit het eurogebied door niet-ingezetenen.

Wat de geografische opsplitsing van het effectenverkeer betreft, waren de Verenigde Staten, de offshore financiële centra en Azië met uit-

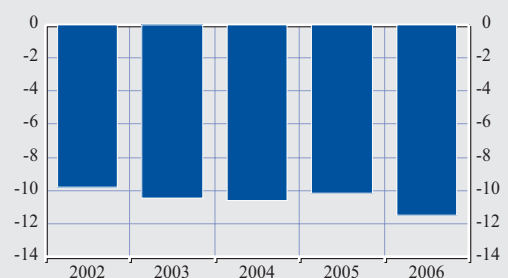
zondering van Japan – op basis van de cumulatieve stromen over de eerste drie kwartalen van 2006 – de belangrijkste ontvangers van investeringen in effecten vanwege het eurogebied. De beleggers van het eurogebied waren tevens grote nettoaanschaffers van schuldinstrumenten uitgegeven door deze gebieden, evenals door het Verenigd Koninkrijk. Het is mogelijk dat de industriële ondernemingen van het eurogebied hun productie gedeeltelijk zijn blijven verplaatsen, in het bijzonder naar de nieuwe EU-lidstaten, aangezien de buitenlandse directe investeringsstromen naar deze landen (gemeten als aandeel van het bbp van deze landen) de afgelopen vier jaar zijn gestegen (zie Grafiek 36).

### VERDERE VERSLECHTERING VAN DE INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE IN 2006

Uit de gegevens met betrekking tot de internationale investeringspositie van het eurogebied ten opzichte van de rest van de wereld, die beschikbaar zijn tot en met het derde kwartaal van 2006, blijkt dat het eurogebied een nettopassief boekte van €965 miljard (goed voor 11,5% van het bbp van het eurogebied), tegen €811 miljard (10,1% van het bbp) eind 2005 (zie Grafiek 37). De hogere nettopassiva in 2006 vloeiden grotendeels voort uit een stijging van de nettopassiefposities uit hoofde van het effectenverkeer (met €145 miljard) en de overige

### Grafiek 37 Netto internationale investeringspositie

(procenten bbp)



Bron: ECB.  
Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de uitstaande bedragen aan het einde van de periode. Voor 2006 betreffen de gegevens het einde van het derde kwartaal.

investerings (met €83 miljard), die slechts ten dele werden gecompenseerd door een stijging van de nettoactiefposities uit hoofde van directe investeringen (met €70 miljard) en de reserveactiva (met €5 miljard).

Aangezien het tekort op de lopende rekening van het eurogebied in 2006 slechts €20 miljard bedroeg, vloeide de toename van de netto internationale passiefpositie van het eurogebied grotendeels voort uit herwaarderingseffecten als gevolg van veranderingen in de vermogensprijzen en uit bewegingen in de wisselkoersen.

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

#### ECONOMISCHE ACTIVITEIT

De reële bbp-groei in de EU-lidstaten buiten het eurogebied versnelde fors in 2006 (zie Tabel 6).<sup>15</sup> Hoewel dit patroon van een robuustere economische activiteit algemeen voorkomt in de diverse landen, vertoonden de jaarlijkse groeicijfers aanzienlijke verschillen. Bij de landen die in mei 2004 tot de Europese Unie toetraden, was de productiegroei het hoogst in Estland en Letland, met 11,4% of meer. In Tsjechië, Litouwen en Slowakije was de reële bbp-groei eveneens bijzonder krachtig, en varieerde hij tussen 6,1% en 8,3%. De reële bbp-groei was het laagst in Malta. In de overige landen – namelijk in Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk – versnelde de groei in vergelijking met 2005, en lag hij in 2006 dicht bij of boven het niveau van het eurogebied.

In de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten werd de economische activiteit geschaagd door de binnenlandse vraag. De particuliere consumptie werd aangewakkerd door de sterkere stijgingen van het reële beschikbare inkomen, die verband hielden met de robuuste loongroei en met de dalende werkloosheid, evenals door de sterk stijgende woningprijzen. De groei van de bruto-investeringen in vaste

activa versnelde, dankzij een langdurige periode van gunstige financieringsvoorwaarden, een verbetering van het ondernemingsklimaat en, in sommige landen, een aanzienlijke instroom van buitenlandse directe investeringen. In de meeste landen droeg de snelle groei van de kredietverlening, deels als gevolg van de gunstige financiële voorwaarden, eveneens bij tot de krachtige groei van de binnenlandse vraag.

De groei van de uitvoer versnelde in heel wat landen, ondersteund door de sterke vraag bij de belangrijkste handelspartners en de omvangrijke instroom van buitenlandse directe investeringen in de afgelopen jaren. In de meeste landen bleef de invoer echter sterk groeien als gevolg van de robuuste binnenlandse vraag en het relatief hoge invoergehalte van de uitvoer in veel van die landen. Hierdoor was de bijdrage van de netto-uitvoer tot de reële bbp-groei in 2006 overwegend neutraal voor de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten als geheel, en alleen duidelijk positief in Hongarije, Malta,

<sup>15</sup> De in deze paragraaf vermelde EU-lidstaten buiten het eurogebied omvatten de dertien niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in de periode tot eind december 2006 (d.w.z. Tsjechië, Denemarken, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Hongarije, Malta, Polen, Slovenië, Slowakije, Zweden en het Verenigd Koninkrijk).

**Tabel 6 Reële bbp-groei**

(mutaties in procenten per jaar)

	2003	2004	2005	2006	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4
Tsjechië	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Denemarken	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estland	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Cyprus	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Letland	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Litouwen	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Hongarije	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malta	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Polen	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Slovenië	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Slowakije	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Zweden	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Verenigd Koninkrijk	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
EU-10 <sup>1)</sup>	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
EU-13 <sup>2)</sup>	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Eurogebied	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Bron: Eurostat.

1) De EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de Europese Unie zijn toetgetreden.

2) De EU-13 omvat de gegevens voor de 13 EU-lidstaten die in de periode tot eind december 2006 niet tot het eurogebied behoorden.

**Tabel 7 HICP-inflatie**

(mutaties in procenten per jaar)

	2003	2004	2005	2006	2006 kw 1	2006 kw 2	2006 kw 3	2006 kw 4
Tsjechië	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Denemarken	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estland	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Cyprus	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Letland	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Litouwen	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Hongarije	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Polen	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Slovenië	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Slowakije	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Zweden	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Verenigd Koninkrijk	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
EU-10 <sup>1)</sup>	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
EU-13 <sup>2)</sup>	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Eurogebied	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Bron: Eurostat.

1) De EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de Europese Unie zijn toegetreden.

2) De EU-13 omvat de gegevens voor de 13 EU-lidstaten die in de periode tot eind december 2006 niet tot het eurogebied behoorden.

Slowakije en Zweden. De hoge invoer- en uitvoergroei in vele landen duidt erop dat het proces van handelsintegratie, hoewel vergevorderd, nog steeds aan de gang is in de landen die in mei 2004 tot de EU toetraden.

Tezamen met de krachtiger economische activiteit verbeterde de situatie op de arbeidsmarkt in 2006 verder in veel van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten. Er zijn echter aanmerkelijke verschillen van land tot land. Terwijl de werkloosheid zeer hoog bleef in Polen en Slowakije, werden de arbeidsmarktverhoudingen in een aantal andere landen, waaronder Denemarken, de Baltische staten en het Verenigd Koninkrijk, vrij krap. In de meeste landen die sinds mei 2004 lid zijn van de EU, is de werkgelegenheidsgroei gematigder gebleven dan de snelle productiegroei zou kunnen doen vermoeden. Dit was toe te schrijven aan het feit dat de reële bbp-groei vooral werd aangewakkerd door de invoering van nieuwe technologieën en door een sterke productiviteitsgroei, die onder meer voortvloeide uit de omvangrijke stroom van buitenlandse directe investeringen die in de afgelopen jaren werden ontvangen. Structurele knelpunten, zoals de mismatch inzake scholing en de geografische mismatch

tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid, blijven bestaan in veel van de landen die in mei 2004 tot de Europese Unie toetraden. In combinatie met de migratiestromen, die bijdroegen tot een verstrakking van de arbeidsmarkten, dreigen die knelpunten de groei af te remmen in de landen waar een tekort aan arbeidskrachten is ontstaan.

### PRIJSONTWIKKELINGEN

De HICP-inflatie is in 2006 fors gestegen in bijna alle EU-lidstaten buiten het eurogebied (zie Tabel 7). De inflatie bleef het hoogst in de snelgroeiende Baltische staten, Hongarije en Slowakije, en bevond zich in de buurt van of iets boven het gemiddelde van het eurogebied in de overige niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten. De gemiddelde inflatie bedroeg in 2006 minder dan 2% in Denemarken, Polen en Zweden, terwijl de inflatie in Tsjechië niet boven 2,1% uitkwam.

De opwaartse inflatietendens in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in 2006 was ten dele toe te schrijven aan veranderingen van de door de overheid gereguleerde prijzen en van de indirecte belastingen in een aantal landen zoals Tsjechië, Letland, Litouwen, Hongarije,

Malta en Slowakije. Bovendien was de aanzienlijke stijging van de energieprijzen grotendeels verantwoordelijk voor de inflatieopstoot in de zomer van 2006. In een aantal landen werd de inflatietendens tevens beïnvloed door prijsstijgingen voor voedingsmiddelen, die in 2006 sneller begonnen te stijgen, na zeer gematigde stijgingen of dalingen in 2005. In de meeste landen droeg de snelle groei van de binnenlandse vraag echter bij tot de onderliggende inflatedruk.

In de landen die ruimte laten voor een aanzienlijke mate van wisselkoersflexibiliteit, had de muntappreciatie een grotendeels dempende invloed op de invoerprijzen en uiteindelijk – gezien de relatief hoge openheidsgraad van die landen – op de totale inflatie. Als gevolg van de dynamische economische activiteit in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten waren de loonontwikkelingen in 2006, gemiddeld beschouwd, sterk. De nominale loongroei was bijzonder uitgesproken in de landen met de hoogste productiegroecijfers (namelijk de Baltische staten), waar de loongroei de productiviteitsstijgingen overtrof en de inflatoire druk mede aanwakkerde.

### BEGROTINGSBELEID

Het begrotingsbeleid in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten bleef in 2006 een heterogeen beeld vertonen. Drie landen (Denemarken, Estland en Zweden) boekten een begrotingsoverschot, terwijl de overige tien landen een begrotingstekort lieten optekenen (zie Tabel 8). Met uitzondering van Hongarije waren de begrotingsresultaten voor 2006 grotendeels in overeenstemming met, of beter dan de begrotingsdoelstellingen van de eind 2005 voorgedragen bijgewerkte convergentieprogramma's. In vele gevallen was dit echter toe te schrijven aan de betere uitgangspositie eind 2005 en aan de florerende belastingontvangsten, die op hun beurt ten dele kunnen worden verklaard door de snellere bbp-groei dan aanvankelijk verwacht. De voortgang inzake structurele begrotingsconsolidatie lijkt in de meeste landen tot stilstand te zijn gekomen. Alleen Malta heeft naar verwachting een verbetering van het voor de con-

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

Eind 2006 waren Tsjechië, Hongarije, Malta, Polen, Slowakije en het Verenigd Koninkrijk onderworpen aan procedures inzake buitensporige tekorten. Uitgaande van de bijwerkingen van hun respectieve convergentieprogramma's voor 2006-07, daalde de tekortquote in al die landen, behalve in Hongarije en Slowakije, in 2006 en zakte deze quote onder 3% bbp in Malta en het Verenigd Koninkrijk. In Polen werd, net als in 2005, een tekortquote lager dan de referentiewaarde opgetekend. Ongerekend de statistische derogatie inzake de inachtneming van de verplichte overheidspensioenregelingen op basis van kapitaaldekking (die verstrijkt in 2007), zou de tekortquote de drempel van 3% hebben overschreden.

Wat de belangrijkste besluiten van de Ecofin-Raad met betrekking tot de procedure inzake buitensporige tekorten in 2006 betreft, werd deze procedure voor Cyprus in juli ingetrokken, nadat in 2005 een tekortquote onder de referentiewaarde van 3% bbp werd opgegeven. Daarentegen zette de Raad in januari 2006 een procedure in gang voor het Verenigd Koninkrijk, met de oproep het buitensporige tekort uiterlijk tegen het begrotingsjaar 2006/07 weg te werken. In september 2006 stelde Hongarije – zoals door de Raad in januari gevraagd – een aangepast convergentieprogramma voor dat voorzag in een tekort van 10,1% bbp in 2006, ruim boven de oorspronkelijke doelstelling. In de aanbeveling van de Raad van oktober 2006 werd de termijn voor het wegwerken van het buitensporige tekort van Hongarije met een jaar verlengd tot 2009. Wat Polen betreft, keurde de Raad in november 2006 een besluit goed, waarin werd gesteld dat de door de Poolse autoriteiten ondernomen acties ontoereikend waren om het buitensporige tekort van het land tegen de vooropgestelde termijn van 2007 weg te werken.



De overheidsschuldquote bleef in 2006 in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten ruim onder 60% bbp. In Cyprus en Malta bleef de schuldquote boven de referentiewaarde van 60% uitstijgen, ondanks de daling in 2006, terwijl die quote in Hongarije scherp steeg tot meer dan 67% bbp. In de meeste andere niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten

daalde de schuldquote of bleef deze grotendeels ongewijzigd.

### BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

De gecombineerde lopende en kapitaalrekening van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten bleef in 2006 sterk schommelen van land tot land (zie Tabel 9), hoewel het algemene

**Tabel 8 Begrotingsposities**

(procenten bbp)				
	Overschot (+) / tekort (-) van de gezamenlijke overheid			Gegevens inzake het convergentieprogramma voor 2006
	2003	2004	2005	
Tsjechië	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Denemarken	1,1	2,7	4,9	4,1
Estland	1,9	2,3	2,3	2,6
Cyprus	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Letland	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Litouwen	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Hongarije	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malta	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Polen	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Slovenië	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Slowakije	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Zweden	0,1	1,8	3,0	3,0
Verenigd Koninkrijk	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
EU-10 <sup>1)</sup>	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
EU-13 <sup>2)</sup>	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Eurogebied	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

	Brutoschuld van de gezamenlijke overheid			Gegevens inzake het convergentieprogramma voor 2006
	2003	2004	2005	
Tsjechië	30,1	30,7	30,4	30,6
Denemarken	44,4	42,6	35,9	28,6
Estland	5,7	5,2	4,5	3,7
Cyprus	69,1	70,3	69,2	64,7
Letland	14,4	14,5	12,1	10,7
Litouwen	21,2	19,4	18,7	18,4
Hongarije	58,0	59,4	61,7	67,5
Malta	70,2	74,9	74,2	68,3
Polen	43,9	41,8	42,0	42,0
Slovenië	28,5	28,7	28,0	28,5
Slowakije	42,7	41,6	34,5	33,1
Zweden	51,8	50,5	50,4	46,5
Verenigd Koninkrijk	38,9	40,4	42,4	43,7
EU-10 <sup>1)</sup>	41,6	41,0	40,7	41,2
EU-13 <sup>2)</sup>	41,1	41,8	42,4	42,7
Eurogebied	69,3	69,8	70,8	69,6

Bronnen: Europese Commissie (voor 2004-2005), 2006-07 bijgewerkte convergentieprogramma's (voor 2006) en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de definitie van de procedure bij buitensporige tekorten. De begrotingssaldi (gegevens van de Commissie) zijn exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties. In het geval van Denemarken, Polen en Zweden omvatten de gegevens de pensioenfondsen van de tweede pensioenpijler. Het geraamde balansverbeterende effect van deze fondsen in 2006 is als volgt: Denemarken 1,0% bbp, Polen 2,0% bbp en Zweden 1,1% bbp. Zoals in de laatste bijwerking van het convergentieprogramma en de najaarsprognoses van de Commissie voor 2005, omvatten de cijfers voor Hongarije niet langer de pensioenfondsen van de tweede pensioenpijler.

1) De EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de Europese Unie zijn toegetreden.

2) De EU-13 omvat de gegevens voor de 13 EU-lidstaten die in de periode tot eind december 2006 niet tot het eurogebied behoorden.

**Tabel 9 Betalingsbalans – geselecteerde posten**

(procenten bbp)

	Lopende rekening en kapitaalrekening samen				Netto buitenlandse directe investerings				Netto-investeringsstromen uit hoofde van het effectenverkeer			
	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>
Tsjechië	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Denemarken	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estland	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Cyprus	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Letland	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Litouwen	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Hongarije	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malta <sup>2)</sup>	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Polen	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Slovenië	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Slowakije	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Zweden	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Verenigd Koninkrijk	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
EU-10 <sup>3)</sup>	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
EU-13 <sup>4)</sup>	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Eurogebied	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Bron: ECB.

1) De gegevens voor 2006 hebben voor Estland, Malta, Zweden en het Verenigd Koninkrijk betrekking op het cumulatieve totaal over vier kwartalen tot kw3 2006 omdat nog geen recentere gegevens beschikbaar zijn.

2) De omvangrijke netto-uitstroom uit hoofde van het effectenverkeer voor Malta weerspiegelt de financiële activiteiten van de internationale banken die vanuit dit land opereren. Die netto-uitstroom van effecten wordt bijna volledig gecompenseerd door andere investeringsstromen.

3) De EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de Europese Unie zijn toegetreden; cumulatief totaal over vier kwartalen tot kw 3 2006.

4) De EU-13 omvat de gegevens voor de 13 EU-lidstaten die in de periode tot eind december 2006 niet tot het eurogebied behoorden; cumulatief totaal over vier kwartalen tot kw 3 2006.

beeld een verslechtering te zien gaf in vergelijking met 2005. Terwijl Denemarken en Zweden een aanzienlijk overschot boekten, lieten het Verenigd Koninkrijk en de landen die in mei 2004 tot de Europese Unie toetraden alle een tekort optekenen. In vergelijking met 2005 namen die tekorten in de meeste landen toe, en dan vooral in Letland, waar het tekort in 2006 circa 20% bbp beliep. Estland en Litouwen noteerden een tekort van meer dan 10% bbp. In Tsjechië, Cyprus, Hongarije, Malta en Slowakije varieerde het tekort tussen 4% en 8% bbp, en in de overige landen werden matiger tekorten genoteerd.

In veel van de landen die in mei 2004 tot de Europese Unie toetraden, kunnen deze tekorten ten dele worden verklaard als een uitvloeisel van het inhaalproces, omdat ze een weerspiegeling zijn van de investeringen in productiecapaciteit die enkel en alleen op basis van de binnenlandse besparingen onmogelijk zouden zijn geweest. In een aantal niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten kunnen de grote tekorten op de lopende en kapitaalrekening echter wijzen op

risico's voor de houdbaarheid van de externe positie, vooral als ze worden veroorzaakt door een krachtige overheids- of particuliere consumptie, een hoge kredietgroei of investeringen in woningen.

In vergelijking met 2005 nam de netto-instroom van buitenlandse directe investeringen in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in 2006 toe. Hoewel deze netto-instroom van buitenlandse directe investeringen in een aantal EU-lidstaten buiten het eurogebied al met al een belangrijke bron van financiering bleef vormen, volstond deze instroom vaak, met name in de Baltische staten, niet om het tekort op de gecombineerde lopende en kwartaalrekening te dekken. Terzelfder tijd bleef de netto-instroom uit hoofde van het effectenverkeer in alle niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten negatief of grotendeels neutraal, behalve in Hongarije en Slowakije. In deze twee landen werd de netto investeringsstroom uit hoofde van het effectenverkeer aangewakkerd door de hogere netto schuldinstroom – die in sommige gevallen wellicht te maken had met de rende-

**Tabel 10 Ontwikkelingen in ERM II**

Valuta	Toetredingsdatum	Hoogste koers	Spilkoers	Laagste koers	Maximumafwijking (%)	
					Opwaarts	Neerwaarts
DKK	1 januari 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
EEK	28 juni 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2 mei 2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
LVL	2 mei 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
LTL	28 juni 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2 mei 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SIT	28 juni 2004	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
SKK	28 november 2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

Bron: ECB.

Toelichting: Een neerwaartse (opwaartse) afwijking stemt overeen met een beweging naar de laagste (hoogste) koers en vormt een versterking (verzwakking) van de munt ten opzichte van de euro. De referentieperiode voor de vermelde maximumafwijkingen van de respectieve ERM II-spilkoersen loopt van 2 januari 2006 tot 2 maart 2007.

mentsverschillen – hoewel de netto-instroom uit hoofde van aandelentransacties ook een rol speelde. De overige investeringsstromen waren grotendeels positief in de meeste landen die in mei 2004 tot de Europese Unie toetraden, vooral als gevolg van de door de moederbanken aan hun dochtermaatschappijen in de regio verstrekte leningen.

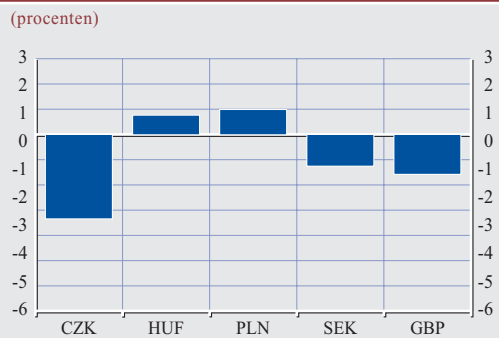
### WISSELKOERSONTWIKKELINGEN

De wisselkoersontwikkelingen in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten weerspiegelden in 2006 grotendeels de wisselkoersstelsels van de afzonderlijke landen. De munten van Denemarken, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Malta, Slovenië en Slowakije namen alle aan het ERM II deel met een standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$  rond hun spilkoers ten opzichte van de euro, behalve de Deense kroon, waarvoor een smallere marge van  $\pm 2,25\%$  gold. De overeenkomsten met betrekking tot deelname aan het ERM II voor de landen waarvan de munten in 2004 en 2005 tot het ERM II toetraden (al de voornoemde landen behalve Denemarken) waren gebaseerd op een aantal door de respectieve overheden aangegane beleidsverplichtingen ten aanzien van, onder meer, het volgen van een gezond begrotingsbeleid, het bevorderen van loonmatiging en loonontwikkelingen in de pas met de productiviteitsgroei, het beperken van de kredietgroei en het uitvoeren van verdere structurele hervormingen. De toetreding tot het ERM II was in sommige gevallen tevens verbonden met unilaterale toezeggin-

gen door de betrokken landen om nauwere fluctuatiemarges te handhaven. Deze unilaterale toezeggingen brachten geen extra verplichtingen voor de ECB met zich. Met name werd overeengekomen dat de Estlandse kroon en de Litouwse litas tot het ERM II mochten toetreden met behoud van hun bestaande currency board-stelsels. De Maltese autoriteiten spraken hun voornemen uit om de wisselkoers van de Maltese lire te handhaven op zijn spilkoers ten opzichte van de euro, en de Letlandse autoriteiten om de wisselkoers van de lats te handhaven op zijn spilkoers ten opzichte van de euro met een fluctuatiemarge van  $\pm 1\%$ .

De deelname aan het ERM II verliep voor de meeste deelnemende munten relatief vlot. De Deense kroon, de Estlandse kroon, het Cypriotische pond, de Letlandse lats, de Litouwse litas, de Maltese lire en de Sloveense tolar bleven zeer stabiel ten opzichte van de euro in 2006 en begin 2007, en werden tot 2 maart 2007 voortdurend tegen of zeer dicht in de buurt van hun spilkoers verhandeld. Alleen de Slowaakse kroon was onderhevig aan een vrij hoge mate van volatilititeit (zie Tabel 10). Na de parlementsverkiezingen in Slowakije en een periode van turbulentie op de internationale kapitaalmarkten, kwam de kroon in de loop van juli onder neerwaartse druk te staan en werd die valuta voor het eerst tijdelijk onder een lager niveau dan haar ERM II-spilkoers verhandeld. Onder impuls van interventies door de Národná Banka Slovenska, het hernieuwde vertrouwen van de markten in het

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



Bron: ECB.

Toelichting: Een positieve (negatieve) waarde geeft een depreciatie (appreciatie) van de valuta ten opzichte van de euro weer. De wijzigingen hebben betrekking op de periode van 2 januari 2006 tot 2 maart 2007.

economische beleid van de nieuwe regering, de gezonde macro-economische ontwikkelingen en een verbetering van de mondiale risicobereidheid, apprecieerde de munt vanaf medio juli. Op 28 december 2006 intervenueerde de Národná Banka Slovenska op de valutamarkt om de appreciatiedruk te verlichten. Aan het begin van 2007 bleef de Slowaakse kroon echter verder stijgen, en op 2 maart 2007 werd ze 10,7% boven haar ERM II-spilkoers verhandeld.

Wat betreft de munten van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die niet aan het ERM II deelnemen, varieerden de ontwikkelingen van land tot land (zie Grafiek 38). In 2006 apprecieerden de Tsjechische en de Zweedse kroon geleidelijk ten opzichte van de euro, maar ze verloren enigszins terrein aan het begin van 2007. Op 2 maart 2007 noteerden ze respectievelijk 3,0% en 1,1% hoger dan de euro in vergelijking met begin 2006. Ondanks een zekere fluctuatie in de tweede helft van 2006 verstevigde het Britse pond vanaf het begin van juli 2006, geschraagd door de positieve economische ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk en de verwachting van een hogere rente. Op 2 maart 2007 bevond het Britse pond zich 1,4% boven zijn niveau van januari 2006. Tijdens dezelfde periode deprecieerden de Hongaarse forint en de Poolse zloty enigszins en ondergingen ze een zekere wisselkoersvolatiliteit. In de

eerste helft van 2006 deprecieerden beide munten sterk ten opzichte van de euro als reactie op de toegenomen mondiale risicoaversie ten aanzien van de opkomende markten. In Hongarije is het ook mogelijk dat de neerwaartse druk op de nationale munt een weerspiegeling was van de begrotingssituatie en van de bezorgdheid van de marktdeelnemers omtrent de externe onevenwichtigheden van het land. Vanaf begin juli 2006 begonnen de forint en de zloty echter te verstevigen ten opzichte van de euro, geschraagd door de verbetering van de mondiale risicobereidheid en, in het geval van Hongarije, door de gestegen beleidsrente en de invoering van een begrotingsconsolidatieplan. Tegen 2 maart 2007 waren de Hongaarse forint en de Poolse zloty ten opzichte van de euro grotendeels stabiel geworden in vergelijking met het begin van 2006.

#### FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

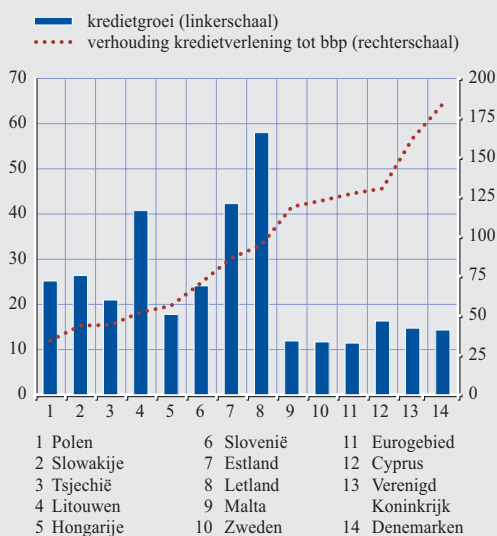
Tussen januari 2006 en februari 2007 vertoonden de rendementen op de langlopende overheidsobligaties in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten een soortgelijk verloop als die in het eurogebied, met een stijging in het eerste deel van het jaar, gevolgd door een lichte daling vanaf juni 2006. In februari 2007 lag de lange rente in de EU-lidstaten buiten het eurogebied gemiddeld circa 60 basispunten hoger dan begin 2006. De grootste stijging werd opgetekend in Letland (ongeveer 150 basispunten), grotendeels als gevolg van de verslechtering van de inflatievooruitzichten. In de overige niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten steeg de lange rente minder sterk dan in het eurogebied. In vergelijking met de rentetarieven in het eurogebied waren de rendementsecarts op overheidsobligaties in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in februari 2007 gemiddeld lager dan aan het begin van 2006. Het renteverskil op de lange termijn bleef betrekkelijk groot in Hongarije waar het, in februari 2007, circa 285 basispunten beliep. In dat land zorgden de begrotingsontwikkelingen en de externe onevenwichtigheden voor doorgaans hoge rendementsecarts op langlopende obligaties.

De aandelenmarkten in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten deden het goed tussen januari 2006 en februari 2007. De aandelenmarkten stegen het meest in Estland, Cyprus en Polen, waar ze het gemiddelde verloop van de aandelenkoersen in het eurogebied ruimschoots overtroffen, afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX-index. De aandelenmarkten in alle niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten reageerden echter negatief op de onrust op de wereldmarkten eind februari.

In 2006 bleef de groei van de kredietverlening aan de particuliere sector hoog in alle niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten (met een jaargemiddelde van 24% op jaarbasis voor de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten als geheel). Tegen eind 2006 leek de jaarlijkse groei van de kredietverlening in vele landen te vertragen of zich te stabiliseren, zij het vaak op een vrij hoog niveau. Een mogelijke verklaring voor deze ontwikkeling is te vinden in de renteverhogingen door de ECB en door de meeste nationale centrale banken buiten het eurogebied in 2006 (zie hieronder), en in de hieruit voortvloeiende verkrapping van de monetaire-beleidskoers. De kredietexpansie was het meest dynamisch in de snelgroeïende Baltische staten (in Letland nagenoeg 60% eind 2006) (zie Grafiek 39). In Tsjechië, Hongarije, Polen, Slovenië en Slowakije versnelde de kredietgroei op jaarbasis aan de particuliere sector tot 20% of meer tegen eind 2006. De snelle kredietexpansie in deze inhaaleconomieën moet worden gezien tegen de achtergrond van de verdieping van de financiële integratie. De verhouding van de kredietverlening aan de particuliere sector tot het bbp blijft in alle landen die in mei 2004 tot de Europese Unie toetraden, met uitzondering van Cyprus en Malta, immers ruim onder het gemiddelde van het eurogebied. Toch vormt de snelle kredietexpansie tevens een risico voor oververhitting en overmatige externe en interne onevenwichtigheden. Meer bepaald vormt het grote en nog toenemende aandeel van de in buitenlandse valuta luidende kredietopneming een reden tot bezorgdheid. In Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk versnelde de jaarlijkse groei van de kredietverlening aan de par-

**Grafiek 39 Kredietverlening aan de particuliere sector in 2006**

(mutaties in procenten per jaar; procenten bbp)



Bronnen: ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus, Bank of England. Toelichting: De gegevens voor Cyprus en het Verenigd Koninkrijk berusten op een nationale definitie. De gegevens hebben betrekking op de groei van de kredietverlening op jaarbasis.

ticuliere sector in 2006 in vergelijking met 2005, en bedroeg hij eind 2006 tussen 12% en 15%.

### MONETAIR BELEID

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

In 2006 bleven het monetaire beleid en de wisselkoersstelsels van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten grotendeels ongewijzigd, hoewel in een aantal landen enkele verfijningen aan het monetaire-beleidskader werden aangebracht met het oog op de toekomstige monetaire integratie.

Wat de tussen januari 2006 en februari 2007 genomen monetaire-beleidsbeslissingen betreft, keurden de meeste centrale banken die aan het ERM II deelnamen maatregelen goed om de

**Tabel II Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in 2006**

	Monetaire-beleidsstrategieën	Valuta	Kenmerken
Tsjechië	Inflatiedoelstelling	Tsjechische kroon	Inflatiedoelstelling: 3%, met dien verstande dat de inflatieresultaten niet méér dan één procentpunt (p.p.) van deze doelstelling mogen afwijken in de ene of andere richting. Geleid zwevende wisselkoers.
Denemarken	Wisselkoersdoelstelling	Deense kroon	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$ boven en onder de spilkoers van DKK 7,46038 per euro.
Estland	Wisselkoersdoelstelling	Estlandse kroon	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van EEK 15,6466 per euro. Estland blijft zijn currency board hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Cyprus	Wisselkoersdoelstelling	Cypriotisch pond	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van CYP 0,585274 per euro.
Letland	Wisselkoersdoelstelling	Letlandse lats	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ 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 aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van LTL 3,45280 per euro. Litouwen blijft zijn currency board hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Hongarije	Gecombineerde wisselkoers- en inflatiedoelstelling	Hongaarse forint	Wisselkoersdoelstelling: vaste koppeling aan de euro tegen HUF 282,36 per euro met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ . Inflatiedoelstelling: 3,5% ( $\pm 1$ p.p.) tegen eind 2006 en 3% (+1 p.p.) doelstelling op de middellange termijn vanaf 2007.
Malta	Wisselkoersdoelstelling	Maltese lire	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van MTL 0,429300 per euro. Malta handhaaft zijn wisselkoers t.o.v. de euro ongewijzigd op de spilkoers als een eenzijdige verbintenis.
Polen	Inflatiedoelstelling	Poolse zloty	Inflatiedoelstelling: 2,5% $\pm 1$ p.p. (jaarlijkse verandering van de CPI) sinds 2004. Vrij zwevende wisselkoers.
Slovenië	Op twee pijlers berustende strategie met beoordeling van monetaire, reële, externe en financiële indicatoren van de macro-economische situatie	Sloveense tolar	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van SIT 239,640 per euro. Slovenië trad op 1 januari 2007 toe tot het eurogebied.
Slowakije	Nastreven van de inflatiedoelstelling overeenkomstig de voorwaarden van het ERM II	Slowaakse Koruna	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van SKK 38,4550 per euro. De inflatiedoelstelling voor de periode 2006-08 wordt vastgelegd op een inflatie van minder dan 2,5% tegen eind 2006 en van minder dan 2% tegen eind 2007 en eind 2008.
Zweden	Inflatiedoelstelling	Zweedse kroon	Inflatiedoelstelling: 2% stijging van de CPI met een tolerantie van $\pm 1$ p.p. Vrij zwevende wisselkoers.
Verenigd Koninkrijk	Inflatiedoelstelling	Brits pond	Inflatiedoelstelling: 2% zoals afgemeten aan de twaalfmaands stijging van de CPI <sup>1)</sup> . Bij een afwijking van meer dan 1 p.p. dient het Monetary Policy Committee een open brief aan de minister van Financiën te richten. Vrij zwevende wisselkoers.

Bron: ESCB.

1) De CPI stemt overeen met de HICP.

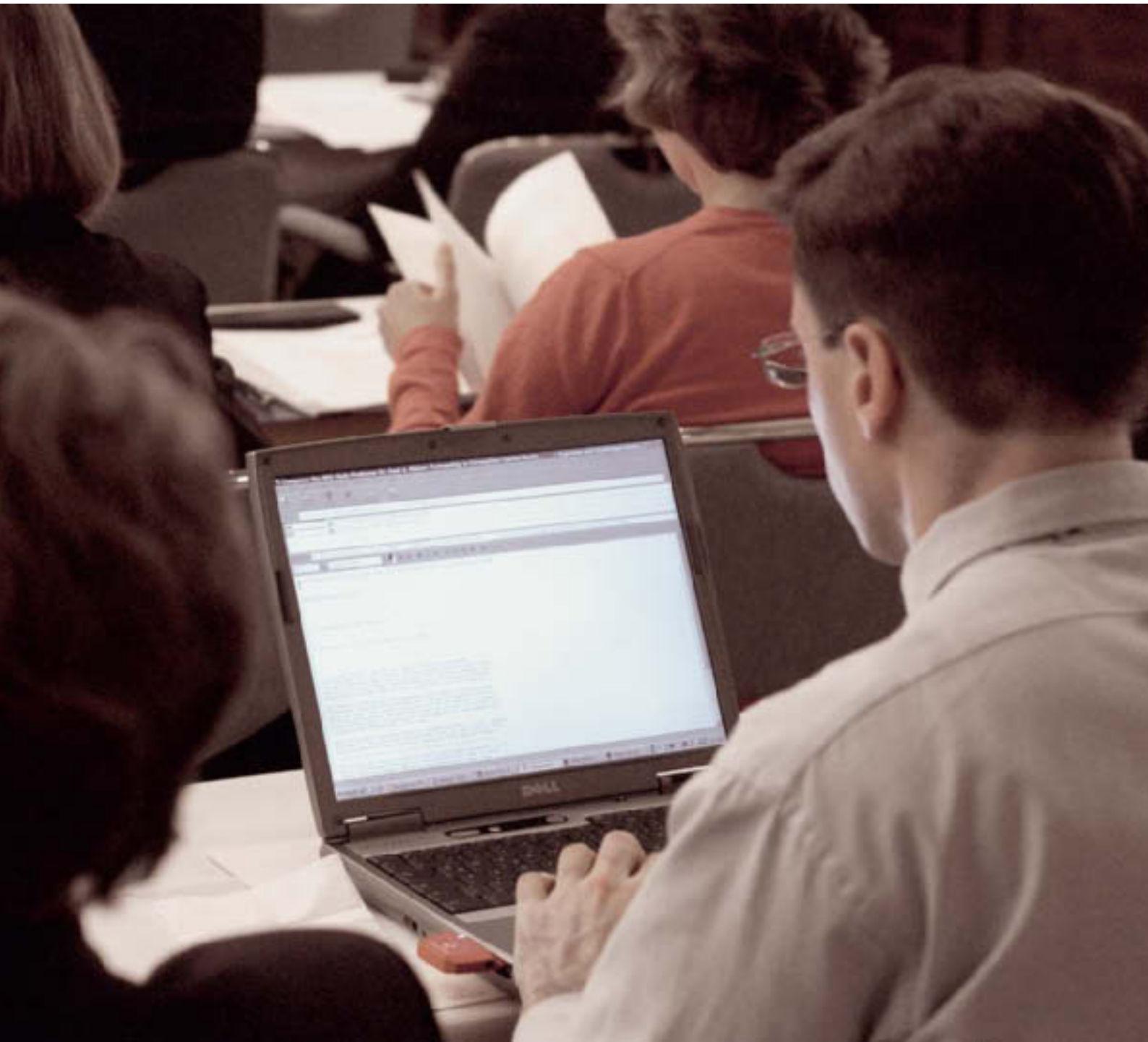
monetaire-beleidsverhoudingen te verstrakken. Deze maatregelen weerspiegelden vaak acties van de ECB, die in 2006 de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met in totaal 125 basispunten optrok tot 3,5%. Medio februari 2006 verhoogde de Danmarks Nationalbank haar voornaamste rentetarief met 10 basispunten tot 2,5% als gevolg van een kapitaaluitvoer eerder die maand, die onder meer voortvloeide uit aankopen van buitenlandse aandelen en andere waardepapieren door Deense institutionele beleggers. Daarna volgde de nationale centrale bank de bewegingen in de basisrentetarieven van de ECB, en trok zij haar eigen beleidsrente op van 2,5% tot 3,75%. Eesti Pank en Lietuvos Bankas, die geen officiële beleidsrente hanteren gezien hun currency board-stelsels, namen de veranderingen in de monetaire-beleidskoers van de ECB automatisch over. Bovendien keurde de Eesti Pank een aantal voorzorgsmaatregelen ten aanzien van de financiële sector goed, met inbegrip van een verhoging van haar reserveverplichting van 13% tot 15% teneinde het hoofd te bieden aan potentiële risico's voor de financiële stabiliteit, die verband houden met de aanhoudend sterke groei van de kredietverlening, vooral in de vorm van hypothecaire leningen. De Central Bank of Cyprus trok haar voornaamste rentetarief met 25 basispunten op tot 4,5%, tegen de achtergrond van een verstrakking van het monetaire beleid door de ECB en een toename van de inflatoire druk. In een verdere poging om de liquiditeitstoestand van de economie te verstrakken, verhoogde de Latvijas Banka haar voornaamste rentetarief in twee stappen van 4% tot 5%, en verruimde zij de minimumreservebasis tot de verplichtingen van de banken met een vaste looptijd van meer dan twee jaar. De Central Bank of Malta trok haar centrale interventiekoers – met in totaal 75 basispunten – in drie keer op tot 4,0%, tegen de achtergrond van de vernauwing van het korte-renteverschil ten opzichte van de euro ten gunste van de Maltese lire. De Národná Banka Slovenska verhoogde haar voornaamste rentetarief in vier verschillende stappen van 3,0% tot 4,75%, voornamelijk wegens de opwaartse herzieningen van haar inflatievooruitzichten als gevolg van de hogere

energieprijzen. Tot slot verlaagde de Banka Slovenije, die haar voornaamste rentetarief (de tweemaands rente op tolar-bills) moest afstemmen op het niveau van het eurogebied vóór de invoering van de euro op 1 januari 2007, dat tarief geleidelijk tijdens de eerste helft van 2006, en hield ze het vanaf augustus stabiel op 3,5% (zie ook Hoofdstuk 3).

Buiten het ERM II verhoogden de meeste centrale banken van de EU-landen buiten het eurogebied hun voornaamste rentetarief, vooral uit bezorgdheid om de inflatie. De Česká Národní Banka trok haar basis-herfinancieringsrente met 50 basispunten op tot 2,5%, voornamelijk als gevolg van de inflatievooruitzichten. De Magyar Nemzeti Bank trok haar beleidsrente in vijf verschillende stappen – met in totaal 200 basispunten – op tot 8,0%, vooral wegens de verslechtering van de inflatievooruitzichten. De Bank of England trok haar basistarief eveneens – met in totaal 75 basispunten – op tot 5,25%, vooral in het licht van de gestage groeicijfers en het hoge inflatiepeil, dat naar verwachting gedurende enige tijd boven de doelstelling van de centrale bank zou blijven uitstijgen. De Sveriges Riksbank verhoogde haar voornaamste rentetarief van 1,5% tot 3,25% teneinde een inflatie in de buurt van haar doelstelling te waarborgen.

Van de niet tot het eurogebied behorende centrale banken van de EU buiten het ERM II was de Narodowy Bank Polski de enige die haar voornaamste rentetarief verlaagde – in twee stappen, van 4,5% naar 4% – als gevolg van een sterker dan verwachte daling van de inflatie en gunstiger inflatievooruitzichten.





## HOOFDSTUK 2

# CENTRALE- BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN

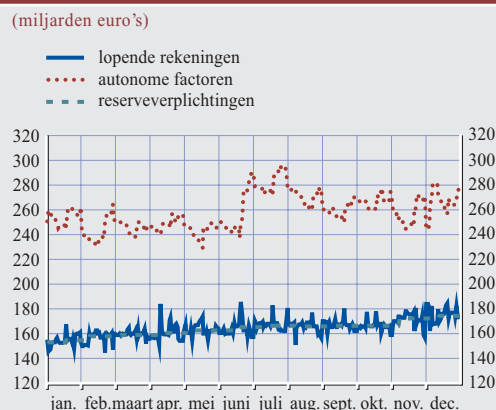
# I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, VALUTATRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

## I.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

Het operationele kader voor de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid<sup>1</sup> bleef in 2006 efficiënt werken, hetgeen een bevestiging is van de over het geheel genomen positieve ervaringen met de nieuwe in maart 2004 in het kader geïntroduceerde nieuwe kenmerken. De EONIA bleef in 2006 zeer lage volatilitieitniveaus vertonen: de standaardafwijking van het ecart tussen de EONIA en de minimale inschrijvingsrente beliep in 2006 5 basispunten, hetzelfde niveau als in 2005 en 4 basispunten lager dan in 2004. Deze lage volatiliteit van de korte geldmarktrente droeg bij aan het afgeven van duidelijke signalen omtrent de monetaire-beleidskoers. Niettegenstaande de in het algemeen stabiele geldmarktverhoudingen, bleef het ecart tussen de EONIA en de minimale inschrijvingsrente in 2006 verder toenemen. Teneinde dit toenemende verschil te beperken, heeft de ECB in de betreffende basis-herfinancierings-transacties (BHT's) meer dan het referentiebedrag<sup>2</sup> toegewezen.

De ontwikkelingen van 2006 vormden een gelegenheid om verder te testen of het operationele kader in staat is de weerslag van veranderingen in de verwachtingen met betrekking tot de basisrentetarieven van de ECB<sup>3</sup> te neutraliseren binnen een aanhoudingsperiode. In alle aanhoudingsperiodes voorafgaand aan een renteverhoging in 2006, beliep het gemiddelde ecart tussen de EONIA en de minimale inschrijvingsrente tussen 7 en 8 basispunten, met uitzondering van de aanhoudingsperiode die eindigde op 8 augustus, toen het ecart 5 basispunten bedroeg. Deze ecarts waren vergelijkbaar met die welke zich voordeden in de aanhoudingsperiodes waarop geen stijging van de basisrentetarieven van de ECB volgde, toen het gemiddelde ecart 8 basispunten beliep. Vergelijken met de situatie vóór de kaderwijziging in maart 2004, toen het gemiddelde ecart in aanhoudingsperiodes met een rentestijging 17 basispunten bedroeg – veel groter dan het ecart dat doorgaans wordt opgetekend – duiden de ervaringen in 2006 erop dat het gewijzigde kader aanzienlijk heeft bijgedragen aan het afscher-

Grafiek 40 Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2006



Bron: ECB.

men van de korte geldmarktrente tegen het effect van veranderingen in de renteverwachtingen.

### BEOORDELING EN BEHEER VAN DE LIQUIDITEITSVERHOUDINGEN

Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem is gebaseerd op de dagelijkse raming van de liquiditeitsverhoudingen in het bankwezen van het eurogebied, met als doel de liquiditeitsbehoeften van het systeem en, zodoende, het liquiditeitsvolume te bepalen dat moet worden toegekend bij de wekelijkse BHT's, en eventueel via andere open-markttransacties zoals de "fine-tuning"-transacties. De liquiditeitsbehoeften van het bankwezen worden gedefinieerd als de som van de aan de banken opgelegde reserveverplichtingen, het overschot aan verplichte reserves op de rekeningen-courant van de kredietinstellingen bij de NCB's (overschot aan

- 1 Het operationele kader wordt nader uiteengezet in het document "Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem" van september 2006.
- 2 Het referentiebedrag is het toewijzingsbedrag dat doorgaans is vereist om evenwichtige verhoudingen in de geldmarkt voor korte looptijden te bewerkstelligen, gelet op de volledige liquiditeitsprognose van de ECB. De gepubliceerde referentietoewijzing is afgerond op de dichtstbijzijnde €500 miljoen.
- 3 Veranderingen in de basisrentetarieven van de ECB worden, binnen het gewijzigde kader van maart 2004, uitsluitend aan het begin van een nieuwe aanhoudingsperiode geïmplementeerd.

reserves) en de autonome factoren. Deze laatste factoren bestaan uit een reeks posten op de balans van het Eurosysteem, die een weerslag hebben op de liquiditeitsbehoeften van de banken, maar die normaliter niet onder de rechtstreekse controle van het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem vallen (zoals de bankbiljetten-circulatie, overheidsdeposito's en netto externe activa).

In 2006 bedroegen de dagelijkse gemiddelde liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied €422,4 miljard, een stijging met 12% ten opzichte van 2005. De reserveverplichtingen beliepen gemiddeld €163,7 miljard, het overschot aan reserves €0,7 miljard en de autonome factoren €257,9 miljard. Bij de autonome factoren groeide het aantal bankbiljetten in omloop in 2006 met 12%, vergeleken met een groeitempo op jaarbasis rond 15% in 2005. De bankbiljettenomloop bereikte op 28 december 2006 een recordpeil van €629,2 miljard.

#### **BASIS-HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

De BHT's zijn wekelijkse liquiditeitsverschaffende transacties met een looptijd van een week. Ze worden uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente volgens het veilingsysteem op basis van een meervoudige rentevoet. Zij zijn de belangrijkste open-markttransacties van het Eurosysteem, aangezien ze een sleutelrol vervullen bij het sturen van de rentetarieven, het beheersen van de liquiditeitsverhoudingen op de markt en het afgeven van signalen omtrent de koers van het monetaire beleid door het bepalen van het niveau van de minimale inschrijvingsrente.

Teneinde kredietinstellingen te helpen bij hun inschrijvingen op de wekelijkse BHT's, bleef de ECB in 2006 elke week een prognose publiceren van de gemiddelde dagelijkse autonome factoren en de referentietoewijzing. Dit communicatiebeleid heeft tot doel misverstanden in de markt te vermijden met betrekking tot de vraag of de toewijzingsbesluiten bij de BHT's er al dan niet op gericht zijn de liquiditeitsverhoudingen in evenwicht te brengen.

In 2006 varieerden de in de BHT's toegewezen bedragen van €280 miljard tot €338 miljard. Het gemiddelde aantal inschrijvers was 337, wat dicht bij het aantal inschrijvingen lag dat werd opgetekend na implementatie van de kaderwijziging in maart 2004. De liquiditeitsverschaffing door de BHT's vertegenwoordigde gemiddeld 73% van de totale nettoliquiditeit die via de monetaire-beleidsacties van het Eurosysteem werd verstrekt. Het gemiddelde ecart tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente beliep 5,5 basispunten, tegen 5,3 basispunten in 2005 en 1,6 basispunt in 2004.

Na constatering van een toenemend verschil tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente, koos de ECB voor een beleid waarin de toewijzing €1 miljard hoger ligt dan het referentiebedrag in alle BHT's van een referentieperiode behalve de laatste. Vervolgens, tussen oktober 2005 en maart 2006, stabiliseerde het ecart op gemiddeld 5 basispunten. Het ecart begon echter in april 2006 weer toe te nemen, uitkomend op 9 basispunten in mei 2006. In antwoord daarop, maakte de ECB wederom bekend dat ze niet gelukkig was met een dergelijke stijging, net als zij in oktober 2005 had gedaan, en verhoogde de toewijzing boven het referentiebedrag van €1 naar €2 miljard. De maatregel werd uitgebreid naar de laatste BHT van een aanhoudingsperiode, waarbij de ECB nog steeds streeft naar evenwichtige liquiditeitsverhoudingen aan het einde van de reserveaanhoudingsperiode. Dit beleid verkleinde het ecart en de ECB keerde daarom geleidelijk terug naar de referentietoewijzing in september 2006. Toen het ecart in oktober wederom toenam, wees de ECB €1 miljard meer toe dan het referentiebedrag en zette dit beleid voort tot december 2006, waarna zij de toewijzing geleidelijk verder opschroefde boven het referentiebedrag teneinde soepele verhoudingen te bevorderen op de geldmarkt voor korte looptijden gedurende de feestdagen en rond de jaarwisseling.

#### **"FINE-TUNING"-TRANSACTIES**

Als gevolg van de veranderingen in het in maart 2004 geïmplementeerde operationele kader is

het aantal dagen tussen de laatste BHT-toewijzing en de laatste dag van een aanhoudingsperiode toegenomen, resulterend in een hoger risico op fouten in de prognoses van het Eurosysteem met betrekking tot de autonome factoren en dus op mogelijk grotere liquiditeitsniveaus. Het absolute verschil tussen de prognose en het feitelijke resultaat over acht dagen bedroeg in 2006 gemiddeld €7,21 miljard. Om te voorkomen dat deze fouten aanleiding zouden geven tot een significant beroep op de permanente faciliteiten en om hoge ecarts tussen de daggeldrente en de minimale inschrijvingsrente te vermijden, voerde de ECB “fine-tuning”-transacties uit op de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode, telkens als ze een aanzienlijk liquiditeitsoverschot of -tekort verwachtte. In totaal werden in 2006 elf “fine-tuning”-transacties uitgevoerd, waarvan vijf liquiditeitsverschaffende (17 januari, 7 februari, 11 april, 10 oktober en 12 december) en zes liquiditeitsverkrappende (7 maart, 9 mei, 14 juni, 11 juli, 8 augustus en 5 september).

#### **LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES**

De langerlopende herfinancieringstransacties (LHT's) zijn op maandelijks basis uitgevoerde liquiditeitsverschaffende transacties. Ze worden doorgaans toegewezen op de laatste woensdag van de maand en hebben een looptijd van drie maanden. Daarbij bieden ze de banken de mogelijkheid te voorzien in hun liquiditeitsbehoeften over een langere periode. In tegenstelling tot de BHT's worden de LHT's niet gebruikt om signalen af te geven omtrent de koers van het monetaire beleid van het Eurosysteem. Ze worden uitgevoerd als zuivere variabele-rentetenders met een vooraf aangekondigd toewijzingsvolume, waarbij het Eurosysteem als rentenemer fungeert.

Gemiddeld vertegenwoordigden de LHT's in 2006 ongeveer 27% van de totale nettoliquiditeit verschaft via open-markttransacties. De ECB heeft de door haar voorgenomen bedragen in alle LHT's van 2006 toegewezen. Het toe te wijzen bedrag voor elke transactie werd ver-

hoogd van €30 tot €40 miljard in januari 2006 en tot €50 miljard in januari 2007.

#### **PERMANENTE FACILITEITEN**

De twee door het Eurosysteem ter beschikking gestelde permanente faciliteiten, namelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit, verschaffen en onttrekken zeer kortlopende liquiditeiten tegen rentetarieven die een bandbreedte vormen voor de interbancaire daggeldrente. In 2006 bleef de bandbreedte onveranderd op 200 basispunten, gecentreerd rond de minimale inschrijvingsrente van de BHT's. De rente op de marginale beleningsfaciliteit en die op de depositofaciliteit werden beide met 125 basispunten verhoogd, uitkomend op respectievelijk 4,50% en 2,50% aan het eind van het jaar.

In 2006 beliep het gemiddelde dagelijkse beroep op de marginale beleningsfaciliteit €126 miljoen, terwijl het totale dagelijkse beroep op de depositofaciliteit gemiddeld €171 miljoen bedroeg. Het geringe beroep op de permanente faciliteiten in 2006 spoorde met de voorgaande jaren en weerspiegelt de grote efficiëntie van de interbancaire markt, alsook de kleinere liquiditeitsoverschotten of -tekorten die op de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiodes werden opgetekend. Deze vermindering van de liquiditeitstekorten en -overschotten is in overeenstemming met het beroep op “fine-tuning”-transacties in het geval van aanzienlijke fouten in de liquiditeitsprognoses.

#### **STELSEL VAN RESERVEVERPLICHTINGEN**

De kredietinstellingen in het eurogebied moeten minimumreserves aanhouden op rekeningen bij de NCB's. De reserveverplichtingen belopen 2% van de reservebasis van een kredietinstelling. De reservebasis wordt bepaald in verhouding tot onderdelen van de balans van deze instelling. Aan de reserveverplichtingen moet gemiddeld over een reserve-aanhoudingsperiode worden voldaan. Dit stelsel heeft twee functies: ten eerste, het stabiliseren van de korte geldmarktrente via de middelingsvoorziening en, ten tweede, het vergroten van het liquiditeitstekort, dat wil zeggen de totale behoefte van de banken aan herfinanciering door het Euro-

systeem. Het bedrag van de reserveverplichtingen nam in 2006 geleidelijk toe, tot €174,3 miljard tijdens de laatste aanhoudingsperiode van het jaar, vergeleken met €153,3 miljard in de overeenkomstige periode één jaar eerder.

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

De krediettransacties van het Eurosysteem dienen gedekt te zijn door toereikend onderpand. Deze vereiste heeft tot doel het Eurosysteem te beschermen tegen verliezen en te verzekeren dat voldoende onderpand beschikbaar is voor eventueel gebruik door tegenpartijen. Krediettransacties dienen voorts te worden verricht op een efficiënte en transparante wijze en gelijke toegang te bieden aan tegenpartijen van het Eurosysteem. Om deze redenen accepteert het Eurosysteem een breed scala van activa als onderpand.

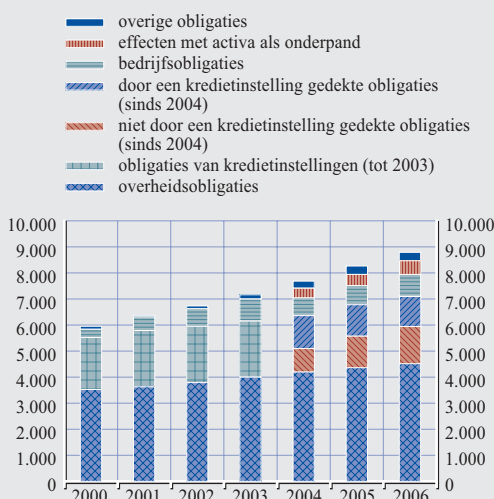
In 2006 steeg het gemiddelde bedrag aan beleenbaar verhandelbaar onderpand met 6% vergeleken met 2005, naar een totaal van €8.800 miljard zie (Grafiek 41). Overheidsschuld van in totaal €4.500 miljard vertegenwoordigde 52% van het geheel, terwijl het resterende gedeelte

bestond uit door kredietinstellingen uitgegeven, gedekte (waardepapieren van het Pfandbrief-type) of ongedekte obligaties (€2.600 miljard ofwel 29%), bedrijfsobligaties (€800 miljard, ofwel 9%), effecten met activa als onderpand (€500 miljard, ofwel 6%), en andere effecten, zoals door supranationale organisaties uitgegeven obligaties (€300 miljard, ofwel 4%). De gemiddelde waarde van de verhandelbare activa die door de tegenpartijen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem werden aangehouden, beliep in 2006 €910 miljard, tegen €866 miljard in 2005 (zie Grafiek 42).

Grafiek 43 illustreert het verschil tussen de activa die in aanmerking komen om als onderpand te worden gebruikt en de activa die daadwerkelijk als onderpand fungeerden in de krediettransacties van het Eurosysteem, uitgesplitst naar de verschillende types van activa. Overheidsschuld vertegenwoordigde 52% van het beschikbare verhandelbare onderpand, maar slechts 29% van het gebruikte onderpand. Ongedekte obligaties van kredietinstellingen waren daarentegen goed voor 16% van het beschikbare verhandelbare onderpand, maar vertegenwoordigden 31% van het gebruikte

**Grafiek 41 Beleenbare verhandelbare activa**

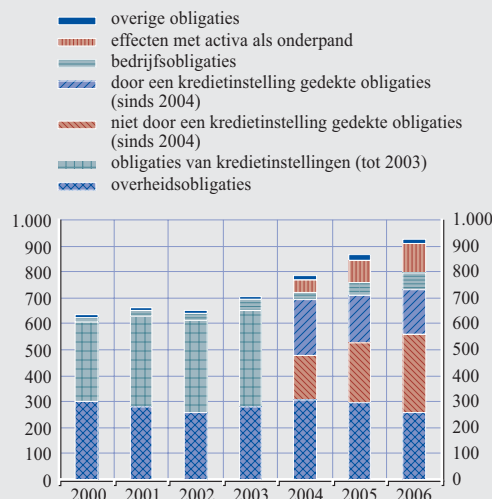
(miljarden euro's)



Bron: ECB.

**Grafiek 42 Als onderpand aangeboden beleenbare verhandelbare activa**

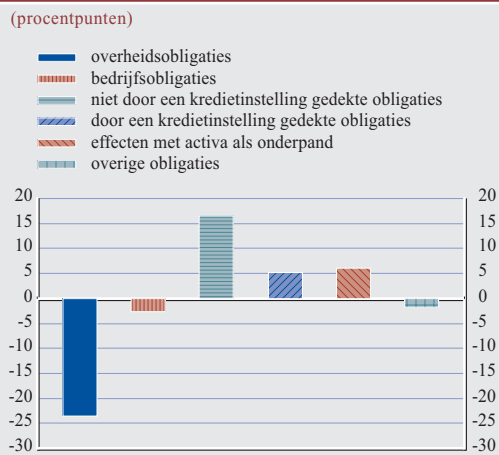
(miljarden euro's)



Bron: ECB.



**Grafiek 43 Verschil tussen het aandeel in de beleenbare verhandelbare activa en het aandeel in het aangeboden onderpand in 2006**



Bron: ECB.

onderpand. Waardepapieren met activa als onderpand vertegenwoordigden 6% van het beschikbare, maar 12% van het gebruikte onderpand.

Het Eurosysteem is in 2006 doorgedaan met het verbeteren van zijn onderpandskader. In het bijzonder werden de voorbereidende werkzaamheden afgerond voor de geleidelijke invoering van één enkel kader voor beleenbaar onderpand (ook bekend als de “enkelvoudige lijst”), geldend voor alle krediettransacties van het Eurosysteem, in overeenstemming met het tijdschema zoals bekendgemaakt door de Raad van Bestuur in februari 2005.

De eerste stap van deze geleidelijke invoering, betrekking hebbend op verhandelbare activa, werd in 2005 afgerond. De voorbereidende werkzaamheden voor de tweede stap werden in 2006 afgerond, en op 1 januari 2007 werd een afzonderlijke categorie activa, namelijk niet-verhandelbare activa, waaronder met name kredietvorderingen (ook wel aangeduid als bankleningen) geïntroduceerd.<sup>4</sup> Het op twee lijsten gebaseerde onderpandsysteem dat sinds het begin van de Monetaire Unie bestaat, zal vanaf 31 mei 2007 volledig worden vervangen door de enkelvoudige lijst.

Het enkelvoudige onderpandskader is opgezet als antwoord op de nadelen van het op twee lijsten gebaseerde onderpandskader, tegen de achtergrond van een toenemende mate van financiële-marktintegratie in het eurogebied. Het heeft tot doel het zogenoemde “level playing-field”, d.w.z. gelijke omstandigheden voor alle betrokken partijen, in het eurogebied te versterken, gelijke behandeling van tegenpartijen en emittenten verder te bevorderen, en de algehele transparantie van het onderpandskader te vergroten. Het nieuwe onderpandskader houdt tevens rekening met de groeiende behoefte aan onderpandsdekking in particuliere “wholesale”-markten en het toenemend gebruik van onderpand door het Eurosysteem. Meer in het algemeen bevordert het nieuwe kader – door de liquiditeit van een hele activacategorie te vergroten, zoals die van kredietvorderingen – de soepele werking van het financiële stelsel van het eurogebied en vormt het een betere afspiegeling van de activazijde van de balansen van tegenpartijen.

Het Eurosysteem heeft specifieke beleenbaarheidscriteria en een kredietbeoordelingskader gedefinieerd die van toepassing zijn op niet-verhandelbare activa in het gehele eurogebied. Deze zorgen ervoor dat dergelijke activa aan vergelijkbare onderpandnormen voldoen als die welke gelden voor verhandelbare activa. Voor kredietvorderingen is een overgangperiode voorzien tot 31 december 2011, waarbinnen een beperkt aantal beleenbaarheids- en operationele criteria binnen het eurogebied zullen blijven verschillen. Zo kunnen de NCB's gedurende deze overgangperiode een drempelbedrag voor kredietvorderingen voor binnenlands gebruik vaststellen, en kunnen voorts besluiten of er daarvoor al dan niet transactiekosten in rekening moeten worden gebracht. De activa op lijst 2 die niet aan de beleenbaarheidscriteria voor het enkelvoudige onderpandskader voldoen,

4 Gedetailleerde informatie kan worden gevonden in het document “Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem” van september 2006.



zullen uiterlijk 31 mei 2007 van de lijst worden afgevoerd.

Sinds mei 2006 zijn op effecten met activa als onderpand nieuwe beleenbaarheidscriteria van toepassing. De nieuwe criteria beperken de beleenbaarheid tot *true sale*-instrumenten en beogen daarmee hoofdzakelijk zowel kapitaalgedekte als niet-kapitaalgedekte effecten met activa als onderpand, waarvoor het kredietrisico kunstmatig is overgedragen met behulp van kredietderivaten, uit te sluiten. Daarnaast zijn uitsluitend niet-achtergestelde tranches<sup>5</sup> beleenbaar. Effecten met activa als onderpand die voorheen beleenbaar waren maar niet voldeden aan de nieuwe criteria, bleven tot 15 oktober 2006 beleenbaar. Participaties in Franse *fonds communs de créances* (FCC's) zullen gedurende een overgangperiode tot eind 2008 beleenbaar blijven.

In september 2006 heeft het Eurosysteem besloten dat de Short-Term European Papermarkt (STEP-markt) aanvaardbaar zou zijn als niet-gereguleerde markt met het oog op onderpandbeheer ten behoeve van krediettransacties van het Eurosysteem zodra de STEP-statistieken met rendementsgegevens op de website van de ECB waren gepubliceerd. Promesses die zijn uitgegeven in het kader van programma's die aan STEP voldoen, moeten aan de algemene beleenbaarheidscriteria voor verhandelbare activa voldoen.

Verder dienen internationale wereldwijde schuldbewijzen aan toonder om als beleenbaar onderpand te worden aangemerkt sinds 1 januari 2007 te worden uitgegeven in de vorm van een *New Global Notes* en dienen gedeponerd te zijn bij een *common safekeeper*. Internationale wereldwijde schuldbewijzen die voor 1 januari 2007 als *classical global notes* zijn uitgegeven, zullen tot het einde van hun looptijd beleenbaar blijven.

### **PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER**

Het onderpandskader van het Eurosysteem beoogt onder andere de statutaire vereiste van toereikende onderpandsdekking te vertalen in



concrete instrumenten en procedures die een adequate verkleining van de financiële risico's bij transacties met wederinkoop garanderen. Om dit doel te bereiken, dient het bij elke transactie aanvaarde onderpand van een zodanige kwaliteit en hoeveelheid te zijn dat, bij het in gebreke blijven van de tegenpartij en een daaropvolgend te gelde maken van het onderpand in de markt, het Eurosysteem zeer waarschijnlijk in staat zal zijn het volledige bedrag van zijn vordering te kunnen recupereren.

Risicobeperking in het kader van de liquiditeitsverschaffende transacties met wederinkoop van het Eurosysteem is gebaseerd op drie elementen.

- Het Eurosysteem gebruikt activa van een hoge kredietkwaliteit voor de onderpandsdekking van zijn transacties. In het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem (ECAF) zijn de procedures, regels en technieken neergelegd waarmee wordt gegaran-

<sup>5</sup> Een tranche (of subtranche) wordt als niet-achtergesteld beschouwd ten opzichte van andere tranches (of subtranches) van dezelfde emissie beschouwd als die tranche of subtranche vóór andere tranches of subtranches wordt afbetaald of uitgeteerd, of indien deze als laatste verliezen neemt met betrekking tot de onderliggende activa.

deerd dat alle beleenbare activa op de enkelvoudige onderpandlijst aan de hoge kredietnormen van het Eurosysteem voldoen. Voor het onderpand dat beleenbaar is voor krediettransacties van het Eurosysteem is de kredietkwaliteitsdrempel gedefinieerd als een “single A”-rating.<sup>6</sup> De ECAF zorgt ervoor dat de vier kredietbeoordelingsbronnen<sup>7</sup> die het gebruikt consistent, accuraat en vergelijkbaar zijn. Ter voorbereiding op de invoering van de enkelvoudige onderpandlijst op 1 januari 2007, heeft het Eurosysteem het ECAF gedurende 2006 voltooid zodat het zowel verhandelbare als niet-verhandelbare activa zou omvatten.

- Onderpand dient accuraat en dagelijks te worden gewaardeerd. Als voor een bepaald activum op de werkdag voorafgaand aan de dag van waardering geen geldige marktkoers beschikbaar is, bepaalt het Eurosysteem een theoretische koers. In april 2006 zijn twee waarderingcentra van het Eurosysteem in werking getreden voor het leveren van theoretische waarderingen: het ene wordt beheerd door de Deutsche Bundesbank voor de waardering van complexe vastrentende schuldbewijzen en de andere door de Banque de France voor de waardering van effecten met activa als onderpand.
- Teneinde het hoofd te bieden aan markt- en liquiditeitsrisico's, worden risicobeheersingsmaatregelen toegepast op het onderpand nadat het is gewaardeerd. Terwijl zij het Eurosysteem beschermen tegen financiële risico's bij zijn transacties, hebben deze maatregelen tot doel te voorkomen dat tegenpartijen worden bestraft en hen in staat te stellen beleenbare activa efficiënt te gebruiken. In 2006 heeft het Eurosysteem daarom een uniform methodologisch kader opgesteld voor het afleiden van surpluspercentageschema's voor zowel verhandelbare als niet-verhandelbare beleenbare activa, wederom met het oog op de invoering van de enkelvoudige lijst op 1 januari 2007.

## 1.2 VALUTATRANSACTIES

In 2006 ondernam de ECB om beleidsredenen geen interventies op de valutamarkt. Haar valutatransacties hielden uitsluitend verband met investeringsactiviteiten. Voorts verrichtte de ECB geen valutatransacties in niet tot het eurogebied behorende valuta's die deelnemen aan het ERM II.

In 2006 werd drie keer gebruik gemaakt van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het IMF. Krachtens deze overeenkomst kan het IMF namens de ECB transacties in bijzondere trekingsrechten (SDR-special drawing rights) initiëren met andere houders van bijzondere trekingsrechten.

## 1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

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

De ECB heeft twee portefeuilles op haar balans: haar deviezenportefeuille en haar eigen vermogen.

### BEHEER VAN EXTERNE RESERVES

De deviezenportefeuille van de ECB weerspiegelt de overdrachten van externe reserves van de NCB's van het eurogebied aan de ECB, als ook de vroegere deviezen- en goudtransacties van de ECB. Het beheer van de externe reserves van de ECB strekt ertoe te waarborgen dat de ECB te allen tijde kan beschikken over een toe-

6 “Single A” wil zeggen een minimale lange-termijnrating van “A-” door Fitch of S&P, of “A3” door Moody's.

7 De vier bronnen zijn: externe kredietbeoordelingsinstellingen (of *rating agencies*), interne kredietbeoordelingssystemen van nationale centrale banken, op interne ratings gebaseerde systemen van tegenpartijen of rating-instrumenten van derden. Elke kredietkwaliteitbeoordelingsbron omvat een aantal verschillende kredietkwaliteitbeoordelingssystemen.

reikend bedrag aan liquide middelen voor het verrichten van valutabeleidstransacties met betrekking tot niet-EU-valuta's. De doelstellingen voor het beheer van de externe reserves van de ECB zijn, in volgorde van belang, liquiditeit, veiligheid en rendement.

De portefeuille van de ECB bestaat uit Amerikaanse dollars, Japanse yen, goud en speciale trekkingsrechten. De tegoeden in goud en in bijzondere trekkingsrechten werden in 2006 niet actief geïnvesteerd. De ECB verkocht in de loop van het jaar in totaal rond 80 ton goud. Deze goudverkoop waren volledig in overeenstemming met de goudovereenkomst tussen de centrale banken van 27 september 2004, die door de ECB werd ondertekend. De totale opbrengst van de goudverkoop werden toegevoegd aan de portefeuille in Japanse yen.

De waarde van de netto externe reserves van de ECB<sup>8</sup> tegen huidige wisselkoersen en marktprijzen daalde van €43,5 miljard<sup>9</sup> eind 2005 naar €42,3 miljard eind 2006, waarvan €32,0 miljard luidde in vreemde valuta – de Japanse yen en de Amerikaanse dollar – en €10,3 miljard in goud en SDR's. Op basis van de wisselkoersen van eind 2006, vertegenwoordigden in Amerikaanse dollar luidende activa 83% van de deviezenreserves, en bestond de overige 17% uit in Japanse yen luidende activa. De verandering in de waarde van de portefeuille gedurende 2006 was voornamelijk het gevolg van de depreciatie van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen ten opzichte van de euro, die slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door de appreciatie van goud en door de positieve netto opbrengsten (waaronder kapitaalwinsten en rentebaten) uit portefeuillebeheeractiviteiten.

Het nieuwe operationele kader voor het externe-reservebeheer van de ECB werd in januari 2006 soepel geïmplementeerd. Elke NCB mag nu in de regel slechts één portefeuille beheren (d.w.z. ofwel een Amerikaanse-dollar- ofwel een Japanse-yenportefeuille), met thans twee NCB's die er twee beheren.<sup>10</sup> Deze verandering heeft de efficiëntie van het gedecentraliseerd uitvoeren

van beleggingstransacties binnen het Eurosysteem vergroot.

In 2006 werd verder gewerkt aan de uitbreiding van de lijst van beleenbare instrumenten waarin de externe reserves kunnen worden belegd. Deviezenwaps voor beleggingsdoeleinden en Amerikaanse STRIP's<sup>11</sup> zijn aan deze lijst toegevoegd. Tevens is vooruitgang geboekt met de werkzaamheden voor het introduceren van renteswaps, waarbij de interne systeemtests nagenoeg afgerond zijn. Er is een proefproject gestart om een *automatic securities lending programme* (ASLP) op te zetten, en de ECB zal een leverancier aanwijzen die een ASLP voor de Amerikaanse-dollarportefeuille moet leveren.

#### BEHEER VAN HET EIGEN MIDDELEN

De eigen-vermogenportefeuille van de ECB bestaat uit de belegde tegenwaarde van het volgestorte kapitaal van de ECB, evenals bedragen die van tijd tot tijd worden aangehouden in haar algemeen reservefonds en haar voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijrisico's. De bedoeling van deze portefeuille is de ECB inkomsten te verschaffen om haar operationele uitgaven te dekken. Het beheer ervan moet op de lange termijn opbrengsten genereren die hoger zijn dan de gemiddelde basisherfinancieringsrente van de ECB. De portefeuille is belegd in in euro luidende activa.

De waarde van de portefeuille tegen huidige marktprijzen groeide van €6,4 miljard eind 2005 naar €7,5 miljard eind 2006. Het grootste deel van de stijging in marktwaarde was het gevolg

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

9 Het in het Jaarverslag van 2005 opgenomen bedrag (€41,0 miljard) was uitsluitend gebaseerd op officiële-reservecijfers. In deze publicatie wordt een verfijning van de definitie van netto reserves doorgevoerd, die in voetnoot 8 wordt toegelicht.

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

11 STRIP staat voor *Separate Trading of Registered Interest and Principal*, en is een waardepapier gecreëerd door het scheiden van de obligatiehoofdsom en de rentebetalingen in een Amerikaanse staatsobligatie.

van de investering van de in 2005 door de ECB gecreëerde voorziening tegen wisselkoers- en renterisico in de eigen-vermogenportefeuille. Beleggingsrendementen droegen eveneens positief bij aan de stijging in marktwaarde.

In de loop van het jaar werden obligaties met nulcoupon en handelspapier van hoge kwaliteit uitgegeven door entiteiten die reeds in aanmerking kwamen voor het beleggen van eigen vermogen, toegevoegd aan de beleggingsalternatieven die ter beschikking staan voor het beheer van deze portefeuille. Bovendien werd de lijst van in aanmerking komende emittenten van gedekte obligaties en obligaties zonder onderpand uitgebreid.

#### **PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER**

Door haar beleggingsactiviteiten is de ECB blootgesteld aan financiële risico's, zoals markt-, krediet- en liquiditeitsrisico's. Deze risico's worden beheerst via strikte beleidsregels en procedures, een uitgebreide limietstructuur en de dagelijkse controle op het voldoen aan deze limieten.<sup>12</sup> Het risicobeheersingskader voor beleggingstransacties van de ECB werd gedurende 2006 verder verbeterd. Wat betreft het beheersen van het renterisico, zijn bindende relatieve Value-at-Risk (VaR)-limieten<sup>13</sup> voor portefeuilles ten opzichte van referentieportefeuilles geïntroduceerd, ter vervanging van looptijdlimieten.

Het dominante risico dat de ECB loopt, is het marktrisico. Een uitsplitsing van de VaR van de beleggingsportefeuilles van de ECB laat zien dat bij elk conventioneel betrouwbaarheidsniveau, meer dan negen-tiende van het marktrisico wordt veroorzaakt door valuta- en goudprijsrisico's, en voor het resterende deel door het renterisico. VaR-ramingen van het kredietrisico van de ECB zijn zelfs lager dan die van het renterisico, aangezien het kredietrisico wordt verkleind door strikte beleenbaarheidscriteria en limieten voor landen, emittenten en tegenpartijen.

Financiële risico's worden grotendeels bepaald door de omvang en valutasamenstelling van de

externe reserves van de ECB en, in mindere mate, door de allocatie van activa binnen de verschillende valutaportefeuilles. Het lage renterisico is echter tevens het gevolg van de betrekkelijk lage, gewijzigde looptijd van de beleggingsportefeuilles van de ECB.

<sup>12</sup> Zie voetnoot 10.

<sup>13</sup> VaR op betrouwbaarheidsniveau  $\alpha$  en horizon T wordt gedefinieerd als het verlies dat aan het einde van de horizon T met een waarschijnlijkheid van  $1-\alpha$  zal worden overschreden. De berekening van VaR-cijfers voor kredietrisico zijn moeilijker en onderhevig aan meer aannames dan de berekening van VaR-cijfers voor de markt.

## 2 BETALINGSVERREKENINGS- EN EFFECTENAFWIKKELSYSTEMEN

Het Eurosysteem heeft de statutaire taak om de goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen. Het belangrijkste instrument voor het vervullen van die taak bestaat – naast het uitoefenen van toezicht (zie §4 van Hoofdstuk 4) – uit het bieden van faciliteiten voor een efficiënte en gedegen afwikkeling van betalingen en effectentransacties. Daartoe heeft het Eurosysteem TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system) ontwikkeld, een real-time gross settlement-systeem (RTGS-systeem) voor grote betalingen in euro. Men is inmiddels ver gevorderd met de ontwikkeling van een tweede generatie, TARGET2 genaamd. De bedoeling is dat de eerste groep landen op 19 november 2007 hierop overgaat.

Voor de afwikkeling van effectentransacties worden door het Eurosysteem en de markt verscheidene mogelijkheden geboden om het grensoverschrijdende gebruik van onderpand te vergemakkelijken. Daarnaast studeert het Eurosysteem momenteel op mogelijkheden om via het gemeenschappelijke platform met geharmoniseerde procedures aan effectenbewaarbedrijven diensten te leveren op het gebied van effectenafwikkeling in centrale-bankgeld, ten behoeve van TARGET2-betaaldiensten (TARGET2-Securities).

### 2.1 TARGET

Het huidige TARGET-systeem is een “systeem van systemen”, opgebouwd uit de nationale RTGS-systemen van zeventien lidstaten van de EU, het betalingsmechanisme van de ECB (EPM) en een koppelingsmechanisme dat het mogelijk maakt tussen de gekoppelde systemen betalingen te verwerken.

In 2006 heeft TARGET verder bijgedragen aan de soepele werking van de eurogeldmarkt en, omdat de krediettransacties van het Eurosysteem via dit systeem worden verwerkt, wederom een belangrijke rol gespeeld bij de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Vanwege de door het systeem geboden

real-time verrekening in centrale-bankgeld en de brede marktdekking werd TARGET ook gebruikt voor een verscheidenheid aan andere betalingen. TARGET heeft in 2006 soepel en goed gefunctioneerd, waarbij de tendens om grote betalingen in toenemende mate in euro te verrekenen werd voortgezet; conform de beleidsdoelstelling van het Eurosysteem om verrekeningen in centrale-bankgeld te bevorderen als een uitzonderlijk veilige manier van betalen. In 2006 werd 89% van de totale omzet aan grote betalingen in euro via TARGET verwerkt. TARGET kan worden gebruikt voor alle in euro luidende overboekingen tussen aangesloten banken, waarbij ten aanzien van het bedrag geen boven- of ondergrens geldt. Dergelijke overboekingen kunnen zowel worden verricht tussen banken binnen dezelfde lidstaat van de EU (binnenlandse betalingen) als tussen banken in verschillende lidstaten van de EU (grensoverschrijdende betalingen).

Volgens een in 2006 gehouden enquête telde TARGET per 31 december 2005 10.564 deelnemers. In totaal kunnen rond 53.000 instellingen, waaronder vooral bijkantoren van deelnemers, via TARGET worden bereikt met behulp van een Bank Identifier Code (BIC).

Volgend op haar besluit niet aan TARGET2 mee te doen, heeft Sveriges Riksbank in 2006 voorbereidingen getroffen voor de loskoppeling, per 2 januari 2007, van haar TARGET-component E-RIX.

### DOOR TARGET VERWERKTE TRANSACTIES

In 2006 zijn de gemiddeld door TARGET per dag verwerkte betalingen zowel in aantal als in waarde met 10% gestegen. In Tabel 12 wordt een overzicht gegeven van het door TARGET in 2006 verwerkte betalingsverkeer, waarbij ook een vergelijking wordt gemaakt met 2005. In 2006 bereikte de algehele beschikbaarheid van TARGET, d.w.z. de tijd dat TARGET gedurende de openingsuren door de deelnemers zonder incidenten kon worden gebruikt, een niveau van 99,87%. Van de grensoverschrijdende betalingen werd 96,75% binnen vijf minuten verwerkt.



**Tabel 12 Betalingsverkeer in TARGET <sup>1)</sup>**

Aantal betalingen	2005	2006	Mutatie (%)
<b>Totaal algemeen</b>			
Totaal	76.150.602	83.179.996	9
Daggemiddelde	296.306	326.196	10
<b>Binnenlands<sup>2)</sup></b>			
Totaal	58.467.492	64.162.211	10
Daggemiddelde	227.500	251.617	11
<b>Grensoverschrijdend</b>			
Totaal	17.683.110	19.017.785	8
Daggemiddelde	68.806	74.580	8
<b>Bedrag (EUR miljard)</b>			
<b>Totaal algemeen</b>			
Totaal	488.900	533.541	9
Daggemiddelde	1.902	2.092	10
<b>Binnenlands<sup>2)</sup></b>			
Totaal	324.089	348.764	8
Daggemiddelde	1.261	1.368	8
<b>Grensoverschrijdend</b>			
Totaal	164.812	184.777	12
Daggemiddelde	641	725	13

Bron: ECB.  
1) 257 werkdagen in 2005 en 255 werkdagen in 2006.  
2) Met inbegrip van het betalingsverkeer van deelnemers op afstand.

### NOODVOORZIENINGEN BINNEN TARGET VOOR STELSELKRITISCHE BETALINGEN

Als gevolg van de centrale rol die TARGET binnen de markt speelt en de door het systeem geboden brede marktdekking, is het voor een betrouwbare en soepele werking ervan van essentieel belang dat een gedegen bescherming wordt geboden tegen een groot aantal bedreigingen. Het is van het allergrootste belang dat stelselkritische betalingen – betalingen die, als ze niet tijdig worden verwerkt, een systeemrisico met zich meebrengen – onverwijd worden uitgevoerd, ook onder abnormale omstandigheden. Het Eurosysteem heeft noodvoorzieningen getroffen om te waarborgen dat dergelijke betalingen op ordelijke wijze worden verwerkt, ook als TARGET niet zou functioneren. In 2006 zijn wederom door centrale banken proeven uitgevoerd (veelal met inschakeling van commerciële banken), waarbij de goede werking van de noodvoorzieningen binnen TARGET is vastgesteld. De proeven hebben uitgewezen dat het Eurosysteem goed in staat is te waarborgen dat de betalingssystemen en de financiële markten in een

crisisituatie zonder problemen blijven functioneren.

### KOPPELING LIDSTATEN DIE IN 2004 TOT DE EU TOETRADEN

In oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, na de uitbreiding van de EU in 2004, de nationale banken van de nieuwe lidstaten de mogelijkheid – maar niet de verplichting – zouden krijgen tot aansluiting op het huidige TARGET-systeem. Gezien de beperkte resterende levensduur van TARGET in zijn huidige vorm en met het oog op kostenbesparing heeft het Eurosysteem alternatieven voor volledige integratie ontwikkeld, waardoor de systemen van de nieuwe lidstaten aan het huidige TARGET-systeem gekoppeld kunnen worden.

Na de koppeling van Narodowy Bank Polski met TARGET via het RTGS-systeem van Banca d'Italia in 2005, is op 20 november 2006 ook het in euro werkende RTGS-systeem van Eesti Pank via het systeem van Banca d'Italia op TARGET aangesloten. De Sloveense banken kunnen sinds juli 2005 gebruik maken van TARGET door middel van toegang op afstand tot de Duitse TARGET-component. Banca Slovenije heeft uit efficiëntieoverwegingen besloten om, in plaats van een eigen in euro werkend RTGS-systeem te ontwikkelen, voor de aansluiting op TARGET gebruik te maken van het RTGS-systeem van Deutsche Bundesbank. Banca Slovenije werd op 2 januari lid van het Eurosysteem.

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

Het ESCB onderhoudt nauwe betrekkingen met de gebruikers van TARGET om te waarborgen dat aan de wensen van deze gebruikers terdege aandacht wordt geschonken en dat daaraan op passende wijze wordt tegemoetgekomen. Evenals in voorgaande jaren zijn in 2006 regelmatig bijeenkomsten gehouden tussen de aan TARGET gekoppelde nationale centrale banken en de nationale TARGET-gebruikersgroepen. Daarnaast hebben gezamenlijke bijeenkomsten plaatsgehad van de TARGET2 Werkgroep van het ESCB en de TARGET Werkgroep van het Europese

bankwezen om over operationele onderwerpen met betrekking tot TARGET te spreken. Strategische onderwerpen zijn behandeld in de Contact Group on Euro Payments Strategy, waarin hoge functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben. Het Eurosysteem onderhield in 2006 als beheerder van het grootste RTGS-systeem ter wereld nauwe contacten met de beheerders van dergelijke systemen in andere belangrijke muntgebieden. Door de toenemende gezamenlijke belangen, onder meer als gevolg van de activiteiten in het kader van Continuous Linked Settlement (CLS), is de behoefte ontstaan aan gezamenlijk overleg over operationele aangelegenheden.

## 2.2 TARGET2

Op 21 juli 2006 heeft de Raad van Bestuur een “Communication on TARGET2” uitgebracht met daarin een uitleg van de lichte wijzigingen in het tarievenstelsel van de kerndiensten van TARGET2, een beschrijving van de basiselementen van het tarievenstelsel voor clearing- en settlementsystemen, en informatie over de verschillende wijzen waarop aan TARGET2 kan worden deelgenomen. Verder bevatte dit bericht een uiteenzetting van het nieuwe tarievenstelsel voor de optionele faciliteit om liquiditeit te “poolen” en nieuwe elementen in het tarievenstelsel. Dankzij deze herzieningen omvat het tarievenstelsel van TARGET2 thans alle vormen van toegang tot het systeem.

Verder heeft de Raad van Bestuur op 22 november 2006 zijn derde voortgangsrapportage betreffende TARGET2 gepubliceerd. Dit verslag bevat informatie over de meest recente besluiten van het Eurosysteem ten aanzien van lopende tarifiering- en juridische aangelegenheden, alsook over noodvoorzieningen en de komende test- en migratie-activiteiten. Het verslag vermeldt daarnaast dat de voorbereidende werkzaamheden volgens plan verliepen en bevestigt dat 19 november 2007 de startdatum is voor TARGET2. De data voor de twee daaropvolgende migratiegolven, waarna alle centrale banken en TARGET-gebruikers gemigreerd

zullen zijn naar TARGET2, worden eveneens bevestigd (18 februari en 19 mei 2008).

Met betrekking tot het stelsel van tarieven voor de kerndiensten heeft de Raad van Bestuur besloten om de op transactievolume gebaseerde degressieve tarievenstructuur uit te breiden met een tarief van 12,5 eurocent voor elke betaling boven de 100.000 betalingen per maand. Deze wijziging in het tarievenstelsel werd mogelijk gemaakt door een opwaartse herziening van de verwachtingen ten aanzien van het betalingsvolume. Deze herziening volgde op een analyse van het betalingsvolumebehoop in het huidige TARGET-systeem, die wees op een hoger duurzaam groeitempo dan aanvankelijk was voorzien.

De Raad van Bestuur heeft ook een besluit genomen over de drie tariefelementen voor clearing- en settlementsystemen. Ten eerste zal een vast tarief van €12.000 per jaar worden berekend voor elk systeem dat in centrale-bankgeld verrekent, ongeacht of hiervoor gebruik wordt gemaakt van het RTGS-systeem of van de thuisrekening van de desbetreffende centrale bank. Een tweede vast tarief, dat varieert van €5.000 tot €50.000 per jaar, zal gaan gelden voor systemen op basis van hun onderliggende bruto waarde. Verder gaat er een derde transactietarief gelden voor deze systemen, waarvoor gekozen zal kunnen worden tussen een basistarief en een degressief tarief (in beide gevallen tevens bestaand uit een vast-tariefelement).

Tevens is besloten het tarief voor het “poolen” van liquiditeit te verlagen en deze faciliteit daardoor aantrekkelijker te maken voor banken.<sup>14</sup> Het “poolen” van liquiditeit wordt als zinvol ervaren omdat hierdoor de versplintering die het gevolg is van het aanhouden van meerdere rekeningen binnen het Eurosysteem, wordt voorkomen. Verder zal binnen groepsrekeningen een groepstarief gaan gelden. Het komt erop neer dat hierbij voor alle groepsbetalingen het degressief transactietarief zal worden gehan-

<sup>14</sup> Voor nadere details wordt verwezen naar “Communication on TARGET2” van de ECB; publicatiedatum: 21 juli 2006 (<http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html>).



teerd dat normaliter geldt voor betalingsopdrachten die vanaf één rekening komen.

Voor deelname biedt TARGET2 de twee “klassieke” mogelijkheden, te weten directe en indirecte deelname. Deelname kan ook worden georganiseerd via toegang door “meerdere geadresseerden”. Dankzij deze optie kan een directe deelnemer tot de groep behorende bijkantoren en dochterondernemingen in de Europese Economische Ruimte autoriseren betalingen via zijn RTGS-rekening te laten lopen zonder daarin zelf te bemiddelen. Bovendien kan elke cliënt of directe deelnemer met een BIC via zijn directe deelnemer betaalopdrachten versturen of betalingen ontvangen in TARGET2 (“adreseerbare BIC-toegang”). Vanuit technisch en operationeel oogpunt is adreseerbare BIC-toegang gelijk aan indirecte deelname, met dit verschil dat in het laatste geval de indirecte deelnemer door het systeem wordt herkend en daardoor profiteert van de beschermende bepalingen van de nationale wet waarmee uitvoering wordt gegeven aan de Settlement Finality Directive, mits die wet ook betrekking heeft op indirecte deelnemers.

Naast de technische ontwikkeling van het Single Shared Platform (SSP) waren in 2006 de werkzaamheden gericht op het juridische kader voor TARGET2, de ontwikkeling van interne operationele procedures en de beschrijving van een gebruikerstestplan. Het ligt in de bedoeling om in mei 2007 met de gebruikerstests te beginnen, omdat de eerste groep landen op 19 november 2007 naar TARGET2 migreert. Op 11 juli 2006 ontving het bankwezen een op de gebruiker gericht projectplan dat een indicatie geeft van de belangrijkste mijlpalen in het TARGET2-project.

Op de webpagina's van sites van de ECB en de nationale centrale banken valt de laatste relevante informatie over bij voorbeeld TARGET2 te lezen:

- Op 17 februari 2006, publiceerde het Euro-systeem informatie over de overlapping tussen de migratie naar TARGET2 en die naar SWIFTNet Phase 2. Geadviseerd werd de

migratie naar SWIFTNet Phase 2 eerst af te ronden alvorens naar TARGET2 te migreren, ondanks het feit dat de twee migraties niet technisch afhankelijk van elkaar zijn.

- De nationale migratieprofielen werden tussen april en november 2006 regelmatig bijgesteld. Deze profielen laten voor elke centrale bank zien welke SSP-modules gebruikt gaan worden en hoe clearing- en settlement-systemen vanaf de dag na de migratie naar TARGET2 gaan verrekenen. Ter aanvulling op deze profielen werd op 30 oktober 2006 een overzicht gepubliceerd van het eventuele gebruik van een eigen thuisrekening door centrale banken.
- Op 7 december 2006 verscheen het gebruikershandboek voor de *Information and Control Module of the SSP*, terwijl tussentijdse versies van het *User Detailed Functional Specifications book 4 on XML messages* en de desbetreffende *XML scheme files* het hele jaar door werden uitgebracht.
- Een voorlopige versie van de handleiding voor TARGET2-gebruikerstests, waarin de procedures voor tests en de autorisatie van deelnemers worden uiteengezet, kwam op 7 november 2006 uit. Verder kwam op 31 januari 2007 een on-line applicatie ter beschikking om toekomstige TARGET2-deelnemers informatie over de gebruikerstests te verschaffen.

### 2.3 TARGET2-SECURITIES

Op 7 juli 2006 maakte de ECB bekend dat het Eurosysteem bezig was mogelijkheden te onderzoeken voor de levering van diensten voor de afwikkeling van effectentransacties in euro die in centrale-bankgeld worden verrekend.

In het huidige systeem verrekenen de centrale effectenbewaarbedrijven van het eurogebied het in centrale-bankgeld uitgedrukte gedeelte van effectentransacties in euro via de plaatselijke RTGS-component van het TARGET-stelsel.

Hiervoor moeten de desbetreffende effectenbewaardebedrijven tevens deelnemen aan het nationale RTGS-systeem van het land waar het bedrijf is gevestigd. Dit betekent dat bedrijven die als settlementinstelling deelnemen aan meer dan een effectenbewaardebedrijf een settlementrekening dienen aan te houden in elke relevante TARGET-component.

Met de invoering van TARGET2 wordt het voor iedere deelnemer daaraan mogelijk om via een enkele TARGET2-rekening transacties te verrichten via elk effectenbewaardebedrijf dat centrale-bankgeld verrekent in euro. Deze mogelijkheid zal waarschijnlijk leiden tot een stijgende vraag naar de mogelijkheid om effectenafwikkeling ook gecentraliseerd te laten verlopen, via een gemeenschappelijke effectenrekening. Hierdoor zouden TARGET2-deelnemers namelijk hun liquiditeitsbeheer voor geldmarkttransacties tegen of zonder onderpand kunnen optimaliseren en zodoende de voordelen van TARGET2 volledig benutten. Na de invoering van een gemeenschappelijke dienst binnen het Eurosysteem voor de afwikkeling van effectentransacties krijgen TARGET2-deelnemers de keuzemogelijkheid om op een geïntegreerde wijze met hun TARGET2-kasrekening hun effectenportefeuille te beheren. Een dergelijk platform zou slechts settlementdiensten aan effectenbewaardebedrijven leveren, terwijl de overige diensten van effectenbewaardebedrijven (zoals beheershandelingen, bewaarfuncties, bewaarneming en beheer) door deze bedrijven zelf zouden blijven worden aangeboden. Gekeken zal worden naar welke synergievoordelen er voor de markt te behalen zijn met ander faciliteiten van het Eurosysteem, met name in verband met het TARGET2-systeem.

Het Eurosysteem heeft de mogelijke komst van een nieuw effectenafwikkelingsplatform, TARGET2-Securities geheten, aangekondigd. De daaropvolgende besprekingen met effectenbewaardebedrijven en andere marktdeelnemers vonden op zowel nationaal als Europees niveau plaats. Op 28 september werd de voorlopige reactie van de markt op TARGET2-Securities op de website van de ECB gepubliceerd. Daarin

vroeg de industrie in zijn geheel aan het Eurosysteem om nadere gegevens over dit initiatief, terwijl banken over het algemeen meer potentiële kansen zagen dan effectenbewaardebedrijven. Het project kreeg resolute steun van de Europese Commissie.

Op 20 oktober 2006 maakte de ECB bekend dat de Raad van Bestuur de Payment and Settlement Systems Committee verzocht had om een gedetailleerd onderzoek uit te voeren naar de operationele, economische, wettelijke en technische haalbaarheid van TARGET2-Securities. Vanaf medio december 2006 is een reeks vergaderingen belegd met verschillende belanghebbenden om een breed scala van onderwerpen in verband met het initiatief te bespreken.

TARGET2-Securities, dat volledig in eigendom en beheer van het Eurosysteem zal blijven, zou door zijn hoge efficiëntieniveau en de technische harmonisatie die dit systeem bij de marktdeelnemers zou opleveren – met name op het gebied van grensoverschrijdende activiteiten – aanzienlijke kostenbesparingen kunnen bieden. Implementatie van TARGET2-Securities zou een grote stap voorwaarts betekenen in de richting van een gemeenschappelijke interface van het Eurosysteem met de markt. Daarnaast zou het ook als interface kunnen gaan fungeren met het onderpandbeheer van het Eurosysteem en daardoor het liquiditeitbeheer in geheel Europa vergemakkelijken. Ook zouden mogelijk synergievoordelen te behalen zijn met andere faciliteiten van het Eurosysteem, in het bijzonder TARGET2 en oplossingen voor het grensoverschrijdend gebruik van onderpand.

## 2.4 AFWIKKELINGSPROCEDURES VOOR ONDERPAND

Beleenbare activa kunnen grensoverschrijdend als onderpand worden gebruikt voor alle typen krediettransactie binnen het Eurosysteem door middel van het correspondentenmodel voor centrale banken of via goedgekeurde koppelingen tussen effectenafwikkelingsystemen in het eurogebied. Het correspondentenmodel wordt door het Eurosysteem

teem geboden, terwijl de oplossing van goedgekeurde koppelingen uit de markt komt.

De door het Eurosysteem als grensoverschrijdend onderpand aangehouden activa stegen van €440 miljard in december 2005 tot €514 miljard in december 2006. Eind 2006 vertegenwoordigde grensoverschrijdend onderpand 52,3% van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand. In 2006 oversteeg het grensoverschrijdende gebruik van onderpand voor het eerst het binnenlandse gebruik daarvan. Deze cijfers bevestigen de in de afgelopen jaren waarneembare trend van groeiende integratie van de financiële markten in het eurogebied en een toenemende bereidheid van tegenpartijen om activa in portefeuille te houden die zich elders in het eurogebied bevinden.

#### **HET CORRESPONDENTENMODEL VOOR CENTRALE BANKEN**

Het correspondentenmodel voor centrale banken was wederom het belangrijkste instrument voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand bij de monetaire-beleidstransacties en krediettransacties van het Eurosysteem gedurende de werkdag. Het model nam 39,7% van het totale in 2006 aan het Eurosysteem verstrekte onderpand voor zijn rekening. De via het correspondentenmodel voor centrale banken in bewaring gehouden activa zijn toegenomen van €353 miljard per ultimo 2005 tot €414 miljard per ultimo 2006.

De werkzaamheden ter herziening van het technische en operationele kader van het correspondentenmodel voor centrale banken, die ook de tenuitvoerlegging behelsden van het nieuwe onderpandkader van het Eurosysteem dat door de Raad van Bestuur in juli 2005 is goedgekeurd, werden in 2006 voltooid. Het bedoelde kader is ook herzien met oog op de integratie van nieuwe landen in het eurogebied. In dit verband werd op 21 december 2006 de overeenkomst in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken getekend.

Aangezien er door de markt geen volwaardig alternatief wordt geboden voor het correspon-

dentenmodel voor centrale banken, dat bij ontstentenis van een oplossing vanuit de markt voor het gehele eurogebied oorspronkelijk als tussenoplossing was bedoeld, besloot de Raad van Bestuur op 3 augustus 2006 deze dienst tot na 2007 te blijven verlenen. De ECB is ook bezig met een analyse van de mogelijkheden om het operationele kader voor het onderpandbeheer binnen het Eurosysteem te harmoniseren.

#### **GOEDGEKEURDE KOPPELINGEN TUSSEN NATIONALE EFFECTENAFWIKKELSYSTEMEN**

Nationale effectenafwikkelingsystemen kunnen door middel van contractuele en operationele regelingen worden gekoppeld om de grensoverschrijdende overdracht van berekenbare effecten tussen die systemen mogelijk te maken. Als beleenbare effecten eenmaal via dergelijke koppelingen aan een ander effectenafwikkelingsysteem zijn overgedragen, kunnen zij via de plaatselijke procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Momenteel zijn voor tegenpartijen 59 koppelingen beschikbaar, waarvan slechts een beperkt aantal actief wordt benut. Bovendien bestrijken deze koppelingen slechts een deel van het eurogebied. Koppelingen mogen worden gebruikt voor de krediettransacties van het Eurosysteem wanneer zij voldoen aan de negen gebruikersnormen van het Eurosysteem.<sup>15</sup> Het Eurosysteem beoordeelt nieuwe koppelingen of aanpassingen van goedgekeurde koppelingen op basis van deze normen. In 2006 werden drie bestaande koppelingen aangepast en goedgekeurd. Bovendien wordt het mogelijke gebruik van enkele doorgeschakelde koppelingen, waarmee meer dan twee effectenbewaarbeprijven gemoeid zijn, momenteel aan een beoordeling onderworpen.

Het via koppelingen aangehouden onderpand is toegenomen van €91 miljard in december 2005 tot €99 miljard in december 2006, maar maakte slechts 10,5% uit van het totale door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdende en binnenlandse onderpand.

<sup>15</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januari 1998.

## 3 BANKBIJETTEN EN MUNTEN

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

#### VRAAG NAAR EUROBANKBIJETTEN EN MUNTEN

Eind 2006 waren er 11,3 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een waarde van €628,2 miljard, waarmee het aantal 9,5% en de waarde 11,2% toegenomen waren ten opzichte van de niveaus per eind 2005 (10,4 miljard bankbiljetten met een waarde van €565,2 miljard). De waarde van de bankbiljetten in omloop is sinds de overgang op de chartale euro in 2002 continu gestegen, zij het met een afnemend twaalfmaands groeitempo (zie de Grafieken 44 en 45). In waardetermen wordt naar schatting tussen 10% en 20% van de biljetten in omloop aangehouden door niet-ingezetenen van het eurogebied, die de vraag naar eurobankbiljetten blijven genereren, vooral als oppotmiddel of als een parallelvaluta.

De dynamische groei van het aantal bankbiljetten in omloop van €50, €100 en €500 hield in 2006 aan met respectievelijk 12,5%, 9,6% en 13,2%. Het aantal biljetten in omloop van andere coupures steeg met percentages tussen 2,7% en 8,2% (zie Grafiek 46).

In 2006 is het totale aantal euromunten in omloop (d.w.z. de netto omloop onder aftrek van de door de nationale centrale banken aangehouden voorraden) met 10,4% toegenomen tot

69,5 miljard, terwijl de waarde van de muntenomloop met 7,4% steeg tot €17,9 miljard. De relatief krachtige toename van het aantal munten hield vooral verband met de aanhoudend grote vraag naar munten met een lage waarde die het gevolg is van betrekkelijk hoge verliespercentages en oppotten.

#### VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

De aantallen uitgegeven en ontvangen eurobiljetten bleven de licht opwaartse tendens van voorgaande jaren volgen. In 2006 gaven de nationale centrale banken in het eurogebied 32,5 miljard bankbiljetten uit, en werden 31,5 miljard bankbiljetten teruggestort. De terugkeerfrequentie<sup>16</sup> van de bankbiljetten in omloop daalde licht, van 3,17 in 2005 tot 3,03 in 2006. Alle bij de nationale centrale banken van het eurogebied teruggestorte eurobankbiljetten worden op echtheid en kwaliteit gecontroleerd met behulp van volledig geautomatiseerde bankbiljettenverwerkingsmachines, waardoor de kwaliteit van de bankbiljetten in omloop gegarandeerd wordt. Gedurende dit proces werden rond 5,2 miljard bankbiljetten (een toename van 26,2% ten opzichte van het voorgaande jaar) door de nationale centrale banken afgekeurd en vervangen.

<sup>16</sup> Gedefinieerd als het totale aantal bij de nationale centrale banken in een bepaalde periode teruggestorte bankbiljetten gedeeld door het gemiddelde aantal bankbiljetten dat gedurende die periode in omloop is.

**Grafiek 44 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2006**

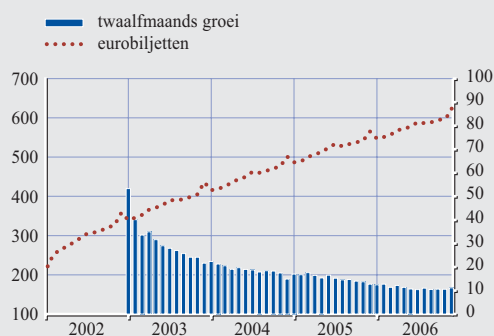
(miljarden)



Bron: ECB.

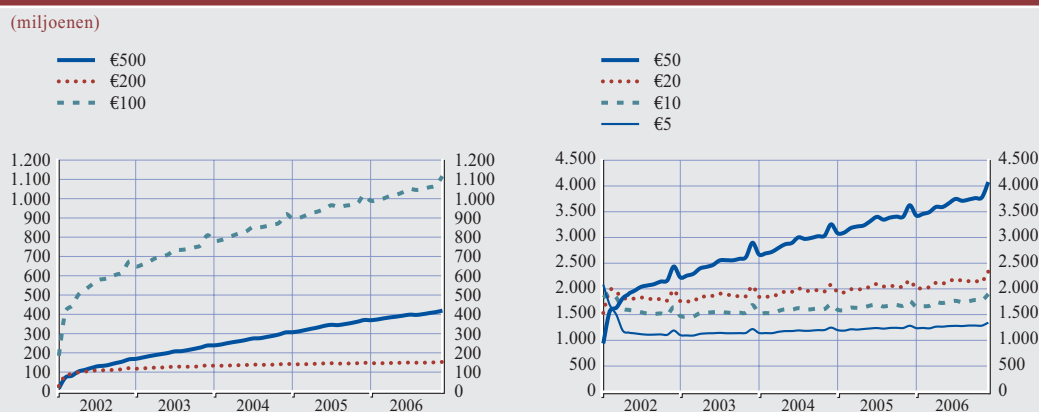
**Grafiek 45 Totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2006**

(EUR miljard, linkerschaal; procenten, rechterschaal)



Bron: ECB.

**Grafiek 46 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2006 naar coupure**



Bron: ECB.

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

#### VALSE EUROBANKBIJETTEN

Na twee jaar stabiel te zijn gebleven is het aantal uit de omloop genomen vervalste eurobiljetten in 2006 licht gedaald. Grafiek 47 toont de tendens van de uit de omloop genomen vervalsingen, op basis van sinds de invoering van eurobiljetten opgetekende halfjaarcijfers. In 2006 werden door de Nationale Analysecentra<sup>17</sup> in totaal rond 565,000<sup>18</sup> valse biljetten ontvangen. Een opmerkelijke ontwikkeling in 2006 was de wijziging in de coupuresamenstelling van vervalste biljetten. Vóór 2006 richtten valsemunterers zich vooral op het €50-biljet. Het aandeel vervalste €50-biljetten is echter scherp gedaald, en het aantal vervalste €20- en, in veel mindere mate, €100-biljetten dienovereenkomstig toegenomen (zie Tabel 13). De totale waarde van de uit de omloop genomen vervalste biljetten, en daarmee de door valsemunterij veroorzaakte potentiële financiële schade, is dientengevolge in 2006 afgenomen.

**Tabel 13 Uitsplitsing van vervalsingen naar coupure**

	€5	€10	€20	€50
Percentage	1	4	40	34
	€100	€200	€500	Totaal
Percentage	18	2	1	100

Bron: Eurosysteem.

Het publiek kan vertrouwen op de veiligheid van de euro; de euro is een goed beschermde valuta, zowel wat betreft de verfijning van de echtheidskenmerken als de doeltreffendheid van de Europese en nationale rechtshandhavers. Dit vertrouwen moet echter niet tot zelfgenoegzaamheid leiden, en de ECB raadt het publiek dan ook aan om waakzaam te blijven, en de 'voel-kijk-kantel' test niet te vergeten.<sup>19</sup>

#### BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ

Het Eurosysteem heeft in 2006 wederom nauw samengewerkt met Europol en de Europese Commissie (met name het Europese Anti-Fraud Office, OLAF) bij de bestrijding van valsemunterij van de euro. Zowel in de EU als daarbuiten verzorgt het Eurosysteem actief opleidingen voor professionele geldverwerkers om deze te trainen in de herkenning en verwerking van valse bankbiljetten.

Het International Counterfeit Deterrence Centre heeft opnieuw steun verleend aan de Central Bank Counterfeit Deterrence Group (een groep van 27 centrale banken die onder de auspiciën van de G-10 samenwerken) en functioneert als

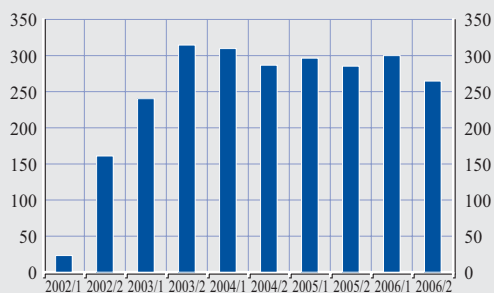
17 In elke EU lidstaat gevestigde centra voor de eerste analyse van vervalste eurobiljetten op nationaal niveau.

18 Dit cijfer is onderhevig aan een zeer kleine correctie vanwege verlate rapportages, met name van buiten de EU.

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

**Grafiek 47 Aantal uit omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten in de periode 2002-2006**

(duizenden)



Bron: Eurosysteem.

het technische centrum voor alle leden. Zijn voornaamste functie is om technische assistentie te verlenen en een gecentraliseerd communicatiesysteem te onderhouden dat ten dienste staat aan alle partijen die betrokken zijn bij de bestrijding van valsemunterij.

### 3.3 UITGIFTE EN PRODUCTIE VAN BANKBIJETTEN

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

Het Banknote Recycling Framework (BRF) voorziet in de opsporing van vervalste biljetten en het sorteren van bankbiljetten op kwaliteit door kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers. Het voorziet in een gemeenschappelijk beleid voor de heruitgifte van eurobankbiljetten binnen de bancaire sector en eensluidende regels en minimum standaarden voor het verwerken van bankbiljetten, die door kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers nageleefd moeten worden. Na een door de Raad van Bestuur in december 2004 genomen besluit hebben alle, behalve twee, nationale centrale banken van het eurogebied, het BRF nu in nationale regelingen vertaald.

Voor kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers geldt een overgangperiode tot eind 2007 waarbinnen zij hun bankbiljetten-

termachines aan de nieuwe vereisten moeten aanpassen. Gezien de aanzienlijke verschillen in de nationale infrastructures voor het verwerken van bankbiljetten en munten, heeft de Raad van Bestuur in december 2006 besloten de overgangperiode van een jaar in sommige landen van het eurogebied te verlengen. De overgangperiode wordt met twee jaar, tot eind 2009, verlengd voor Frankrijk, en met drie jaar, tot eind 2010, voor Griekenland, Spanje, Ierland, Italië en Portugal.

Een centraal element in het BRF is de eis dat de door geldautomaten uit te geven bankbiljetten op echtheid en kwaliteit worden gecontroleerd met behulp van de door personeelsleden bediende machines die aan de standaarden van het Eurosysteem voldoen. Ook de door de cliënten bediende machines voor het innemen van deposito's en het heruitgeven van bankbiljetten moeten voldoen aan bepaalde technische standaards met betrekking tot de controle en verdere behandeling van bankbiljetten. De meeste nationale centrale banken van het eurogebied hebben de fabrikanten van de apparatuur testmateriaal ter beschikking gesteld. Daarnaast heeft de ECB een webpagina geopend met een lijst van alle machines die aan de gemeenschappelijke testprocedure van het Eurosysteem voldoen en dus geschikt zijn voor de heruitgifte van bankbiljetten.

In juli 2006 heeft de Raad van Bestuur besloten een overgangsregime in te stellen voor de toekomstige implementatie van het BRF in landen die zich aansluiten bij het eurogebied. De nationale centrale banken van lidstaten die vóór 2010 op de euro overgaan zijn gehouden het BRF uiterlijk twaalf maanden nadat zij zich bij het eurogebied aangesloten hebben in te voeren. Hierna zal voor kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers een overgangperiode van een jaar gelden. De nationale centrale banken van landen die zich vanaf 2010 aansluiten bij het eurogebied zullen het BRF voordien moeten invoeren, terwijl kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers alsnog een overgangperiode van een jaar krijgen om hun apparatuur aan te passen.



Door hun operationele werkzaamheden aan het BRF aan te passen zullen kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers hun vermogen om potentiële vervalsingen op te sporen versterken. Hiermee wordt effectief bijgedragen tot hun naleving van de wettelijke verplichting om mogelijke vervalsingen onmiddellijk uit de omloop te halen en aan de rechtshandhavers over te dragen voor nader onderzoek. Daarnaast wordt verzekerd dat kredietinstellingen hun cliënten voorzien van kwalitatief goede bankbiljetten, waardoor zij beter in staat zijn echte van vervalste biljetten te onderscheiden.

#### **DE INVOERING VAN EEN EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY PROEFPROGRAMMA**

In 2006 heeft de Raad van Bestuur besloten in Azië een Extended Custodial Inventory (ECI) proefprogramma te lanceren. Een ECI is een door een particuliere bank (ECI-bank) krachtens een bewaarnemingsovereenkomst aangehouden eurobankbiljettendepot. Het Eurosysteem verwacht dat het ECI-programma de internationale distributie van eurobankbiljetten zal vergemakkelijken en het eenvoudiger zal maken om de omloop van eurobiljetten buiten het eurogebied te volgen. Aangezien naar raming 10% tot 20% van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop buiten het eurogebied wordt aangehouden, hecht het Eurosysteem belang aan betere informatie over deze bankbiljetten. Na een open inschrijvingsprocedure zijn twee grote handelsbanken die actief zijn op de groothandelsmarkt voor bankbiljetten geselecteerd om elke één ECI uit te voeren: één in Hongkong, de ander in Singapore. De Deutsche Bundesbank zal de logistieke en administratieve tegenhanger van de ECI-banken zijn. De beide ECI's zullen in de eerste helft van 2007 in werking treden. Het ECI-proefprogramma zal gebruikt worden om het functioneren van ECI's, hun bijdrage tot de informatie over eurobankbiljetten in omloop buiten het eurogebied, en hun invloed op de groothandelsmarkt voor bankbiljetten te beoordelen. Op basis van dit proefprogramma zal de Raad van Bestuur in 2008 besluiten het ECI-programma al dan niet te continuëren.

#### **DIALOGO MET DE EUROPEAN PAYMENTS COUNCIL EN ANDERE BELANGHEBBENDEN IN DE CHARTALE CYCLUS**

Aangezien de bancaire sector de belangrijkste tegenhanger is van de nationale centrale banken is informatie over de gebruikerseisen van de verschillende belanghebbenden van belang voor de goede werking van de chartale cyclus van de euro en de levering van de juiste chartale diensten door het Eurosysteem. Actuele kwesties met betrekking tot de chartale cyclus, zoals algemene kostenbesparingen, worden met Europese belanghebbenden besproken in fora zoals de Euro Cash User Group en de Cash Working Group van de European Payments Council.

De organisatie van de chartale keten verschilt van land tot land, afhankelijk van de verschillende nationale omstandigheden (zoals de structuur van de centrale bank en het handelsbankensysteem, het juridische kader, het betalingsgedrag van het publiek, de infrastructuur voor waardetransporten en geografische overwegingen). Een gestandaardiseerde benadering van de bankbiljettenvoorziening in het eurogebied is derhalve onwenselijk. De Raad van Bestuur heeft in september 2006 echter besloten tot het opstellen van een tijdschema en een routekaart, met het oog op grotere convergentie van de chartale diensten van de nationale centrale banken op de middellange termijn.

#### **BANKBILJETTENPRODUCTIE**

In 2006 werden in totaal 7,0 miljard bankbiljetten geproduceerd, tegen 3,63 miljard in 2005. Het lagere productievolume in 2005 hield vooral verband met de ingebruikname van de sinds 2002 opgebouwde bankbiljettenoverschotten; door de onzekerheden rond de invoering van de euro werd een hoog productievolume voor de aanvankelijke voorraad noodzakelijk geacht.

De toename van de productiegroei in 2006 weerspiegelt de volgende factoren: i) een toename van de bankbiljettenomloop, ii) een stijging van het aantal bankbiljetten dat niet geschikt is voor heruitgifte, iii) intering op de voorraden van de nationale centrale banken en iv) het besluit om in 2006 een deel van de in de toekomst benodigde bankbiljetten te produceren.



**Tabel 14 In 2006 toegewezen bankbiljettenproductiequote**

Coupure	Aantal (miljoenen bankbiljetten)	Nationale centrale bank belast met productie
€5	1.080,0	ES, FR, IE, AT, FI
€10	1.780,0	DE, GR, FR, NL
€20	1.940,0	DE, ES, FR, IT, PT
€50	1.920,0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	280,0	IT, LU, AT
€200	-	-
€500	-	-
Totaal	7.000,00	

Bron: ECB.

De productie van eurobankbiljetten is wederom toegewezen 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 14).

### DE TWEEDE REEKS EUROBANKBIJETTEN

Na een voorbereidingsfase waarin de vereisten voor de nieuwe serie bankbiljetten zijn vastgesteld en de mogelijke technische verbeteringen zijn geïnterpreteerd, heeft de Raad van Bestuur in 2006 het voorgenomen algehele project voor de ontwikkeling van de nieuwe reeks en de start van de industriële validering goedgekeurd. De industriële validering behelst het testen van de diverse veiligheidskenmerken in de praktijk en het signaleren van mogelijke problemen in een grootschalige productieomgeving. De meeste valideringswerkzaamheden worden uitgevoerd door de door de ECB voor de productie van de huidige reeks geaccrediteerde papierfabrieken en drukkerijen. Op basis van de resultaten van de industriële valideringsfase zullen de algemene specificaties van de nieuwe serie bankbiljetten worden gedefinieerd, en kan begonnen worden met het ontwerpen.

Het ontwerp van de nieuwe biljetten zal gebaseerd zijn op het in de eerste reeks gebruikte thema ‘Stijlperioden’; in het nieuwe ontwerp zal een aantal ontwerpelementen uit deze reeks worden gebruikt. Een ontwerper is geselecteerd

om de ontwerpen van de huidige serie een nieuwe vorm te geven.

Het eerste biljet uit de nieuwe reeks zal naar verwachting over enkele jaren worden uitgegeven. Het precieze moment en de volgorde van de uitgifte zal echter afhangen van de vorderingen die gemaakt worden met de ontwikkeling van de nieuwe veiligheidskenmerken en de situatie met betrekking tot vervalsingen. De verschillende coupures van de nieuwe reeks zullen gefaseerd over een periode van enkele jaren worden geïntroduceerd.

## 4 STATISTIEKEN

De ECB houdt zich, bijgestaan door de nationale centrale banken, bezig met de ontwikkeling, verzameling, samenstelling en publicatie van een breed scala aan statistieken ter ondersteuning van het monetaire beleid van het eurogebied alsmede verscheidende taken van het ESCB; van deze statistieken wordt tevens gebruik gemaakt door de financiële markten en het grote publiek. Evenals in voorgaande jaren is de verzameling van statistieken – waaronder statistieken die verband houden met de voorbereidingen voor de uitbreiding van het eurogebied en de EU in 2007 – in 2006 soepel verlopen. Eind mei werd een belangrijke mijlpaal bereikt in de strategie van de ECB voor statistieken op de middellange termijn met de eerste gezamenlijke publicatie van de ECB en Eurostat van een reeks geïntegreerde niet-financiële en financiële jaarrekeningen voor de institutionele sectoren van het eurogebied. De publicatie van de statistieken voor het eurogebied is ook aanzienlijk verbeterd met de lancering van een nieuwe online publicatie van statistieken van de ECB, de Statistical Data Warehouse. Daarnaast droeg de ECB, in nauwe samenwerking met het Statistics Committee van het ESCB, wederom bij tot de verdere harmonisatie van statistische begrippen in Europa, en tot de herziening van belangrijke mondiale statistische standaards.

### 4.1 NIEUWE OF VERBETERDE STATISTIEKEN VOOR HET EUROGEBIED

Eind mei 2006 publiceerden de ECB en Eurostat voor het eerst gezamenlijk een reeks geïntegreerde jaarrekeningen voor de niet-financiële en financiële sectoren voor de jaren 1999-2004. Deze rekeningen kunnen worden beschouwd als ‘nationale rekeningen’ voor het eurogebied. Zij maken het onder meer mogelijk om een veelomvattende analyse te maken van de verbanden tussen financiële en niet-financiële ontwikkelingen in de economie en van de onderlinge verbanden tussen de verschillende economische sectoren (huishoudens, niet-financiële ondernemingen, financiële ondernemingen en de overheid), alsook tussen deze sectoren en de rest van de wereld. Deze jaarrekeningen hebben de weg

geplaveid voor de publicatie van een volledig samenstel van geïntegreerde kwartaalrekeningen voor sectoren in het eurogebied vanaf medio 2007. Het Eurosysteem is bezig deze statistieken voor te bereiden tezamen met Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek.

In september 2006 zijn de eerste maandstatistieken betreffende uitstaande bedragen aan Short-Term European Paper (STEP) op de website van de ECB gepubliceerd. In de loop van 2007 komen daar nog daggegevens over volumes en rendementen bij (zie paragraaf 3 in Hoofdstuk 4).

Het juridische kader voor de verzameling van monetaire statistieken is verbeterd met een nieuwe regeling voor postgiro instellingen die geld aantrekken en deel uitmaken van de niet-financiële ondernemingssector. Ook bracht de Raad van Bestuur verfijningen aan in de ECB-richtlijnen betreffende de financiële kwartaalrekeningen en statistieken betreffende de overheidsfinanciën. Conform de usance om wettelijke maatregelen van de ECB vergezeld te doen gaan van een praktische handleiding heeft de ECB tevens een ‘Government Finance Statistics Guide’ gepubliceerd.

Op verscheidene gebieden wordt gewerkt om de statistieken voor het eurogebied de komende jaren verder te verbeteren. In 2006 heeft het Eurosysteem met name verder gewerkt aan de ontwikkeling van een kader voor het verzamelen van geharmoniseerde statistieken omtrent niet-MFI's die een belangrijke rol op de financiële markten spelen, zoals beleggingsfondsen en *financial vehicle corporations*. Op dit gebied zijn aanzienlijke vorderingen geboekt, en wordt thans een ECB verordening betreffende de statistische rapportagevereisten voor beleggingsfondsen voorbereid. Daarnaast onderzoekt het Eurosysteem de noodzaak en de haalbaarheid van verbetering van de gegevens over verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen. Ook het kader voor statistieken omtrent de balansen van MFI's en bancaire rentevoeten wordt thans herzien, om tegemoet te komen aan nieuwe gebruikerseisen alsook financiële en economische ont-

wikkelingen. Statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied zijn in één kader geïntegreerd, waarbij de ontwikkelingen in ultimostanden niet alleen in termen van transacties worden weergegeven, maar ook in termen van waarderingsverschillen uit hoofde van prijs- en wisselkoersmutaties en andere aanpassingen.

Bij de samenstelling van de door interne en externe gebruikers vereiste statistieken voor het eurogebied, is het ESCB erop gespist de rapportagelast tot een minimum te beperken. In dit verband heeft de ECB in 2006 verder gewerkt aan de ontwikkeling van een Centralised Securities Database (CSDB), waarvan de effecten in de komende jaren duidelijk zouden moeten worden. De CSDB, een statistisch project van het volledige ESCB, waarbij zowel de ECB als de nationale centrale banken belang hebben, is een gemeenschappelijke database met referentie-informatie over alle individuele effecten van het eurogebied die relevant zijn voor de statistische doeleinden van het ESCB. De CSDB is bedoeld als hulpmiddel bij de samenstelling, en verhoging van de kwaliteit, van een brede reeks financiële statistieken van het ESCB.

In januari 2007 heeft de ECB voor het eerst geharmoniseerde concurrentie-indicatoren voor de landen van het eurogebied gepubliceerd op basis van consumptieprijsindices. Deze indicatoren werden samengesteld op basis van dezelfde methodiek en gegevensbronnen als die voor de reëel-effectieve wisselkoers van de euro.

Tenslotte zijn ramingen van het aandelenkapitaal van het eurogebied en het woningbezit van huishoudens in het eurogebied in het Maandbericht van de ECB opgenomen.

#### **4.2 OVERIGE ONTWIKKELINGEN MET BETREKKING TOT STATISTIEKEN**

In september 2006 heeft de ECB op zijn website een gebruikersvriendelijkere en uitgebreidere online publicatie van ESCB-statistieken

opgenomen, de Statistical Data Warehouse.<sup>20</sup> Het Warehouse omvat gemakkelijk te gebruiken interfaces waarmee gebruikers gegevens met betrekking tot het eurogebied, waaronder ook een aantal nationale uitsplitsingen, snel kunnen vinden, tonen en downloaden. Daarnaast zijn aanvullende tabellen met statistieken voor het eurogebied, tezamen met de dienovereenkomstige nationale gegevens, nu beschikbaar op de websites van zowel de ECB als de nationale centrale banken; deze omvatten mede de tabellen met geharmoniseerde bancaire rentetarieven voor de deposito's van, en leningen aan, huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

Sinds november 2006 hebben gebruikers van de statistieken voor het eurogebied tevens toegang tot een uitvoerige beschrijving van gegevens en metagegevens op het Dissemination Standards Bulletin Board van het IMF.<sup>21</sup> De beschrijvingen van de statistieken betreffende het eurogebied zijn vervaardigd door de ECB en Eurostat met behulp van het IMF. Verder biedt de pagina betreffende het eurogebied op de Dissemination Standards Bulletin Board toegang tot een kalender voor aanstaande publicaties en tot statistieken voor het eurogebied in verscheidene gegevenscategorieën.

Evenals in eerdere jaren heeft de ECB enkele publicaties betreffende statistieken uitgegeven, waaronder 'ECB statistics: an overview'; het verslag van de derde ECB-conferentie omtrent statistieken ('Financial statistics for a global economy', gehouden op 4-5 mei 2006); en 'Differences in MFI interest rates across euro area countries'. Een Occasional Paper van de ECB getiteld 'Revision analysis for general economic statistics' bevat een gedetailleerde beoordeling van de betrouwbaarheid van de voornaamste macro-economische statistieken voor het eurogebied.

Andere ECB-publicaties zijn voorzien van uitvoeriger statistische informatie zoals de statistische aanvulling op 'Payment and securities

<sup>20</sup> <http://sdw.ecb.int/>

<sup>21</sup> <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

settlement systems in the European Union and in the acceding countries' (het zogeheten Blauwboek). Na de uitgebreide herziening van de verzamelde gegevens zijn verbeteringen aangebracht in de definiëring en verzameling van gegevens betreffende betalingen en effecten; dientengevolge is onder andere de publicatie van die gegevens enkele maanden naar voren gehaald. Verder is de reeks financiële integratie-indicatoren in het halfjaarlijkse ECB-verslag getiteld 'Indicators of financial integration in the euro area' uitgebreid (zie paragraaf 3 in Hoofdstuk 4).

In februari 2007 heeft de ECB zijn derde jaarlijkse verslag over de kwaliteit van de statistieken omtrent de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied gepubliceerd. Het verslag omvat onder meer kwalitatieve beoordelingen en kwantitatieve indicatoren die van nut kunnen zijn voor gebruikers bij de analyse van deze statistieken.<sup>22</sup>

De ECB heeft opnieuw nauw samengewerkt met Eurostat en andere internationale organisaties, en was actief betrokken bij de lopende herziening van de mondiale statistische standaards (het System of National Accounts (SNA 93) en het IMF Balance of Payments Manual), alsmede bij de herzieningen van de OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment en de ISIC-terminologie<sup>23</sup>. Ook ondersteunt en implementeert de ECB een aantal mondiale technische standaards voor gegevensuitwisseling<sup>24</sup>.

### 4.3 DE VOORBEREIDINGEN VOOR UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED

Statistieken spelen verder een belangrijke rol bij het volgen van de convergentie van de EU-lidstaten die zich nog niet bij het eurogebied hebben aangesloten, en daardoor in de voorbereiding van de convergentieverslagen (zie paragraaf 1.2 van Hoofdstuk 5).

De statistieken die nodig zijn om de door de lidstaten gemaakte vorderingen bij het voldoen aan de convergentiecriteria met betrekking tot prijs-

stabiliteit, de begrotingsposities, de wisselkoersen en de lange rente te beoordelen worden geleverd door Eurostat. De ECB staat, tezamen met de nationale centrale banken van de betrokken lidstaten, Eurostat bij door lange-rentestatistieken te leveren, en houdt zich bezig met het verzamelen en samenstellen van extra statistieken in aanvulling op de vier primaire convergentie-indicatoren.

Aangezien de beoordeling van het convergentieproces sterk afhankelijk is van de kwaliteit en integriteit van de onderliggende statistieken, houdt de ECB nauw toezicht op de ontwikkelingen met betrekking tot het samenstellen en de rapportage van deze statistieken, vooral die betreffende de overheidsfinanciën. De ECB juicht de initiatieven toe van de Europese Commissie met betrekking tot de invoering van een Code of Practice voor Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek. Naar verwachting zal de onafhankelijkheid, integriteit en verantwoordingsplicht van deze instellingen door naleving van deze code bevorderd worden, hetgeen onontbeerlijk is voor de productie van deugdelijke en betrouwbare statistieken binnen de EU.

22 [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop\\_intinvpos-2007en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf)

23 International Standard Industrial Classification van alle economische activiteiten.

24 Bijvoorbeeld de Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), een door de BIS, de ECB, Eurostat, het IMF, de OECD, de Verenigde Naties en de Wereldbank gesteund initiatief om de mondiale standaarden voor de uitwisseling van statistische informatie te bevorderen.

## 5 ECONOMISCH ONDERZOEK

Het bij de ECB en binnen het Eurosysteem als geheel verrichte economische onderzoek strekt ertoe een sterke conceptuele en empirische basis te leggen voor de beleidsvorming. Het economische onderzoek binnen het Eurosysteem richt zich derhalve op het vergroten van de kennis van het functioneren van de economie van het eurogebied en in het voorzien in analyses, modellen en andere instrumenten die van belang zijn voor de monetaire-beleidsvoering in het eurogebied en de vervulling van andere taken van het Eurosysteem.

### 5.1 ONDERZOEKSPRIORITEITEN

Het economisch onderzoek bij de ECB wordt voornamelijk verricht door het Directoraat-Generaal Onderzoek (*Directorate General Research*), maar ook wel door andere geledingen, met name het Directoraat-Generaal Economie (*Directorate General Economics*). De coördinatie van het onderzoek berust bij het Research Coordination Committee (RCC), dat prioriteiten stelt en fungeert als ontmoetingspunt voor de geledingen waar economisch onderzoek wordt gedaan, aan aanbodzijde dan wel aan vraagzijde. Op grond van een in 2006 ingevoerd nieuw mandaat stelt de RCC jaarlijks vooraf een Prioriteitenverslag inzake het onderzoek vast, alsook een Evaluatieverslag over alle onderzoeksactiviteiten binnen de ECB gedurende het voorafgaande jaar. Beide verslagen worden ter goedkeuring voorgelegd aan de Directie. In het Prioriteitenverslag worden actuele kennislacunes op elk van de prioriteitsgebieden belicht en eindtermen vastgesteld, en wordt de arbeidsverdeling tussen de diverse geledingen bepaald. Het Evaluatieverslag beoordeelt de onderzoeksresultaten zowel op wetenschappelijk niveau als op beleidsrelevantie, met als maatstaf de eindtermen vastgesteld in het vorige Prioriteitenverslag.

De onderzoeksagenda voor 2006 omvatte de volgende zes hoofdgebieden: prognoses en modelontwikkeling, monetaire-beleidsanalyse, het transmissiemechanisme van het monetaire beleid, financiële stabiliteit, de efficiëntie van

het Europese financiële stelsel en internationale aangelegenheden. Een selectie van deze hoofdgebieden wordt hieronder aangestipt.

Op het gebied van prognoses en modelontwikkelingen werden in 2006 twee belangwekkende onderzoeksprojecten uitgevoerd. In de eerste plaats werd verder gewerkt aan het nieuwe model voor het eurogebied, een hypergeavanceerd dynamisch stochastisch algemeen evenwichtsmodel voor het eurogebied, dat weldra zal worden getest op zijn voorspellende kracht. Voorts zijn met succes dynamische factormodellen ingevoerd voor het genereren van kortetermijnprognoses ten aanzien van het bbp. Met een quasi-simultane evaluatie van de voorspellende kracht van deze modellen werd aangetoond dat zij uitstekend presteren in vergelijking met meer beproefde methodieken.

Gezien de belangrijke rol de monetaire analyse in de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, is de ontwikkeling van de modellen en van programmatuur waarmee informatie wordt onttrokken aan monetaire aggregaten terdege geanalyseerd. De resultaten van dit onderzoek en andere, aanverwante projecten is in november 2006 besproken tijdens de Vierde Conferentie van Centrale Banken met als thema 'De rol van het geld: geld en monetair beleid in de eenentwintigste eeuw'. Een publicatie met de presentaties en een samenvatting van de discussies tijdens deze conferentie verschijnt halverwege 2007.

Op verzoek van de hoofden van de onderzoeksafdelingen bij de centrale banken van het Eurosysteem besloot de Raad van Bestuur in 2006 tot de instelling van een onderzoeksnetwerk op het gebied van beloningsdynamiek. Onderzoekers van twintig ncb's uit de EU en bij de ECB nemen deel aan dit netwerk, dat een eerste looptijd heeft van twee jaar. Het netwerk bestrijkt vier onderzoeksrichtingen. De eerste richting onderzoekt de empirische typering van de totale, de landspecifieke en sectorspecifieke dynamiek van loonkosten en overige arbeidskosten in het eurogebied, de structuuranalyse van de determinanten van die dynamiek en haar

interactie met de inflatiedynamiek. The tweede onderzoeksrichting betreft het gebruik van micro-economische loongegevens en beoogt aard en omvang vast te stellen van mogelijke loon- en andere marktrigiditeiten in verschillende landen en sectoren binnen het eurogebied, alsook het verband tussen loonhoogte en prijszetting op ondernemingsniveau. De derde richting verkent mogelijkheden tot het instellen van een ad-hoc-enquête naar lonen, overige arbeidskosten en prijszettingsgedrag op ondernemingsniveau. De vierde richting ten slotte richt zich op een overkoepelende analyse waarin de resultaten van de andere drie onderzoeksrichtingen worden verwerkt teneinde daaruit beleidsimplicaties voor het eurogebied af te leiden. De resultaten van alle vier de onderzoeksrichtingen zullen naar verwachting medio 2008 aan de besluitvormende organen van de ECB worden gerapporteerd.

Op verzoek van het Finse voorzitterschap van de EU heeft de ECB een discussienota opgesteld voor de informele bijeenkomst van de Ecofinraad op 28 en 29 september in Helsinki. Dit document, 'De invloed van financiële markten en innovatie op productiviteit en groei in Europa', memoreerde de beduidende vorderingen die zijn geboekt met de financiële integratie van Europa en de gunstige invloed daarvan op productiviteit en groei. Daartegenover werd echter gesteld dat het nuttig zou zijn wanneer op financiële integratie gericht beleid zou worden geflankeerd door beleid dat beoogt het financiële stelsel te moderniseren door algehele verbetering van het kader waarbinnen de financiële markten functioneren. Die modernisering zou zowel financiële innovatie moeten bevorderen als institutionele en organisatorische verbeteringen om zo het financiële stelsel efficiënter te maken, bijvoorbeeld door het toesluizen van kapitaal naar de bedrijfstakken met de beste groeivoorzichten. De nota concludeerde dat het marktkader in Europa voor verbetering vatbaar is, bijvoorbeeld wat betreft sommige ondernemingsbestuurlijke aspecten, de doelmatigheid van sommige rechtsstelsels waar het gaat om het beslechten van financiële geschillen, en structurele kenmerken van de bancaire

sector in sommige Europese landen, waaronder concentratietrends in nationale retailmarkten en het eigendomsaandeel van de overheid in de bankensector. Tot slot pleitte de ECB voor vervolgonderzoek naar durfkapitaal en het toenemende gebruik van securisitie.

In de tweede fase van het Onderzoeknetwerk inzake Kapitaalmarkten en Financiële Integratie in Europa, opgezet door de ECB en het Center for Financial Studies (CFS), werden in 2006 twee congressen gehouden. De 7de conferentie over de modernisering van het financiële stelsel en economische groei in Europa, gehouden door de Deutsche Bundesbank, vond plaats in september te Berlijn. Een van de conclusies van de conferentie was dat economieën met een grote kapitaalmarkt doorgaans sneller inspeelden op technologische vernieuwingen. Deze conclusie gold ook wanneer rekening werd gehouden met het eigendomsaandeel van de overheid in de bankensector. Voorts werd geconcludeerd dat ontoereikende effectenwetgeving de ontwikkeling en liquiditeit van aandelenmarkten nadelig beïnvloedde. De 8ste conferentie van het Netwerk ging over financiële integratie en stabiliteit in Europa en werd eind november in Madrid gehouden door de Banco de España. Een opmerkelijke conclusie tijdens deze conferentie was dat de correlatie tussen de risico's van individuele banken in Europa de laatste tijd was toegenomen, met name waar het grote banken betrof. Bovendien vond men aanwijzingen dat grensoverschrijdende bankfusies in vergelijking met binnenlandse fusies, mogelijk het risicoprofiel van de overnemende bank verhogen. Tegelijkertijd werd echter door geschatte cijfers gesuggereerd dat meer concurrentie tussen banken de financiële stabiliteit wellicht ten goede komt.

In februari 2006 fiatteerde de Raad van Bestuur, op voorstel van de afdelingshoofden van de onderzoek-units bij de nationale centrale banken van het Eurosysteem, de oprichting van een taakgroep die onderzoek zou verrichten naar het nut en de haalbaarheid van het verzamelen van financiële en consumptiegegevens over huishoudens door middel van enquêtes. In haar in



december aan de Raad van Bestuur uitgebrachte rapport verklaarde de taakgroep het nut van zulke enquêtes voor onderzoek en voor de formulering van het beleid op belangrijke beleids-terreinen van het Eurosysteem, met name monetair beleid, financiële stabiliteit en betalingsystemen. De enquête zou nieuwe inzichten verschaffen over onder meer de kwetsbaarheid van de sector huishoudens voor vermogensprijsen, de neiging tot overconsumptie, de gevolgen van financiële integratie en vernieuwing en de invloed van de vergrijzing en van pensioenhervorming op het spaar- en consumptiegedrag van huishoudens. In sommige landen van het eurogebied zijn al enquêtes onder huishoudens over financiën en consumptie, maar onderling vergelijkbare gegevens voor het eurogebied als geheel zijn op dit moment nog niet beschikbaar. De Raad van Bestuur besloot een netwerk op te zetten dat met een uitgewerkt voorstel voor zo'n enquête moet komen, inclusief een complete specificatie van de te gebruiken vragenlijst en de modaliteiten van de invoering van de enquête. Aan de hand van dit voorstel wordt dan een kosten-batenanalyse gemaakt op basis waarvan de Raad van Bestuur zal besluiten of de enquête er komt.

## 5.2 PUBLICATIES EN CONFERENTIES

De meeste resultaten van het binnen de ECB of in samenwerking met ECB-medewerkers verrichte onderzoek zijn gepresenteerd in de reeks Working Papers van de ECB en in voorkomend geval in de reeks Occasional Papers van de ECB, alsmede op verscheidene conferenties en workshops. In 2006 werden 137 ECB Working Papers gepubliceerd. Bij 87 daarvan waren ECB-medewerkers betrokken, terwijl 50 zijn geschreven door gastonderzoekers, door onderzoeksnetwerken van het Eurosysteem of tijdens door de ECB gehouden conferenties. Gedrukte exemplaren van de Working Papers worden vooral verspreid onder bibliotheken en instellingen, maar het belangrijkste distributiekanaal is de website van de ECB, waarvandaan in 2006 per maand 280.000 exemplaren werden gedownload.



Naast de grote vraag naar Working Papers is de kwaliteit van deze reeks ook aan andere maatstaven af te meten. Working Papers zijn bedoeld om de discussie over onderzoeksresultaten te stimuleren voorafgaand aan definitieve publicatie in wetenschappelijke bladen of in boekvorm. Het uiteindelijke publicatiekanaal van een artikel of studie is echter een belangrijke graadmeter voor het academisch niveau ervan. Van de tussen 1999 en 2002 gepubliceerde Working Papers is rond 50% (na collegiale toetsing) geplaatst in een wetenschappelijk tijdschrift en 13% in artikelenbundels. Ook is de invloed van de Working Paper-reeks af te meten aan het aantal verwijzingen ernaar in ander werk. Volgens op de database van Research Papers in Economics gebaseerde statistieken krijgt een Working Paper gemiddeld 3,4 verwijzingen in de wetenschappelijke literatuur.

Sinds november 2004 verschijnt bij het Directoraat-Generaal Onderzoek van de ECB een Research Bulletin dat sinds december 2006, met ingang van het vijfde nummer, publiek toegankelijk is. Dit twaalf bladzijden tellende Bulletin beoogt een breed publiek van zowel deskundigen als geïnteresseerde leken te informeren over onderzoek verricht door of in samenwerking met ECB-medewerkers op gebieden die van belang zijn voor centrale banken. Terwijl de Working Paper-reeks zich vooral op specialisten richt, beogen de artikelen in het Research Bulletin, die de inzichten van individuele auteurs weergeven, de resultaten van geavanceerd onderzoek in een beknopte, goed leesbare vorm uiteen te zetten.

Behalve door de al genoemde publicaties en bijeenkomsten heeft de ECB het gehele jaar door het contact met de academische gemeenschap onderhouden middels door haar georganiseerde conferenties en workshops, zoals een colloquium in maart ter ere van het toenmalige direc-



tielid Otmar Issing, over het thema 'Monetair beleid: een reis van theorie naar praktijk'; een conferentie in april over 'Issues related to central counterparty clearing'; een workshop over 'Corporate finance and monetary policy' in mei; een conferentie over 'Financial globalisation and integration' in juli; de zevende workshop van het Euro Area Business Cycle Network over 'De schatting en empirische validatie van structuurmodellen voor conjunctuuranalyse' in november; de vierde conferentie van het internationale onderzoeksforum over monetair beleid in december; en de gezamenlijk met het Centre for Economic Policy Research georganiseerd arbeidsmarkt-workshop 'Loon- en arbeidskostendynamiek', eveneens in december.

## 6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN

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

Krachtens artikel 237, lid d, van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving, door alle nationale centrale banken van de EU en de ECB, van de verbodsbepalingen voortvloeiend uit artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) Nr. 3603/93 en Nr. 3604/93. Artikel 101 verbiedt de ECB en de nationale centrale banken voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap te verlenen, alsmede van hen rechtstreeks schuldbewijzen te kopen. Artikel 102 verbiedt alle niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen wordt verleend. In samenspraak met de Raad van Bestuur ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

De ECB houdt ook toezicht op de door de centrale banken van de EU op de secundaire markt verrichte aankopen van schuldbewijzen uitgegeven door de binnenlandse overheidssector of door de overheidssector van andere lidstaten. Krachtens de overwegingen van Verordening (EG) Nr. 3603/93 van de Raad mag de aankoop van schuldbewijzen van de overheidssector op de secundaire markt niet worden verricht met het oogmerk artikel 101 van het Verdrag te omzeilen. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector worden.

In 2006 heeft de Raad van Bestuur twee inbreuken op de hierboven omschreven Verdragsbepalingen en aanverwante Raadsverordeningen vastgesteld. De Banca d'Italia en de Deutsche Bundesbank rapporteerden aankopen op de primaire markt van door de Europese Investeringsbank (EIB) uitgegeven schuldbewijzen. Op 10 januari 2006 kocht de Banca d'Italia in USD luidende EIB-obligaties ten bedrage van USD 50 miljoen voor het beheer van haar deviezenreserves. Als deel van testoperaties die werden

uitgevoerd om operationele ervaring op te doen met schuldbewijzen uitgegeven door supranationale instellingen, verrichtte de Deutsche Bundesbank drie transacties op de primaire markt (op 9 januari 2006 voor USD 50 miljoen, op 20 april 2006 voor USD 15 miljoen en op 16 mei 2006 voor USD 10 miljoen), waarbij in USD luidende EIB-obligaties werden gekocht voor in totaal USD 75 miljoen. Aangezien de EIB een communautair orgaan is, maken dergelijke aankopen inbreuk op het verbod inzake monetaire financiering, zoals bepaald in artikel 101 van het Verdrag en in Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93. In het geval van de Banca d'Italia zijn de op de primaire markt gekochte EIB-schuldbewijzen op 8 maart 2006 verkocht. De Deutsche Bundesbank heeft de op de primaire markt gekochte EIB-schuldbewijzen op 6 september 2006 verkocht. Bovendien hebben beide nationale centrale banken onmiddellijk maatregelen genomen ter voorkoming van dergelijke gebeurtenissen in de toekomst.

### 6.2 ADVIESFUNCTIES

Krachtens Artikel 105, lid 4, van het Verdrag moet de ECB worden geraadpleegd over voorgenomen communautaire of nationale wetgeving op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.<sup>25</sup> Alle adviezen van de ECB worden op de website van de ECB gepubliceerd.

In 2006 heeft de ECB 62 adviezen uitgebracht. Tien als reactie op consultaties van de Minister-raad en 52 als reactie op consultaties van nationale autoriteiten. Hiertegenover stonden in 2005 61 uitgebrachte adviezen. Een overzicht van de in 2006 uitgebrachte adviezen is als bijlage in dit Jaarverslag opgenomen.

Conform een besluit van de besluitvormende organen van de ECB in 2005 zijn verschijningsvorm en structuur van ECB-adviezen inzake

<sup>25</sup> Overeenkomstig het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland (PB C 191 van 29 juli 1992), geldt de verplichting tot raadpleging van de ECB niet voor het Verenigd Koninkrijk.

EU-wetsvoorstellen gestroomlijnd teneinde de adviezen gebruiksvriendelijker te maken en de doelmatigheid ervan te vergroten.

Vooraf de volgende vijf adviezen van de ECB inzake EU-wetsvoorstellen zijn het vermelden waard.

Na de opheffing van de derogatie van Slovenië conform de procedure beschreven in Artikel 122 lid 2 van het Verdrag, is de ECB geraadpleegd inzake een voorstel voor een Raadsverordening tot wijziging van Verordening Nr 2866/98 betreffende de invoering van de euro en inzake een voorstel voor een Raadsverordening tot wijziging van Verordening Nr 2866/98 betreffende de omwisselkoersen tussen de euro en de munten van de Lidstaten die op de euro overgaan.<sup>26</sup>

In haar advies inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europese Parlement en de Raad betreffende betaaldiensten in de interne markt en tot wijziging van Richtlijn 97/7/EG, Richtlijn 2000/12/EG en 2002/65/EG<sup>27</sup> sprak de ECB haar instemming uit met dit initiatief tot het creëren van een integraal juridisch raamwerk betreffende betaaldiensten binnen de EU, tot bespoediging van de invoering van een uniforme euro-betaalruimte en ter stimulering van de harmonisering van de regels omtrent het betreden van de markt voor betaaldiensten. Tegelijkertijd stipte de ECB echter enkele punten ter nadere overweging aan, waaronder het ontvangen en aanhouden door betaalinstanties van gelden met soortgelijke economische en juridische kenmerken als deposito's of elektronisch geld, bepaalde tekortkomingen in de voorgestelde regelgevende en toezichtregimes, de behoefte aan betere bescherming van gelden toebehorend aan de gebruikers van betaaldiensten, de afwezigheid van solvabiliteitscriteria en bepaalde dubbelzinnigheden in de lijst van toegestane activiteiten.

Voorts werd de ECB geraadpleegd, en bracht zij advies uit,<sup>28</sup> over een ontwerp-richtlijn van het Europese Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn van de Raad 92/49/EEG<sup>29</sup> en de Richtlijnen 2002/83/EG<sup>30</sup>, 2004/39/EG<sup>31</sup>, 2005/68/EG<sup>32</sup> en 2006/48/EG<sup>33</sup>, inzake procedurele regels en evaluatiecriteria voor de pruden-

tiële toetsing van bedrijfsovernames en uitbreiding van participaties in de financiële sector<sup>34</sup> (zie hoofdstuk 4, paragraaf 2.2).

Daarnaast heeft de ECB nog een initiatiefadvies<sup>35</sup> uitgebracht over een ontwerp-richtlijn van de Commissie tot uitvoering van de zogeheten icbe-Richtlijn<sup>36</sup>, betreffende de verduidelijking van bepaalde definities.<sup>37</sup> Dit was het eerste advies van de ECB inzake ontwerp-uitvoeringsmaatregelen vastgesteld volgens de comitologie-procedure. De ECB bracht advies uit over de bepalingen inzake de bruikbaarheid van geldmarktinstrumenten voor beleggingen van icbe's, meer in het bijzonder het advies dat aan onder toezicht staande financiële instellingen

26 CON/2006/36. De ECB is tevens geraadpleegd door de Sloveense, Estse, Cyprische en Maltese autoriteiten over nationale wetgeving ten dienste van de toekomstige invoering van de euro in die Lidstaten (zie CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 en CON/2006/43).

27 CON/2006/21.

28 CON/2006/60 van 18 december 2006 (PB C 27 van 7-2-2007, blz. 1).

29 Richtlijn 92/49/EEG van de Raad van 18 juni 1992 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche, en houdende wijziging van de Richtlijnen 73/239/EEG en 88/357/EEG (Derde Richtlijn Schadeverzekering), laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2005/68/EG (PB L 323 van 09.12.2005).

30 Richtlijn 2002/83/EG van het Europees Parlement en de Raad van 5 november 2002 betreffende levensverzekering (PB L 345 van 19.12.2002), laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2005/68/EG (PB L 114 van 27.4.2006).

31 Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PB L 145 van 30.4.2004, blz. 1), laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2006/31/EG (PB L 114 van 27.4.2006, blz. 60).

32 Richtlijn 2005/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 november 2005 betreffende herverzekering en houdende wijziging van Richtlijnen 73/239/EEG en 92/49/EEG van de Raad en van Richtlijnen 98/78/EG en 2002/83/EG (PB L 323 van 9.12.2005, blz. 1).

33 Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking) (PB L 177 van 30.6.2006, blz. 1).

34 COM(2006) 507 definitieve versie.

35 CON/2006/57 van 12 december 2006 (nog niet gepubliceerd).

36 Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PB L 375 van 31.12.1985, blz. 3), laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2005/1/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 79 van 24.3.2005, blz. 3).

37 Werkdocument van de Commissie ESC/43/2006.

gen en emittenten van geldmarktinstrumenten dezelfde rapportage- en informatie-eisen worden gesteld ter bevordering van transparantie en harmonisatie in de Europese markt voor geldmarktinstrumenten.

Tot slot bracht de ECB op 15 februari 2007 een advies<sup>38</sup> uit inzake voorstellen tot wijziging van acht richtlijnen in de sfeer van de financiële sector, houdende invoering van een nieuwe 'toezichtsprocedure met recht van onderzoek' in de comitologie-procedures van genoemde richtlijnen en tot intrekking van de bepalingen inzake een tijdslimiet aan het delegeren van toepassingsbevoegdheden aan de Commissie. In haar advies benadrukte de ECB dat de zogeheten 'Lamfalussy Level 2' uitvoeringswetten voorstel voor communautaire wetten zijn in de zin van Artikel 105, lid 4, van het verdrag, waarover de ECB dient te worden geraadpleegd.<sup>39</sup>

De ECB werd ook dit jaar weer geraadpleegd door nationale autoriteiten inzake kwesties met betrekking tot de NCB's, in het bijzonder amendementen in de statuten van de NCB's van België, Frankrijk, Italië, Cyprus, Letland, Luxemburg, Hongarije, Malta, Nederland, Polen en Slovenië,<sup>40</sup> evenals inzake nationale wetgeving ten behoeve van de voorgenomen overgang op de euro.<sup>41</sup> Door Letland werd de ECB geraadpleegd inzake een wetsvoorstel tot wijziging van de Letse grondwet waarbij de status van de Latvijas Banka daarin zou worden vastgelegd. De ECB betuigde haar instemming met het wetsontwerp, maar drong erop aan te garanderen dat de voorgestelde amendementen niet tot veranderingen in de status en functies van de Latvijas Banka zouden leiden, maar slechts haar positie in de hiërarchie van instellingen op grondwettelijk niveau zou herbevestigen. De ECB werd voorts geraadpleegd door Finland over herziening van de wet op de noodtoestand.<sup>42</sup> Evenals in haar voorgaande advies inzake bevoegdheden tijdens de noodtoestand<sup>43</sup> adviseerde de ECB het wetsontwerp zo aan te passen dat de bevoegdheden welke tot het exclusieve terrein van het ESCB behoren, niet door nationale gezagsdragers mogen worden uitgeoefend tenzij zich een

van de noodsituaties als genoemd in Artikel 297 van het Verdrag voordoet.

Op monetair-beleidsgebied werd de ECB door Estland, Letland en Slovenië om advies gevraagd inzake reserveverplichtingen.<sup>44</sup> In haar adviezen benadrukte de ECB de voordelen van geleidelijke aansluiting zocht bij het systeem van reserveverplichtingen van de ECB. In dit verband tekende de ECB aan dat na de invoering van de euro kredietcoöperaties zullen moeten voldoen aan de reserveverplichtingen van de ECB. Tot slot werd de ECB door nationale autoriteiten geraadpleegd inzake kwesties met betrekking tot de invoering van de uniforme onderpandslijst, met name inzake wijziging van de statuten van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.<sup>45</sup>

Op het terrein van het financieel toezicht heeft de ECB voor het eerst een initiatief-advies inzake een voorstel tot nationale wetgeving uitgebracht, in verband met het feit dat de Nederlandse minister van Financiën had verzuimd de ECB te raadplegen over het tweede deel van een wetsontwerp tot invoering van een functioneel toezichtmodel.<sup>46</sup> Ook bracht de ECB een advies uit betreffende een Pools wetsontwerp tot invoering van een nieuw institutioneel raamwerk voor het toezicht op banken, kapitaalmarkten, de verzekeringsbranche en pensioenfondsen in Polen.<sup>47</sup> Overeenkomstig eerdere adviezen van de ECB inzake hervormingen van het banktoezicht en het toezicht op de financiële sector, bepleitte het advies de actieve betrokkenheid van centrale banken bij het

38 CON/2007/4.

39 CON/2007/4.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 en CON/2006/58.

41 Meer bepaaldelijk werd de ECB geraadpleegd door de Sloveense, Estse, Cyprische en Maltese autoriteiten over nationale wetgeving ten behoeve van de toekomstige overgang op de euro in die Lidstaten (zie CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 en CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 EN CON/2006/41.

45 CON/2006/40.

46 CON/2006/20.

47 CON/2006/15.

bedrijfseconomisch toezicht, bevatte het een positief oordeel over het bestaande toezichtmodel en benadrukte het de noodzaak van het behoud van bancaire en financiële expertise binnen het nieuwe toezichtraamwerk. In een later advies beval de ECB aan dat het toezicht op effectenvereenigingssystemen uitdrukkelijk zou worden opgedragen aan de Narodowy Bank Polski, met het argument dat deze ‘oversight’-taak inherent is aan de taak van centrale banken de soliditeit van de marktinfrastructuur en daarmee de doelmatigheid van het monetaire beleid en de algehele stabiliteit van het financiële stelsel te bevorderen.<sup>48</sup>

waarborgen. Het aantal cliënten dat in 2006 een zakelijke relatie met het Eurosysteem onderhield, bleef constant ten opzichte van 2005. Met betrekking tot de dienstverlening zelf geldt dat de totale saldo’s op geld- en effectenrekeningen licht toenamen.

### **6.3 HET BEHEER VAN DE KREDIETTRANSACTIES VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAP**

Krachtens artikel 123, lid 2, van het Verdrag en artikel 9 van Raadsverordening (EG) nr 332/2002 van 18 februari 2002 blijft de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de door de Europese Gemeenschap afgesloten krediettransacties in het kader van het mechanisme voor financiële bijstand op de middellange termijn. In 2006 heeft de ECB geen beheerstaken verricht. Er stond aan het eind van 2005 geen saldo open en er zijn gedurende het jaar geen nieuwe transacties aangegaan.

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

In 2006 werd evenals vorig jaar een uitgebreid scala aan diensten aangeboden in het kader van het in januari 2005 ingevoerde raamwerk voor het beheer van euro-reserves toebehorend aan cliënten van het Eurosysteem. Het volledige pakket diensten – dat beschikbaar wordt gesteld aan centrale banken, monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied als ook aan internationale organisaties – wordt aangeboden door individuele centrale banken van het Eurosysteem (de ‘Eurosystem Service Providers’) onder geharmoniseerde voorwaarden en overeenkomstig algemeen geldende marktstandaarden. De ECB speelt hierbij een coördinerende rol om de goede werking van het kader te

<sup>48</sup> CON/2006/53.







## HOOFDSTUK 3

# DE TOETREDING VAN SLOVENIË TOT HET EUROGEBIED

## I DE ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN SLOVENIË

Op 11 juli 2006 nam de Ecofin-Raad het besluit om Slovenië toe te laten treden tot het eurogebied en de euro met ingang van 1 januari 2007 als munteenheid in te laten voeren. De Raad kwam tot dit besluit op basis van de in mei 2006 door de ECB en Europese Commissie gepubliceerde convergentieverslagen, een advies van het Europees Parlement en een voorstel van de Europese Commissie. Diezelfde dag nam de Ecofin-Raad een regeling aan waarmee de conversiekoers tussen de Sloveense tolar en de euro onherroepelijk werd vastgelegd op SIT 239,640 tegen de euro, de spilkoers die op 28 juni 2004 werd overeengekomen toen de tolar werd opgenomen in het ERM II. De tolarkoers is gedurende de gehele periode waarin deze munt deelnam aan het ERM II nabij de spilkoers gebleven en werd tegen die koers verhandeld toen de conversiekoers werd vastgelegd.

Slovenië heeft in de afgelopen tien jaar een opmerkelijke vooruitgang geboekt in zijn streven naar lage inflatie. De consumptieprijstijging daalde geleidelijk van het hoge percentage van 8,3% in 1997 tot 6,1% in 1999. Na een tijdelijke onderbreking vanwege onder meer de

invoering van een belasting toegevoegde waarde, een toename van de binnenlandse vraag, sterke loonstijgingen en omhoogschietende invoerprijzen, begon de inflatie na 2000 weer te dalen, tot 2,5% in 2005. In 2006 bleef de HICP-inflatie gemiddeld 2,5% bedragen, ondanks de relatief hevige volatiliteit als gevolg van de olieprijsen. De recente inflatieontwikkelingen werden door de component industriële goederen ongerekend energie per saldo getemperd, terwijl de energie- en dienstcomponenten de sterkste opwaartse druk uitoefenden.

De daling van de inflatie moet gezien worden tegen een achtergrond van krachtige economische groei. In het afgelopen decennium heeft de bbp-groei gemiddeld 4,1% bedragen, meer dan het gemiddelde voor het eurogebied. Terwijl de reële bbp-groei tussen 2001 en 2003 enigszins gematigd bleef, trok deze vanaf 2004 weer aan. In 2006 bedroeg de reële bbp-groei 5,2%, tegen 4,0% in 2005 (zie Tabel 15). Dit heeft aanzienlijk bijgedragen aan de reële convergentie, waarbij het bbp van Slovenië per hoofd van de bevolking (in termen van koopkrachtpariteit) steeg van 65% van het gemiddelde van het euro-

**Tabel 15 Slovenië: Belangrijkste economische indicatoren**

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Reële bbp-groei	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei:</i>										
Binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Netto-uitvoer	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
HICP-inflatie	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Loonsom per werknemer	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
Nominale arbeidskosten per eenheid product (gehele economie)	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Invoerdefflator (goederen en diensten)	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Saldo van lopende- en kapitaalrekening (% bbp)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Totale werkgelegenheid	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking) <sup>1)</sup>	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Overheidsurplus (+)/-deficit (-) (%bbp)	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Bruto overheidsschuld (%bbp)	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
Driemaands rente (% per jaar) <sup>2)</sup>	..	..	..	..	..	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) <sup>2)</sup>	..	..	..	..	..	8,7	6,4	4,7	3,8	3,9
Wisselkoers t.o.v. de euro <sup>2),3)</sup>	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: Vanwege wijzigingen in de gebruikte methodologie en bronnen kan de overheidsschuld van voor 1999 niet worden vergeleken met die van 1999 en later, en kan het overheidstekort van voor 2000 niet worden vergeleken met dat van 2000 en later.

1) Voor seizoenen gezuiverd.

2) Jaargemiddelde.

3) Tot ultimo 1998 hebben de cijfers betrekking op de Sloveense tolar uitgedrukt in ECU.

gebied in 1977 – het hoogste niveau van de Centraal- en Oost-Europese landen die in mei 2004 toetraden – tot 78% in 2006. Wat de externe ontwikkelingen betreft, heeft Slovenië in de afgelopen tien jaar een tekort op de lopende- en kapitaalrekening van gemiddeld 1,6% bbp gerapporteerd. In 2006 steeg het tekort op de lopende- en kapitaalrekening van 2,4% in 2005 tot 3,4%.

De arbeidsmarktomstandigheden zijn in het afgelopen decennium redelijk stabiel gebleven, met een werkloosheidsgraad die rond 6 à 7% schommelde. Met het aantrekken van de economische bedrijvigheid in 2006 steeg de werkgelegenheidsgraad eveneens, van 0,3% in 2005 tot 0,6%. Tegelijkertijd daalde de werkloosheidsgraad van 6,5% in 2005 tot 6,0%. Als gevolg van de structurele aanpassingen van de arbeidsmarkt in de afgelopen jaren is de werkgelegenheid in de dienstensector toegenomen en die in de verwerkende industrie gedaald. Op de arbeidsmarkt is de aansluiting tussen vraag (vooral naar hooggeschoolden) en aanbod (vooral van laaggeschoolden) verder verslechterd.

Het convergentieproces werd bevorderd door het gevoerde begrotingsbeleid. Vanaf 2000 (het eerste jaar waarover vergelijkbare gegevens betreffende het overheidstekort beschikbaar zijn) tot 2005 daalde het begrotingstekort van 3,8% tot 1,4%. In 2006 kwam de overheidstekortquote van 1,6% globaal overeen met het tekort zoals aangegeven in de meest recente versie van het Convergentieprogramma (2005), ondanks een meevallende groei en een gunstiger uitkomst voor het tekort in 2005. De overheidsschuldquote is in 2006 naar raming licht toegenomen tot 28,5%, tegen 28,0% in 2005. Volgens de meest recente versie van het stabiliteitsprogramma is de totale uitgavenquote in 2006 gestaag gedaald met meer dan 0,5% bbp. De pensioenuitgaven waren met 10,9% bbp in 2005 zeer hoog vergeleken bij andere EU-landen en zullen naar verwachting tot 2050 nog aanzienlijk stijgen. Geraamd is dat het lange-termijn effect daarvan op de begroting tot het meest voelbare binnen de EU zal behoren.

Ook het monetaire beleid was bevorderlijk voor de convergentie. In 2001 stelde Slovenië een nieuw monetaire-beleidskader vast en werd prijsstabiliteit als hoofddoelstelling verankerd in de nieuwe Wet met betrekking tot Banka Slovenije. De eerdere interimdoelstelling voor monetaire groei werd vervangen door een op twee pijlers gebaseerd monetaire-beleidskader, dat zowel monetaire als reëel-economische ontwikkelingen beslaat. Het monetaire beleid werd tegelijkertijd aangevuld met een wisselkoersbeleid met overwegingen van ongedekte rentepariteit als leidraad. Dit leidde tot een geleidelijke daling van de koers van de tolar ten opzichte van de euro. Hierdoor kon de Banka Slovenije de rente voldoende hoog houden om een proces van desinflatie te schragen. Na 28 juni 2004, toen het land toetrad tot het ERM II, richtte Slovenië zijn monetaire beleid op handhaving van wisselkoersstabiliteit ten opzichte van de euro.

In 2006 bleef het monetaire beleid van de Banka Slovenije toegespitst op het bereiken van prijsstabiliteit binnen het kader van het ERM II met behoud van een stabiele wisselkoers van de tolar ten opzichte van de euro. Tegelijkertijd verlaagde de Banka Slovenije geleidelijk de rente omwille van een soepele overgang op de euro. In januari 2006 bedroeg de Sloveense tweemaands geldmarktrente 4,0%. In juli, toen de Ecofin-Raad bevestigde dat Slovenië voldeed aan de nodige voorwaarden om over te gaan op de gemeenschappelijke munt, had de Banka Slovenije dit tarief verlaagd tot 3,25%. In augustus verhoogde de Banka Slovenije de rente met 25 basispunten in navolging van de verhoging door de ECB van de basisrentetarieven in die maand. De tweemaands geldmarktrente werd de rest van het jaar ongemoeid gelaten, maar na de verhogingen van de ECB-basisrentetarieven in oktober en december gelijkgesteld aan de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem.

In 2006 volgde de Sloveense driemaands geldmarktrente de bewegingen van de basistarieven van de centrale bank. De geleidelijke aanpassing van de korte rente in Slovenië aan die van het eurogebied was in wezen in oktober voltooid. De

lange rente, daarentegen, bevond zich reeds sinds medio 2004 nabij het niveau dat gold in het eurogebied. Dit weerspiegelde het vertrouwen van de markt in de algemene economische en budgettaire ontwikkelingen in Slovenië en de geloofwaardigheid van het Sloveense monetaire- en wisselkoersbeleid.

Nu de euro is ingevoerd, staat Slovenië voor de belangrijke taak te zorgen voor een beleid dat duurzame, robuuste economische groei en een hoge mate van structurele convergentie moet garanderen. Aangezien Slovenië niet langer een eigen monetair- en wisselkoersbeleid kan voeren om zijn economische doelstellingen te behalen, is het eens te meer van belang dat het juiste structurele en budgettaire beleid wordt gevoerd. In deze context is het cruciaal dat de resterende

structurele starheden op de arbeidsmarkt worden aangepakt en de flexibiliteit van de goederenmarkt wordt verbeterd. Om de concurrentiekracht van de economie te waarborgen, is het wenselijk dat de lonen achterblijven bij de groei van de arbeidsproductiviteit. Verder is afschaffing noodzakelijk van de nog bestaande indexatie van lonen en bepaalde sociale uitkeringen. Vooral door het volgen van een ambitieuze koers gericht op begrotingsconsolidatie, zal het ontstaan van een eventuele vraaggedreven inflatiedruk in de komende jaren moeten worden voorkomen. Voorts zal gezien de voortschrijdende verdieping van de financiële markten in Slovenië, die verband houdt met de snelle kredietgroei, onder meer doelmatig financieel toezicht vereist zijn.

## Kader 8

### STATISTISCHE GEVOLGEN VAN DE UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED MET SLOVENIË

Door de uitbreiding van het eurogebied met Slovenië op 1 januari 2007 moesten de statistische reeksen voor het eurogebied voor de tweede maal worden aangepast om daarin een nieuwe lidstaat op te kunnen nemen. De voorbereiding van de statistieken voor het wederom uitgebreide eurogebied is waar nodig in samenwerking met de Europese Commissie geschied.

Door de toetreding van Slovenië zijn de ingezetenen van dat land ingezetenen van het eurogebied geworden. Dit heeft gevolgen voor de statistieken met betrekking tot het eurogebied. De daarin weergegeven totalen zijn namelijk niet eenvoudigweg de uitkomst van een optelsom van nationale gegevens over bijvoorbeeld monetaire ontwikkelingen, de betalingsbalans en de investeringspositie alsook de financiële overzichten, omdat transacties tussen Sloveense en de overige ingezetenen van het eurogebied voortaan moeten worden geconsolideerd.

Dit betekent dat met ingang van januari 2007 Slovenië verplicht is te voldoen aan alle door de ECB gestelde statistische criteria, namelijk om volledig geharmoniseerde en vergelijkbare nationale gegevens te verstrekken.<sup>1</sup> Gezien de lange doorlooptijd die met de voorbereiding van nieuwe statistieken gemoeid is, zijn de Banka Slovenije en de ECB ruim voor Slovenië's toetreding tot de EU van start gegaan. Na lid te zijn geworden van het ESCB, verhoogde de Banka Slovenije haar inspanningen om aan de eisen van de ECB te voldoen en was daarom na de toetreding van Slovenië tot het eurogebied klaar om de statistische verplichtingen met betrekking tot monetaire en bancaire ontwikkelingen, de betalingsbalans en de overige financiële gegevens na te komen. Daarnaast moest de Banka Slovenije de nodige voorbereidingen treffen voor de integratie van Sloveense kredietinstellingen in het systeem van reserveverplichtingen van de ECB en om te kunnen beantwoorden aan de relevante statistische vereisten.

<sup>1</sup> De statistische criteria van de ECB zijn samengevat in "ECB statistics: an overview", gepubliceerd in april 2006.

Voor de gegevensrapporteurs en de nationale centrale banken van de bestaande landen van het eurogebied betekende de uitbreiding van het eurogebied dat zij met ingang van januari 2007 transacties met (of stromen van en naar) en posities bij ingezetenen van Slovenië voortaan als onderdeel van de gegevens voor het eurogebied moesten gaan rapporteren in plaats van als transacties met en posities bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

Verder moesten Slovenië en de overige lidstaten van het eurogebied geografisch en sectoraal voldoende uitgesplitste gegevens verstrekken die teruggaan tot ten minste 2004, het jaar waarin Slovenië toetrad tot de EU.

Voor de publicatie van statistieken met betrekking tot het eurogebied heeft de ECB gebruikers on-line toegang verschaft tot twee tijdreeksen; een met gegevens over het huidige eurogebied (dus met inbegrip van Slovenië) die zover teruggaan in de tijd als waarover informatie beschikbaar is, en een die de verschillende samenstellingen van het eurogebied, beginnend bij de 11 landen in 1999, met elkaar verbindt.

## 2 DE JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN BANKA SLOVENIJE IN HET EUROSISTEEM

De ECB heeft overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag de statuten van de Banka Slovenije alsook de overige relevante Sloveense wetgeving beoordeeld op naleving van artikel 109 van het Verdrag. De ECB heeft de compatibiliteit van de Sloveense wetgeving met het verdrag en de Statuten van het ESCB als gunstig beoordeeld, zoals vermeld in het in mei 2006 gepubliceerde Convergentieverslag voor Litouwen en Slovenië.

De ECB en Banka Slovenije beschikken over een aantal juridische instrumenten om de integratie van de Banka Slovenije in het Eurosysteem op 1 januari 2007 te waarborgen. Het juridische kader van het Eurosysteem is aangepast als gevolg van het op 11 juli 2006 door de Ecofin-Raad genomen besluit tot opheffing van de derogatiestatus van Slovenië.<sup>1</sup> De invoering van de euro in Slovenië en de integratie van Banka Slovenije in het Eurosysteem maakte eveneens wijzigingen van enkele Sloveense juridische instrumenten nodig. Op 30 maart 2006 werden de statuten van de Banka Slovenije aangepast op basis van de in het Convergentieverslag van 2004 gedane aanbevelingen. Slovenië had op 13 maart 2006 de ECB geraadpleegd over de conceptwijzigingen van de statuten van de Banka Slovenije. De ECB nam een advies tot verdere wijzigingen aan, welke zijn aangebracht in de definitieve versie van de statuten van de Banka Slovenije.<sup>2</sup> In de loop van 2006 is de ECB ook geconsulteerd over wijzigingen van overige Sloveense wetgeving met betrekking tot het bankwezen<sup>3</sup>, reserveverplichtingen<sup>4</sup> en onderpand.<sup>5</sup>

Het op 11 juli 2006 genomen besluit van de Ecofin-Raad resulteerde in wijzigingen van Verordening (EG) nr. 974/98 om de invoering van de euro als Sloveense munteenheid<sup>6</sup> mogelijk te maken, en de vaststelling van Verordening (EG) nr. 1086/2006 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2866/98, die onherroepelijk de omrekeningskoers vastlegde van de Sloveense tolar ten opzichte van de euro<sup>7</sup>. De Raad raadpleegde de ECB over voorstellen met betrekking tot deze verordeningen, waarop de ECB een advies aan-<sup>8</sup>

Om de invoering van de euro als munteenheid van Slovenië te bevorderen stelde de ECB twee richtsnoeren vast. Dankzij Richtsnoer ECB/2006/10 konden tolar bankbiljetten in alle landen van het eurogebied worden omgewisseld tegen euro bankbiljetten en munten.<sup>9</sup> Richtsnoer ECB/2006/9 maakte het mogelijk om vóór de overgang op de euro een voorraad euro bankbiljetten en munten aan te leggen.<sup>10</sup> De ECB werd ook geraadpleegd over de voorbereidingen voor de nationale wetgeving inzake de overgang op de chartale euro.<sup>11</sup>

Voor de wetsvoorbereidingen ten behoeve van de integratie van de Banka Slovenije in het Eurosysteem stelde de ECB de nodige juridische instrumenten vast om te voorzien in de volstorting van het overige kapitaal en de overdracht door de Banka Slovenije van deviezenreserves aan de ECB. Krachtens artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB nam de Raad van Bestuur een aanbeveling aan met betrekking tot de externe accountants van de Banka Slovenije voor de jaarrekening met ingang van het boekjaar 2007.<sup>12</sup> De ECB herzag ook haar juridische kader en voerde waar nodig wijzigingen in die voortvloeiden uit het lidmaatschap van de

1 Beschikking van de Raad van 11 juli 2006 overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag betreffende de aanneming van de eenheidsmunt door Slovenië op 1 januari 2007, PB L 195, 15.7.2006, blz. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Verordening (EG) nr. 1647/2006 van de Raad van 7 november 2006 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 974/98 over de invoering van de euro, PB L 309, 9.11.2006, blz. 2.

7 Verordening (EG) nr. 1086/2006 van de Raad van 11 juli 2006 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2866/98 over de omrekeningskoersen tussen de euro en de munteenheden van de lidstaten die de euro aannemen, PB L 195, 15.7.2006, blz. 1.

8 CON/2006/36, PB C 163, 14.7.2006, blz. 10.

9 Richtsnoer van de ECB van 24 juli 2006 inzake de inwisseling van bankbiljetten na het onherroepelijk vaststellen van de wisselkoersen in verband met de invoering van de euro (ECB/2006/11), PB L 215, 5.8.2006, blz. 44.

10 Richtsnoer van de ECB van 14 juli 2006 inzake bepaalde voorbereidingen voor de omschakeling naar de chartale euro en inzake bevoorrading vooraf en verdere bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten en muntstukken buiten het eurogebied (ECB/2006/9), PB L 207, 28.7.2006, blz. 39.

11 CON/2006/29.

12 Aanbeveling van de ECB van 9 oktober 2006 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van Banka Slovenije (ECB/2006/14), PB C 257, 25.10.2006, blz. 19.





Banka Slovenije van het Eurosysteem met ingang van 1 januari 2007. Een dergelijke wijziging betrof onder meer het regime voor de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van het eurogebied.<sup>13</sup> De ECB herzag verder het Sloveense reglement tot invoering van het juridische kader van het Eurosysteem voor het monetaire beleid en TARGET. Hierdoor konden Sloveense tegenpartijen vanaf 3 januari deelnemen aan de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. De ECB stelde voorts een regeling vast inzake overgangsvoorzieningen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de introductie van de euro in Slovenië.<sup>14</sup> Ten slotte werd voor de Banka Slovenije de het ERM II overeenkomst<sup>15</sup> beëindigd.

13 Besluit van de ECB van 19 mei 2006 tot wijziging van Besluit ECB/2001/16 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002 (ECB/2006/7), PB L 148, 2.6.2006, blz. 56.

14 Verordening inzake de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de invoering van de euro in Slovenië (ECB/2006/15, 2 november 2006), OJ L 306, 7.11.2006, blz. 15.

15 Overeenkomst van 21 december 2006 tussen de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten buiten het eurogebied tot wijziging van de Overeenkomst van 16 maart 2006 tussen de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten buiten het eurogebied waarin de operationele procedures voor een wisselkoersmechanisme in de derde fase van de Economische en Monetaire Unie zijn neergelegd, PB C 14 van 20.1.2007.

## 3 OPERATIONELE ASPECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE BANKA SLOVENIJE IN HET EUROSISTEEM

Na het besluit van de Ecofin-Raad, genomen op 11 juli 2006, betreffende de invoering van de euro in Slovenië per 1 januari 2007 heeft de ECB technische voorbereidingen getroffen met het oog op de volledige integratie van de Banka Slovenije in het Eurosysteem. Conform de bepalingen van het Verdrag is de Banka Slovenije tot het Eurosysteem toegetreden met precies dezelfde rechten en verplichtingen als de nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro al hadden ingevoerd.

De technische voorbereiding op de integratie van de Banka Slovenije in het Eurosysteem geschiedde in nauwe samenwerking met de Banka Slovenije en in voorkomende gevallen op multilaterale basis samen met de 12 nationale centrale banken van het eurogebied. De voorbereidingen bestreken een breed scala aan werkerreinen, in het bijzonder de financiële verslaglegging en boekhouding, monetaire-beleidstransacties, het beheer van buitenlandse reserves en valutatransacties, betalingssystemen, statistieken en de productie van bankbiljetten. Op operationeel gebied omvatte de voorbereiding uitvoerige tests van instrumenten en procedures voor de uitvoering van het monetaire beleid en valutatransacties.

### 3.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De overgang van Slovenië op de euro per 1 januari 2007 betekende dat in Slovenië gevestigde kredietinstellingen vanaf die datum gehouden waren aan de reserveverplichtingen van het Eurosysteem. Echter, omdat 1 januari 2007 vrijwel midden in de reguliere reserve-aanhoudingsperiode van het Eurosysteem van 13 december 2006 tot en met 16 januari 2007 viel, waren er overgangsvoorzieningen nodig voor de toepassing in Slovenië van reserveverplichtingen tijdens deze aanhoudingsperiode. Overgangsvoorzieningen waren eveneens nodig voor de berekening van de reservebasis van Sloveense wederpartijen. De lijst van 27 Sloveense kredietinstellingen waarop de reserveverplichtingen van het Eurosysteem van toepassing zijn,

is op 29 december 2006 voor het eerst op de website van de ECB geplaatst.

Door de toetreding van Slovenië tot het eurogebied zijn de totale reserveverplichtingen van kredietinstellingen in het eurogebied toegenomen met €0,3 miljard. De bijdrage van autonome liquiditeitsfactoren op de balans van de Banka Slovenije aan de totale liquiditeitsvoorziening beliep in de periode van 1 tot en met 16 januari 2007 gemiddeld €3,5 miljard. Om een volledig beeld te krijgen van de liquiditeitseffecten van de Sloveense toetreding moet rekening worden gehouden met het feit dat sommige monetaire-beleidstransacties die de Banka Slovenije in 2006 had uitgevoerd, pas in 2007 zouden aflopen. Tot deze transacties behoorden enkele van wederpartijen aangetrokken termijndeposito's en voorts schuldbewijzen uitgegeven door de Banka Slovenije. De waarde van deze instrumenten beliep in de periode van 1 tot en met 16 januari 2007 gemiddeld €2,3 miljard. De bijdrage van Slovenië aan het netto gemiddelde liquiditeitsoverschot van het eurogebied in deze periode beliep derhalve €0,9 miljard.

De ECB hield rekening met de invloed hiervan op de liquiditeitsverhoudingen in het eurogebied door de bij haar basis-herfinancieringstransacties toegewezen bedragen reeds vanaf het begin van januari 2007 aan te passen.

Op 1 januari 2007 ging de Banka Slovenije tevens over op het enkelvoudige onderpandskader van het Eurosysteem, waarbij zij beleenbare Sloveense activa meldde ter waarde van €6,3 miljard. Deze activa waren reeds op 29 december 2006 bijgeschreven op de lijst van beleenbare activa zoals gepubliceerd op de website van de ECB, en werden vanaf 1 januari 2007 beleenbaar voor krediettransacties van het Eurosysteem.

### 3.2 BIJDAGEN AAN KAPITAAL, RESERVES EN EXTERNE RESERVES VAN DE ECB

Bij haar toetreding tot het ESCB op 1 mei 2004 heeft de Banka Slovenije 7% van haar aandeel

in het geplaatste kapitaal van de ECB volgestort als bijdrage in de lopende kosten van de ECB. Conform artikel 49 van de Statuten van het ESCB heeft de Banka Slovenije het resterende deel van haar bijdrage betaald op 1 januari 2007. Het totale geplaatste kapitaalaandeel van de Banka Slovenije belooft €18,4 miljoen, zijnde 0,3194% van het geplaatste kapitaal van de ECB per 1 Januari 2007, groot €5,761 miljard.

Aan het begin van 2007 heeft de Banka Slovenije, conform artikel 30 en artikel 49, lid 1, van de Statuten van het ESCB externe reserves ter waarde van €191,6 miljoen overgedragen aan de ECB. Gemeten naar het aandeel van de Banka Slovenije in het geplaatste kapitaal van de ECB staat dit in verhouding tot de reeds door de overige nationale centrale banken van het eurogebied overgedragen externe reserves. Van de totale bijdrage werd 15% overgedragen in de vorm van goud en 85% in de vorm van activa luidende in Amerikaanse dollars. De Banka Slovenije en de Banque centrale du Luxembourg beheren deze in Amerikaanse dollars luidende portefeuille in opdracht van de ECB, waarmee de eerste gezamenlijk beheerde externe-reservesportefeuille van de ECB een feit is. In verband met de overdracht van externe reserves aan de ECB is de Banka Slovenije gecrediteerd met een vordering in euro op de ECB.

## 4 DE OVERGANG VAN SLOVENIË OP DE CHARTALE EURO

Op 1 januari 2007 werden in Slovenië eurobankbiljetten en euromunten in omloop gebracht. Na een duale circulatieperiode van twee weken hadden zij de Sloveense tolarbankbiljetten en -munten volledig vervangen.

Ter voorbereiding op deze gebeurtenis heeft de Raad van Bestuur op 14 juli 2006 een richtsnoer inzake bepaalde voorbereidingen voor de omschakeling naar de chartale euro en inzake bevoorrading vooraf en verdere bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten en muntstukken buiten het eurogebied<sup>16</sup> vastgesteld. Dit richtsnoer, dat grotendeels een weergave is van het juridische kader zoals dat is vastgesteld voor de overgang op de chartale euro in 2002, vormde de basis voor het kader van de Banka Slovenije voor de overgang op de euro.

De Banka Slovenije heeft het juridische kader vastgesteld voor partijen die betrokken waren bij de bevoorrading vooraf en de verdere bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten en muntstukken in Slovenië. Daarnaast werden procedures en methoden vastgesteld voor de omwisseling van chartale tolars in chartale euro's, alsook de voorwaarden voor het vervoer, de opslag, de beveiliging, de levering van onderpand en de circulatiestatistieken.

In het kader van de chartale omwisseling en tevens om te voldoen aan de geraamde vraag naar chartale euro's in Slovenië gedurende 2007 heeft het Eurosysteem de Banka Slovenije uit voorraad in totaal 94,5 miljoen eurobankbiljetten geleverd met een nominale waarde van €2.175 miljoen. Om geografische en logistieke redenen verrichtte de Oostenrijkse Nationalbank namens het Eurosysteem de fysieke leverantie. Na een openbare inschrijvingsprocedure zijn de Sloveense euromunten geproduceerd door de Munt van Finland. In totaal werden 296,3 miljoen munten geslagen met een nominale waarde van €104 miljoen.

De Banka Slovenije startte de 'frontloading' van euromunten aan kredietinstellingen op 25 september 2006 en die van eurobankbiljetten op 29 november 2006. De fijndistributie, dat wil

zeggen de aflevering van eurobankbiljetten en -munten aan bedrijven (onder meer de detailhandel en de muntautomatenbranche) door kredietinstellingen, vond plaats in de loop van december. Parallel hieraan werden 150.000 startpakketten euromunten voor detaillisten à €201 en 450.000 startpakketten euromunten voor particulieren à €12,52 samengesteld om te zorgen voor een zo breed mogelijke distributie van munten voorafgaand aan de omschakeling. Aan het eind van 2006 had de Banka Slovenije de frontloading van de voor de chartale overgang benodigde eurobankbiljetten en -munten aan banken geheel voltooid en zo de weg geëffend voor een vlotte omschakeling.

Nog een factor die heeft bijgedragen aan de efficiëntie van de chartale omschakeling was de snelle aanpassing van gelduitgifte- en betaalautomaten: alle publiek toegankelijke gelduitgifte- en betaalautomaten waren op de eerste dag van de omschakeling geconverteerd. De conversie van muntautomaten kreeg binnen 15 dagen haar beslag.

Krachtens artikel 52 van de Statuten van het ESCB dient de Raad van Bestuur de noodzakelijke maatregelen te treffen om te verzekeren dat bankbiljetten luidende in valuta's met onherroepelijk vastgestelde wisselkoersen door de nationale centrale banken worden ingewisseld tegen hun respectieve pariwaarden. Conform met dit vereiste en in vervolg op de vaststelling, op 24 juli 2006, van Richtsnoer ECB/2006/10 inzake de inwisseling van bankbiljetten na het onherroepelijk vaststellen van de wisselkoersen in verband met de invoering van de euro<sup>17</sup>, hebben de nationale centrale banken in het eurogebied gewaarborgd dat gedurende de eerste twee maanden van 2007 in tolar luidende bankbiljetten tot een waarde van €1.000 per aanbieder en per dag a pari zou kunnen worden omgewisseld op ten minste één locatie in de desbetreffende landen. Tolarbankbiljetten blijven onbeperkt en tolar munten gedurende tien jaar omwisselbaar bij de Banka Slovenije.

<sup>16</sup> Pb L 207 d.d. 28.7.2006, blz. 39.

<sup>17</sup> Pb L 215 d.d. 5.8.2006, blz. 44.

## **DE VOORLICHTINGSCAMPAGNE OVER DE INVOERING VAN DE EURO**

In 2006 heeft de ECB in samenwerking met de Banka Slovenije een informatiecampagne gehouden ter voorbereiding op de invoering van de euro in Slovenië per 1 januari 2007. De voorlichtingscampagne had tot doel geldverwerkers en het grote publiek bekend te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en -munten en met de omwisselingsprocedure. In het kader van deze campagne werd door de ECB een folder over de chartale euro geproduceerd en in meer dan 700.000 exemplaren naar Sloveense huishoudens verstuurd, elk vergezeld van een omrekenmachine geleverd door de Banka Slovenije. Naast posters en een vouwblaadje op creditcardformaat met visuele informatie over het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en -munten, zijn er ook gidsen verspreid voor personen die beroepsmatig met chartaal geld omgaan. Voorts werden Sloveense ondernemers voorzien van informatie uit de eerste hand omtrent het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en munten, voor gebruik in eigen informatiemateriaal. Een tweedaags seminar voor vertegenwoordigers van de Sloveense media georganiseerd door de ECB verschaftte gedetailleerde informatie over de organisatie, taken en activiteiten van de ECB en het Eurosysteem. Vervolgens werd door de Banka Slovenije in samenwerking met de ECB een “€ Conference Slovenia 2007” georganiseerd die was bedoeld als forum voor het uitwisselen van ervaringen en ter bevordering van de dialoog over de economische gevolgen van de invoering van de euro en de chartale omwisseling. Deze conferentie, gehouden op 15 januari 2007, werd bijgewoond door vertegenwoordigers uit het bedrijfsleven, de overheid en de media.



## HOOFDSTUK 4

# FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE



# I FINANCIËLE STABILITEIT

Het Eurosysteem draagt bij tot een goede beleidsvoering door de bevoegde nationale autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel. Daarnaast adviseert het Eurosysteem deze autoriteiten en de Europese Commissie met betrekking tot de reikwijdte en de tenuitvoerlegging van de Gemeenschapswetgeving op deze terreinen.

## 1.1 TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

In samenwerking met het Comité voor Bankentoezicht van het ESCB bewaakt de ECB de risico's voor de financiële stabiliteit om het weerstandsvermogen van het financiële stelsel te kunnen beoordelen.<sup>1</sup> Banken vormen daarbij het belangrijkste aandachtspunt, aangezien zij nog steeds de voornaamste intermediairs bij geldstromen zijn en daarmee tevens het belangrijkste potentiële kanaal voor risico in het financiële stelsel. Tegelijkertijd vereist het toenemende belang van andere financiële instellingen en markten en de koppelingen die tussen deze instellingen en markten enerzijds en de banken anderzijds bestaan, dat zwakke plekken in deze onderdelen van het financiële stelsel door het ESCB worden bewaakt.

### CONJUNCTURELE ONTWIKKELINGEN

In 2006 bleef de financiële gesteldheid van de financiële instellingen van het eurogebied zich verbeteren, daarmee de sedert 2003 opgetekende verbeteringen consoliderend. De financiële instellingen hebben geprofiteerd van gunstige macro-economische en financiële omstandigheden, ondanks de beginnende verkrapping van de mondiale liquiditeitsverschaffing, en in het geval van verzekeringsinstellingen van het uitblijven van grote natuurrampen. De kwetsbaarheid van de financiële instellingen van het eurogebied voor negatieve ontwikkelingen is aanzienlijk verminderd dankzij aanhoudend positieve resultaten, en de vooruitzichten blijven positief; er blijven echter enkele risico's bestaan. Ondanks enige herschikking van internationale groeipatronen en recente olieprijsdalingen, blijven grote mon-

diale financiële onevenwichtigheden een bron van risico op de middellange termijn; bovendien is de kans op een negatieve omslag in de kredietcyclus mogelijkster toegenomen, net als de kans op het plotseling afbouwen van speculatieve, met vreemd vermogen gefinancierde posities. Tegelijkertijd is het kredietrisico gestegen dat banken in het eurogebied lopen na de expansie van de kredietverlening, ofschoon banken gebruik hebben gemaakt van producten voor het overdragen van kredietrisico om zo minder risicogevoelig te worden. Enkele banken staan tevens steeds meer bloot aan korte-termijnfinancieringen met vreemd vermogen, met name met betrekking tot *private equity*-transacties, waarbij de kredietmaatstaven van banken door de strijd om steeds grotere transacties onder druk zouden kunnen zijn gekomen. Tenslotte zou ook de aanhoudend lage volatiliteit op de financiële markten de banken kunnen hebben gestimuleerd hun posities in verschillende activacategorieën uit te breiden, daarmee hun blootstelling aan marktrisico vergrotend. In deze context heeft het toenemende gebruik door banken van nieuwe en complexe financiële instrumenten in de *wholesale*-markt geleid tot nieuwe risico's voor tegenpartijen in verband met juridische en reputatiekwesaties.

De winstgevendheid van grote banken in het eurogebied versterkte zich in 2006 verder. Hoewel de ongelijkmatige overgang naar de Internationale standaarden voor financiële verslaggeving (IFRS) in het eurogebied de huidige beoordeling beïnvloedt, is de vergelijkbaarheid van de belangrijkste prestatie-indicatoren gedeels behouden gebleven, en de winstcijfers duiden op een algemene verbetering. De hoge winstgevendheid werd voornamelijk veroorzaakt door de krachtige groei van de kredietverlening aan zowel huishoudens als aan de bedrij-

<sup>1</sup> Sinds eind 2004 brengt de ECB een halfjaarlijks rapport uit over de stabiliteit van het financiële stelsel in het eurogebied onder de titel "Financial stability review". In 2006 publiceerde zij tevens de vijfde editie van het rapport betreffende de stabiliteit van de bancaire sector in de EU en betreffende bancaire structuren in de EU. Deze publicaties bevatten de belangrijkste bevindingen van de regelmatige analyses door het Comité voor Bankentoezicht van de structuur en stabiliteit van het bancaire stelsel en zijn beschikbaar op de website van de ECB.

vensector uitgezonderd financiële instellingen, hoewel de groei van de netto rentebaten gematigd was door aanhoudend kleine rentemarges en de vlakke rendementscurve. Provisie- en commissiebatens alsmede handelsopbrengsten hebben de winstgroei eveneens ondersteund. Verder werden de winsten geschaagd door voortgezette kostenbeheersingsmaatregelen en waardeverminderingkosten, die op een nieuw historisch dieptepunt uitkwamen als gevolg van de verbeterde risicobeheersing door banken en een zeer gunstig kredietklimaat. Vooruitkijkend, hoewel verschillende banken op korte termijn een verslechtering in de kredietcyclus verwachten, verkeren de meeste grote banken in het eurogebied in een comfortabele positie om de daaruit voortvloeiende geleidelijke stijging van de waardeverminderingkosten te absorberen.

De solvabiliteitsratio van de banken in het eurogebied daalden in 2006 licht als gevolg van een krachtige toename in activa met een hoge risicograad; hun solvabiliteitsniveaus bleven echter sterk en voldeden ruimschoots aan de vereisten betreffende regelgeving. Dit was het gevolg van de aanhoudende inkomstengroei in de afgelopen drie jaren, die steun gaf aan substantiële interne vermogenscreatie, en het behouden van winsten.

Volgens de meest recente beoordeling door Europese verzekeringstoezichthouders bleef de winstgevendheid in het verzekeringswezen in het eurogebied in 2006 toenemen, een voortzetting van de sinds 2004 verbeterende financiële situatie in de sector. De recente groei in totale reële premies is voor levensverzekeringsmaatschappijen krachtiger geweest dan voor schadeverzekeringsmaatschappijen. De positieve prestaties van de levensverzekeringsmaatschappijen werden ondersteund door krachtige verkopen van aan beleggingen gekoppelde producten tegen een achtergrond van stijgende aandelenkoersen en door stijgende verkopen van andere, traditionelere producten. De aanzienlijke structurele omvorming van de levensverzekeringmarkt in het eurogebied, die hoofdzakelijk wordt veroorzaakt door lopende belastinghervormingen en een langere-termijntoename in de



penetratiegraad van verzekeringen in de economie, heeft de premiegroei eveneens ondersteund. In de schadeverzekeringsector zijn de premieverhogingen, die in voorgaande jaren de premiegroei opdreven, recentelijk vertraagd, wat voornamelijk het gevolg was van de scherpe concurrentie in de sector. De financiële positie van pensioenfondsen is ten opzichte van voorgaande jaren verder verbeterd, maar bleef negatief beïnvloed worden door de lage obligatierendementen in 2006.

De mondiale *hedge fund*- en *private equity*-sectoren bleven in 2006 groeien. Na de netto uitstroom uit de *hedge fund*-sector gedurende het laatste kwartaal van 2005, herstelde de geaggregeerde netto instroom zich in de eerste helft van 2006, stijgend tot dicht bij het recordniveau van 2004. Sommige *hedge funds*, met name die met richtingsstrategieën (d.w.z. gebaseerd op verwachtingen omtrent de richting van marktveranderingen), leden financiële verliezen, hoofdzakelijk als gevolg van de turbulentie op de financiële markten gedurende mei en juni 2006 en negatieve ontwikkelingen in de aardgasmarkt in augustus en september. Desalniettemin bleef de sector als geheel positieve rendementen genereren.

## STRUCTURELE ONTWIKKELINGEN

Structurele ontwikkelingen in het bankwezen kunnen van invloed zijn op de aard en stabiliteit van het bredere financiële stelsel. De lange-termijntendensen in de consolidatie, integratie en internationalisatie van het bankwezen in de EU zette zich gedurende 2006 voort. Deze ontwikkelingen kunnen via toenemende concurrentie, betere kwaliteit van de dienstverlening en innovatie voordelig zijn voor cliënten, maar houden tegelijkertijd het risico in van gemakkelijkere verspreiding van financiële verstoringen over de grenzen heen. Hoewel de waargenomen tendensen zich in de meeste lidstaten manifesteren, zijn er significante onderlinge verschillen, met name betreffende consolidatie, waarvan het meest sprake is in de rijpere economieën.

Consolidatie, zoals weerspiegeld in de afname van het aantal kredietinstellingen, vond plaats tegelijk met het aantrekken van grensoverschrijdende fusies en acquisities in het EU-bankwezen gedurende 2005 en de eerste helft van 2006. De voltooiing van verschillende grote transacties en het hogere niveau van fusies en acquisities kunnen duiden op het eindigen van de sinds 2000 waargenomen afnemende tendens. Bij recente grensoverschrijdende fusies en acquisities zijn ook in toenemende mate intermediairs op de retailmarkt betrokken.

De aanhoudende groei van bancaire activa ging gepaard met desintermediatie, aangezien de activa van niet-bancaire financiële intermediairs (zoals verzekeringsmaatschappijen en beleggings- en pensioenfondsen) eveneens aanzienlijk zijn gegroeid. Banken lijken zich aan deze trend aan te passen door hun commissie-genererende activiteiten uit te breiden, met inbegrip van investeringsbankieren en vermogensbeheer. De resulterende diversificatie van inkomstenbronnen zou ertoe kunnen bijdragen dat de risicopositie van banken verbetert en hun winsten stabiliseren. Het wegsluizen van risico's van banken naar andere, vaak minder gereguleerde, financiële intermediairs zou tevens het algehele risico-onzekerheidsniveau kunnen verhogen.

In de EU vinden belangrijke demografische ontwikkelingen plaats die ook op het bankwezen van invloed kunnen zijn. Veranderingen in de levensverwachting, nataliteit en migratie kunnen leiden tot een neerwaartse druk op de intermediatiequote van banken en op de vraag naar consumptieve kredieten en hypotheeklen, waardoor de netto rentebaten teruglopen. Banken zouden daarop kunnen reageren met het aanbieden van nieuwe producten die op oudere cliënten zijn afgestemd, alsmede met vermogensbeheer en adviesdiensten, resulterend in stijgende niet uit rentebaten afkomstige inkomsten. Zij zouden tevens internationaal kunnen diversifiëren en actiever kunnen worden in opkomende markteconomieën met afwijkende demografische structuren.

De financieringsbasis van banken in de EU blijft grotendeels bestaan uit cliëntendeposito's, hoewel deze gediversifieerder zijn geworden, zowel op sectoraal als geografisch niveau. Het toenemende aanbod van complexere deposito-instrumenten aan een breder beleggerspubliek kan banken blootstellen aan reputatierisico's. Er is sprake geweest van een kleine verschuiving naar (voornamelijk kortlopende) marktfinanciering, terwijl banken steeds afhankelijker zijn geworden van instrumenten zoals hypothecaire obligaties en effectisering. Dergelijke instrumenten bieden schaalvoordelen, maar zijn duurder dan financiering via deposito's. Tevens werd een toenemende centralisatie van liquiditeitsbeheer binnen bankconcerns waargenomen, hetgeen duidelijke voordelen biedt wat betreft de efficiëntie van interne kapitaalstromen, maar ook kan leiden tot grotere concerninterne en grensoverschrijdende besmettingsrisico's.

## 1.2 SAMENWERKING IN FINANCIËLE CRISISSITUATIES

De afspraken voor het aanpakken van financiële crises tussen de autoriteiten verantwoordelijk voor het waarborgen van financiële stabiliteit op EU-niveau, zijn in de loop van 2006 verder verbeterd. De EU-Richtlijn Kapitaaleisen (Capital Requirements Directive, of CRD), die in juni

2006 werd aangenomen, zet de herziene kapitaal-eisen voor krediet- en beleggingsinstellingen om in EU-wetgeving, en bevat een aantal bepalingen die van directe invloed zijn op nood-situaties. In het bijzonder worden de informatie-stromen gespecificeerd tussen de autoriteiten die mogelijk bij grensoverschrijdende crises betrokken zijn, waaronder toezichthouders en centrale banken.

Het Comité voor Banktoezicht en het Comité of European Banking Supervisors (CEBS) hebben aanzienlijke vooruitgang geboekt bij het vaststellen van centrale-bank- en toezichtspraktijken betreffende informatie-uitwisseling en samenwerking ingeval van een financiële crisis op grensoverschrijdend niveau. Het doel van dit werk was het bevorderen van de operationele doelmatigheid van de bestaande regelingen en gebieden vast te stellen waar verdere vooruitgang nodig is.

Teneinde het inzicht te vergroten in de praktische tenuitvoerlegging van de EU-regelingen, werden verschillende financiële-crisissimulaties georganiseerd. In april 2006 vond een EU-brede crisissimulatie plaats, gecoördineerd door de Economische en Financiële Commissie, die tot doel had het *Memorandum of Understanding* (MoU) te testen dat in 2005 was overeengekomen.<sup>2</sup> Het ESCB droeg bij aan de voorbereiding en organisatie van de simulatie.

De centrale banken van het eurogebied organiseerden tevens crisissimulaties om te testen of het Eurosysteem in staat is een financiële crisis met mogelijk grensoverschrijdende gevolgen voor het financiële stelsel effectief aan te pakken. De meest recente simulatie vond plaats in mei 2006 en betrof de uitvoering van monetaire-beleidsmaatregelen, het toezicht op en de werking van marktinfrastructuren, en de waarborging van de financiële stabiliteit. Gezien de hoge mate van financiële integratie binnen het eurogebied, legde de simulatie de nadruk op de koppelingen tussen financiële instellingen, markten en marktinfrastructuren, zowel op nationale als op grensoverschrijdende basis. De simulatie bevestigde dat het Eurosysteem goed in staat is

mogelijk stelselverstorende gebeurtenissen in het eurogebied het hoofd te bieden.

<sup>2</sup> Voor nadere details betreffende deze MoU, zie het Jaarverslag 2005, blz. 120-121.

## 2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

### 2.1 ALGEMEEN

Op 5 december 2005 heeft de Europese Commissie een Witboek uitgebracht over het beleid op het gebied van financiële diensten, het zogenoemde “White Paper on Financial Services Policy 2005-2010”. Het document, dat vorm zal geven aan het middellange-termijnbeleidsprogramma van de Commissie op het gebied van financiële diensten, is erop gericht verdere integratie binnen de financiële sector in de EU te ondersteunen door het dynamisch consolideren van het reeds door het actieplan voor financiële diensten (“Financial Services Action Plan”) opgestelde regelgevende kader. De globale doelstelling van het Witboek werd grotendeels ondersteund door het Eurosysteem in zijn bijdrage aan de openbare raadpleging van de Commissie over het document.<sup>3</sup> Gezien het feit dat het Witboek thans wordt geïmplementeerd, zal de ECB blijven samenwerken met de Commissie en haar beleidsagenda blijven volgen, alsmede er voor zorgdragen dat het Eurosysteem tijdig wordt betrokken bij zaken die binnen zijn bevoegdheden vallen. De ECB zal tevens technische ondersteuning bieden aan de acties van de Commissie die van invloed kunnen zijn op de financiële stabiliteit en de integratie van Europese financiële markten.

Wat betreft het Lamfalussy-kader<sup>4</sup> zijn de Commissie en het Europees Parlement een herziening van de “comitologie”-procedures (het systeem van comités door middel waarvan Gemeenschapswetgeving wordt aangenomen) overeengekomen die het Parlement controlebevoegdheden toekent betreffende door de Commissie goedgekeurde maatregelen ter implementatie van Niveau 1-kaderwetgeving. Dit stelt de Lamfalussy-comités in staat door te gaan met het effectief ondersteunen van het proces voor EU-wetgeving op het gebied van financiële dienstverlening.<sup>5</sup> De goedkeuring door de Ecofin-Raad van aanbevelingen gedaan door het Comité Financiële Diensten<sup>6</sup> zal resulteren in de verdere ontwikkeling van sommige bestaande toezichtinstrumenten teneinde het Lamfalussy-kader ten volle te benutten. In deze context zette het CEBS zijn werkzaamheden op het gebied

van de Richtlijn Kapitaaleisen voort met als doel in de praktijk tot convergentie op toezichtgebied te komen. Het Committee of European Securities Regulators (Comité van Europese Effectenregelgevers of CEER) richtte zich eveneens op het realiseren van toezichtconvergentie in het effectenwezen (Niveau 3).

Op 23 oktober 2006 publiceerde de ECB een rapport met een overzicht van recente veranderingen in de toezichtstructuren van de toentertijd 25 EU-lidstaten en twee toetredende landen.<sup>7</sup> In het rapport werden de volgende trends gesignaleerd. Ten eerste is er een beweging richting consolidatie onder toezichthouders op nationaal niveau, met als doel het verbeteren van de doelmatigheid en effectiviteit. De redenen voor het consolideren van toezichtsverantwoordelijkheden kunnen liggen in de vervaging van de scheidslijnen tussen financiële sectoren of het bestaan van een betrekkelijk kleine financiële markt. Niet alle lidstaten gebruiken echter hetzelfde toezichtmodel, aangezien de gekozen structuur afhankelijk is van de specifieke nationale omstandigheden. Ten tweede spelen centrale banken in vrijwel alle nationale toezichtssystemen een rol. In sommige gevallen hebben zij directe toezichtsverantwoordelijkheden of hebben samenwerkingsovereenkomsten afgesloten met de nationale toezichthouders op basis waarvan zij bepaalde toezichtstaken uitoe-

3 Zie het Jaarverslag 2005 van de ECB, blz. 122.

4 “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001. Dit rapport is beschikbaar op de website van de Europese Commissie. Zie tevens het ECB Jaarverslag 2003, blz. 111. De Lamfalussy-methode is een aanpak op vier niveaus voor goedkeuring van effecten-, bank- en verzekeringswetgeving. Niveau 1 bestaat uit kaderbeginselen, in de vorm van richtlijnen en verordeningen, die via de standaard EU-wetgevingsprocedures worden goedgekeurd. Niveau 2 regelt de implementatie van gedetailleerde maatregelen op basis van de kaderbeginselen van Niveau 1. Niveau 3 bestaat uit verbeterde samenwerking en netwerken tussen EU-toezichthouders ter verzekering van een consistente en gelijkwaardige omzetting van Niveau 1- en Niveau 2-wetgeving. Niveau 4 bestaat uit versterkte naleving, in het bijzonder ten aanzien van acties door de Commissie ter naleving van Gemeenschapswetgeving, ondersteund door betere samenwerking tussen lidstaten, hun regelgevende organen en de particuliere sector.

5 Zie Raadsbesluit van 17 juli 2006 tot wijziging van Beschikking 1999/468/EG, Pb L 200, 22 juli 2006, blz. 11.

6 “Report on financial supervision”, Comité Financiële Diensten, februari 2006.

7 Een vergelijkbare inventarisatie werd in 2003 gemaakt. Beide rapporten zijn beschikbaar op de website van de ECB.



fenen. In een aantal landen heeft het streven naar grotere doelmatigheid geleid tot regelingen waarbij centrale banken en toezichthouders gemeenschappelijk gebruik maken van middelen. Tenslotte bewegen vrijwel alle lidstaten zich richting formele overeenkomsten ter waarborging van samenwerking en informatie-uitwisseling tussen centrale banken en banktoezichthouders. Bij regelingen die belangrijke beleidsonderwerpen of crisisbeheersing betreffen, zijn vaak de ministeries van financiën betrokken.

## 2.2 BANKWEZEN

De ECB bleef in 2006 aan het werk van het CEBS en van het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) bijdragen middels haar deelname aan de hoofdcमितés en enkele van de subcomités. Na de vaststelling van de conceptuele elementen van het herziene kader voor de internationale convergentie van kapitaalberekeningen en kapitaalstandaarden ("Bazel II"), is het BCBS in mei 2006 overeengekomen de kwantitatieve parameters ongemoeid te laten en voltooide daarmee het herziene kader. Het besluit werd ondersteund door de resultaten van de vijfde kwantitatieve-effectenstudie ("QIS 5"), een gegevensverzamelingsactie georganiseerd door het BCBS ter beoordeling van de invloed van de herziene kapitaaleisen op banken. Het CEBS speelde een prominente rol bij het uitvoeren van de QIS 5 op EU-niveau. Over het geheel genomen bleken de QIS 5-uitkomsten in overeenstemming te zijn met de "impulsstructuur" die is ingebouwd in het kader voor kredietinstellingen om over te gaan naar geavanceerdere methoden voor de berekening van hun kapitaaleisen.

De Richtlijn Kapitaaleisen werd in juni 2006 aangenomen, waarmee de herziene kapitaalregels in Gemeenschapswetgeving werden omgezet. Het wetgevingsproces met betrekking tot Bazel II is derhalve op EU-niveau voltooid en het herziene kapitaalkader, met inbegrip van het gebruik van geavanceerdere methoden, zal vanaf januari 2008 volledig operationeel zijn in de EU. Vanaf januari 2007 mogen kredietinstellingen reeds overgaan op minder geavanceerde methoden voor de

berekening van kapitaaleisen voor krediet- en operationeel risico. De overgangsregelingen voor de geplande implementatie van het kader in de Verenigde Staten verschillen van die in de EU. De VS zijn van plan slechts de meest geavanceerde methoden beschikbaar te stellen aan hun banken, met een vertraging van één jaar. De ECB blijft deze ontwikkelingen volgen teneinde de mogelijke invloed ervan op het EU-bankwezen te beoordelen.

Op 18 december 2006 heeft de ECB een advies gegeven betreffende het Commissievoorstel tot wijziging van het bestaande kader voor de bedrijfseconomische beoordeling van acquisities en toenames van kwalificerende deelnemingen in financiële instellingen.<sup>8</sup> Het voorstel strekt tot verduidelijking van de van toepassing zijnde procedure en beoordelingscriteria. De ECB verwelkomde het voorstel als een belangrijke maatregel ter verzekering dat dergelijke beoordelingen strikt bedrijfseconomische criteria volgen, transparant zijn ten opzichte van marktdeelnemers en in alle landen op consistente wijze wordt uitgevoerd. Tegelijkertijd heeft de ECB haar zorg geuit over bepaalde onderdelen van het voorstel. De ECB heeft in het bijzonder voorgesteld dat de beoordelingscriteria beter afgestemd worden op de gedurende het autorisatieproces gebruikte criteria, en dat duidelijk wordt gemaakt dat van de betreffende instelling wordt verwacht dat het alle van toepassing zijnde bedrijfseconomische vereisten naleeft. De ECB heeft bovendien geopperd dat de Commissie de voorgestelde tijdslimieten zou kunnen herzien, in nauwe samenwerking met de toezichthoudende autoriteiten, teneinde zorg te dragen voor goede en beargumenteerde besluiten.

## 2.3 EFFECTENWEZEN

Het nieuwe regelgevende kader voor het effectenwezen waarin door het Actieplan voor Financiële Diensten wordt voorzien, werd in 2006 voltooid met de goedkeuring van de uitstaande Niveau 2-maatregelen ter uitvoering van de Richtlijn betreffende markten voor financiële

<sup>8</sup> CON/2006/60.

instrumenten en de Transparantierichtlijn. Bovendien ging de Commissie begin 2007 over tot goedkeuring van een Niveau 2-richtlijn gericht op het verduidelijken van enkele bepalingen van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad waarin de activa worden voorgeschreven die in aanmerking komen voor belegging door instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's). Dit zal zorgen voor een consistente uitvoering en interpretatie van de ICBE-wetgeving in de EU. Gezien het belang van deze maatregelen voor de integratie van de Europese financiële markten en ter bevordering van de financiële stabiliteit heeft de ECB de desbetreffende activiteiten op de voet gevolgd en daaraan tevens een bijdrage geleverd via haar deelname aan het Europese Comité voor het Effectenbedrijf.

Het Eurosysteem beoordeelde regelmatig of de door de Commissie goed te keuren Niveau 2-uitvoeringsmaatregelen binnen de adviesbevoegdheden van de ECB lagen, waardoor mogelijk een formeel ECB-advies nodig zou kunnen zijn. Aangaande de bovengenoemde Richtlijn betreffende de in aanmerking komende activa voor ICBE's werd een ECB-advies goedgekeurd, aangezien de ontwerprichtlijn bepalingen bevatte die de werking van de geldmarkten in Europa zou kunnen beïnvloeden, hetgeen van belang is voor de uitvoering van het monetaire beleid van het eurogebied.

Tenslotte werd, na de openbare raadpleging door de Europese Commissie in 2005 inzake een Groenboek – waaraan het Eurosysteem heeft bijgedragen – en het werk door groepen marktdeskundigen, waarin de ECB eveneens deelnam, door de Commissie in november 2006 een Witboek gepubliceerd over de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen. Daarin werd een pakket maatregelen vastgesteld ter vereenvoudiging van de operationele systemen waarbinnen beleggingsfondsen werken. Dergelijke maatregelen zullen onder andere bestaan uit gerichte aanpassingen van de ICBE-Richtlijn ter vereenvoudiging van bestaande regels waardoor beleggingsfondsen grensoverschrijdend kunnen worden verhandeld binnen de EU, ter uitbreiding van de vrijheden die ICBE-fondsen en hun

managers hebben, en ter verbetering van samenwerking op toezichtgebied. De doelstellingen en acties die in het Witboek van de Commissie worden voorzien, worden grotendeels ondersteund door de ECB.

## 2.4 VERSLAGLEGGING

Het hele jaar door is de ECB, via haar deelname aan subgroepen van het Bazelse Comité voor het banktoezicht en in het CEBS alsmede in het Standards Advisory Council van de International Accounting Standards Board (IASB), blijven bijdragen aan werkzaamheden op het gebied van verslaglegging.

Op basis van zijn opdracht tot het beoordelen van ontwikkelingen op regelgevend en toezichtsgebied vanuit het gezichtspunt van financiële stabiliteit, heeft het Comité voor Banktoezicht een rapport uitgebracht betreffende de beoordeling van verslagleggingstandaarden.<sup>9</sup> Het rapport richt zich op een onlangs in Europa ingevoerd verslagleggingskader, gebaseerd op de International Financial Reporting Standards (IFRS), en analyseert de mogelijke gevolgen ervan voor het bankwezen en andere financiële ondernemingen alsmede de geschiktheid van het kader vanuit het gezichtspunt van systeembrede financiële stabiliteit. Het onderliggende uitgangspunt is dat verslaglegging van belang is voor financiële stabiliteit en waar mogelijk effectief zou moeten bijdragen aan verdere versterking daarvan. Het rapport bevat tien algemene referentiecriteriën voor de beoordeling van verslagleggingstandaarden. Op basis van een analyse van de mate waarin de IFRS aan deze criteria voldoet, benoemt het rapport de positieve aspecten van bepaalde kenmerken van de IFRS, alsmede punten van zorg en van mogelijke verbetering vanuit het gezichtspunt van financiële stabiliteit. Deze voorstellen richten zich op drie hoofdgebieden, te weten de betrouwbaarheid van "reële" waarden, de economische basis van *hedge accounting* en het voorzieningenbeleid voor kredietrisico.

<sup>9</sup> Het rapport is beschikbaar op de website van de ECB.



### 3 FINANCIËLE INTEGRATIE

Het Eurosysteem heeft veel belang bij de financiële integratie in Europa, aangezien een goed geïntegreerd financieel stelsel de soepele en effectieve transmissie van monetaire-beleidsignalen in het gehele eurogebied bevordert en implicaties heeft voor de taak van het Eurosysteem om de financiële stabiliteit te waarborgen. Financiële integratie ondersteunt tevens de efficiënte en soepele werking van betalings- en clearingsystemen. Bovendien kan financiële integratie – een prioriteitsdoelstelling van de Gemeenschap – de ontwikkeling van het financiële stelsel helpen bevorderen en zo de mogelijkheden voor economische groei vergroten.

Het Eurosysteem maakt onderscheid tussen vier soorten activiteiten waarmee hij bijdraagt tot bevordering van de Europese financiële integratie: i) het verhogen van de bewustwording over en het houden van toezicht op financiële integratie, ii) het optreden als katalysator voor activiteiten van de particuliere sector door het stimuleren van collectieve actie, iii) het geven van advies over de inrichting van het wet- en regelgevend kader voor het financiële stelsel en directe regelgeving en iv) het verlenen van centralebankdiensten die eveneens de financiële integratie bevorderen. De ECB zette in 2006 haar werkzaamheden op alle vier gebieden voort.

#### VERHOGEN VAN DE BEWUSTWORDING OVER EN TOEZICHT OP FINANCIËLE INTEGRATIE

In september 2006 heeft de ECB een rapport gepubliceerd over de indicatoren van financiële integratie voor de hoofdsegmenten van het financiële stelsel in het eurogebied.<sup>10</sup> Dit rapport verruimde de reikwijdte van de in 2005 geleverde analyse, met name door het opnemen van additionele indicatoren die betrekking hebben op banken en financiële infrastructures. De analyse van bancaire markten is verbeterd door toevoeging van indicatoren betreffende de grensoverschrijdende activiteiten van banken in het eurogebied en betreffende bankieren voor grote ondernemingen (“corporate banking”). De indicatoren met betrekking tot financiële infrastructures zijn toegedeeld aan de belangrijkste financiële markt die door de respectieve

infrastructuur wordt bediend, ter erkenning van het feit dat financiële infrastructures een belangrijke rol spelen in de integratie van financiële markten. Bovendien zijn op kwantiteit gebaseerde indicatoren van financiële integratie systematisch berekend voor de belangrijkste marktsegmenten. Naarmate verdere vooruitgang wordt geboekt in onderzoek en economische analyse en er meer statistieken beschikbaar komen, is de verwachting dat het scala van indicatoren verder wordt uitgebreid, bijvoorbeeld met indicatoren betreffende de integratie van verzekeringsmarkten. Vanuit een breder perspectief zal de ECB de kwantitatieve indicatoren gebruiken om de voortgang van de financiële integratie te volgen, om vast te stellen op welke terreinen integratie ontbreekt, en om haar analyse van actuele, beleidsrelevante kwesties op het gebied van financiële integratie te ondersteunen.

In 2006 continueerde de ECB haar betrokkenheid bij het onderzoeksnetwerk inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa, dat zij samen met het Centrum voor Financiële Studies beheert. Het netwerk ging verder met het organiseren van conferenties met academici, marktdeelnemers en beleidsmaker, en de actieve deelname van de nationale centrale banken. De zevende conferentie, die op 28-29 september 2006 werd georganiseerd door de Deutsche Bundesbank, stond in het teken van de modernisering van het financiële stelsel en economische groei. De achtste conferentie over financiële integratie en stabiliteit in Europa, georganiseerd door de Banco de España, vond plaats op 30 november-1 december 2006.

In het kader van het netwerk kent de ECB elk jaar vijf Lamfalussy Fellowship-onderzoekplaatsen toe aan jonge onderzoekers. Een van de redenen waarom de ECB is geïnteresseerd in het stimuleren van onderzoek op dit gebied, is omdat financiële integratie naar verwachting gevolgen zal hebben voor de ontwikkeling van

<sup>10</sup> “Indicators of financial integration in the euro area”, september 2006. Voor de halfjaarlijkse actualisering van de indicatoren, zie de website van de ECB op <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>.

het financiële stelsel en voor de economische groei. De werkzaamheden van de ECB betreffende financiële integratie staan derhalve in nauw verband met haar bredere analyse van factoren die de adequate werking van financiële stelsels ondersteunen. De werkzaamheden op dit gebied werden in 2006 voortgezet, met als doel het opstellen van een conceptueel kader voor het meten van de prestaties van het financiële stelsel.

Op 20 september 2006 publiceerde de ECB een rapport over verschillen in door MFI's gehanteerde rentetarieven in de landen van het eurogebied, dat was opgesteld door het Comité voor het Monetaire Beleid en het Comité Statistieken. Als *follow-up* op het rapport, publiceert het Eurosysteem thans tabellen die een overzicht geven van 15 typen deposito- en beleningsrentes in elk land van het eurogebied. Met het beschikbaar stellen van gedetailleerde en uitgebreide informatie over gemiddelde door MFI's gehanteerde rentetarieven, beoogt het Eurosysteem er voor te zorgen dat vergelijkingen tussen landen goed gefundeerd zijn. Op 25 oktober 2006 publiceerde de ECB haar jaarverslag over structuren in het bankwezen van de EU (zie tevens Paragraaf 1.1 van dit Hoofdstuk).

Tenslotte ontwikkelt de ESCB naast de MFI-statistieken tevens statistische informatie over niet-MFI's als institutionele beleggers (bijv. beleggingsfondsen). Deze statistieken zijn vanuit monetaire-beleidsperspectief van belang en helpen tevens bij het volgen van het financiële-integratieproces. Er is een ECB-verordening inzake de statistische-rapportagevereisten voor beleggingsfondsen in voorbereiding. Tevens wordt gewerkt aan een beoordeling van de noodzaak en haalbaarheid van verbetering van de beschikbare statistische informatie over verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, met de nadruk op manieren waarop de beschikbaarheid van binnenjaarlijkse financiële gegevens (voornamelijk op kwartaalbasis) kunnen worden verbeterd.

## **OPTREDEN ALS KATALYSATOR VOOR ACTIVITEITEN VAN DE PARTICULIERE SECTOR**

Vooruitgang op het gebied van Europese financiële integratie is in hoge mate afhankelijk van initiatieven vanuit de particuliere sector om gebruik te maken van bestaande mogelijkheden voor grensoverschrijdende bedrijvigheid. Overheden ondersteunen dergelijke particuliere coördinatiepogingen. In 2006 fungeerde het Eurosysteem als katalysator voor twee van dergelijke initiatieven. Het Short-Term European Paper (STEP)-initiatief en het Single Euro Payments Area (SEPA)-initiatief.

De ECB heeft het STEP-initiatief vanaf de start in 2001 ondersteund. Het STEP-initiatief heeft tot doel het bevorderen van integratie van de Europese markten voor kortlopend papier middels de convergentie van marktstandaarden en -praktijken. Op 11 juli 2006 heeft de ECB samen met de ACI, de vereniging van financiële markten, en de European Banking Federation een persconferentie gehouden ter gelegenheid van de officiële start van de STEP-markt. De bijdrage van het Eurosysteem aan de STEP-markt richt zich op twee activiteiten. Ten eerste zullen de ECB en negen nationale centrale banken van het eurogebied tot juni 2008 technische ondersteuning verlenen aan het STEP-secretariaat bij de toekenning van STEP-keurmerken, waarbij de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het toekennen en intrekken van het STEP-keurmerk bij het STEP-secretariaat berust. Ten tweede zal de ECB regelmatig statistieken leveren over rendementen en volumes in de STEP-markt en deze publiceren op haar website.

De verwachting is dat de STEP-statistieken door het creëren van grotere markttransparantie een belangrijke rol zullen spelen bij het bevorderen van de integratie in deze markt. De ECB hanteert een geleidelijke aanpak. Zij begon met het publiceren vanaf september 2006 van STEP-statistieken over maandelijks uitstaande bedragen, met volledige dekking, en trof vervolgens voorbereidingen voor de publicatie van STEP-statistieken over dagelijkse volumes en rendementen bij enkele gegevensverstrekkers. De planning is dat vanaf 2008 voor alle gegevensverstrekkers



dagelijkse statistieken worden gepubliceerd. Op 14 september 2006 heeft de Raad van Bestuur besloten dat de STEP-markt aanvaardbaar zou zijn als niet-gereguleerde markt met het oog op onderpandsbeheer ten behoeve van krediettransacties van het Eurosysteem wanneer de STEP-statistieken met rendementsgegevens op de website van de ECB zouden zijn gepubliceerd.

Het SEPA-project werd in 2002 gestart door de Europese Betalingsraad (European Payments Council – EPC) met als doel het verwezenlijken van een volledig geïntegreerde markt voor retailbetalingsdiensten in het eurogebied, en het Eurosysteem heeft vanaf het begin de rol van katalysator gespeeld. In 2006 heeft de ECB een geactualiseerd overzicht geleverd van de geboekte vooruitgang bij het voltooien van het SEPA en daarbij haar verwachtingen voor de komende periode aangegeven.<sup>11</sup> Op 4 mei 2006 hebben de ECB en de Europese Commissie een gezamenlijke verklaring uitgegeven waarin hun visie betreffende het SEPA is neergelegd en waarin zij verklaren van plan te zijn nauw samen te werken bij de verwezenlijking van het SEPA. In het bijzonder werden het Europese bankwezen en de overige relevante belanghebbenden gestimuleerd de voorwaarden te scheppen voor de verwezenlijking van het SEPA begin 2008, en eind 2010 de kritische massa aan SEPA-transacties te bereiken. Het Eurosysteem heeft in 2006 een aantal bijeenkomsten georganiseerd met verschillende belanghebbenden, d.w.z. SEPA-topontmoetingen met het bankwezen alsmede bijeenkomsten met eindgebruikers

en aanbieders van infrastructuur en betaalkaarten. De ECB heeft tevens het SEPA-congres gedurende de Euro Finance Week in november 2006 gesponsord. Daarnaast nam de ECB als waarnemer deel aan plenaire vergaderingen en werkgroepen van de EPC. Gedurende heel 2006 is de ECB doorgegaan met het bieden van ondersteuning aan het bankwezen met betrekking tot het ontwerp en de voorbereiding van de nieuwe SEPA-instrumenten en -kaders, zoals het creëren van een gemeenschappelijk pakket regels voor de SEPA-overboekings- en automatische incassoinstrumenten, gedetailleerde richtlijnen voor het bankwezen betreffende kaartbetalingen<sup>12</sup> en technische standaarden en implementatierichtlijnen teneinde een soepele en veilige werking van de verschillende systemen te garanderen. Wat betreft infrastructuren, spoorde het Eurosysteem de markt aan verder te gaan met het tijdig ontwikkelen van retailbetalingssystemen die in staat zijn de SEPA-instrumenten te verwerken en die volledig uitwisselbaar zijn. Tevens werd de aanbeveling gedaan dat marktinfrastructuren schaalvoordelen benutten en gebruik maken van moderne technologie teneinde de kosten te reduceren. Het Eurosysteem droeg ook bij aan de voorbereidingen voor de implementatie van en migratie naar het SEPA en bleef het SEPA-project steunen middels zijn communicatie-instrumenten (waaronder persbe-

11 “Naar een gemeenschappelijk eurobetalingsgebied (SEPA) – Doelstellingen en Deadlines (Vierde Voortgangsrapport)”, februari 2006.

12 Voor nadere details, zie “The Eurosystem’s view of a ‘SEPA for cards’”, 20 november 2006.

richten, rapporten, toespraken en, recentelijker, de SEPA-brochure).

### **ADVIES OVER HET WET- EN REGELGEVEND KADER VOOR HET FINANCIËLE STELSEL EN DIRECTE REGELGEVING**

De ECB en het Eurosysteem dragen regelmatig bij aan de ontwikkeling van het wet- en regelgevend kader van de EU door advies te geven over de belangrijkste actuele beleidsontwikkelingen en -initiatieven.

Activiteiten met betrekking tot het financiële toezichtskader van de EU richtten zich in 2006 op het waarborgen van de effectieve implementatie van het herziene institutionele kader (zie tevens Paragraaf 2 van dit Hoofdstuk). In het Witboek van de Europese Commissie over het beleid op het gebied van financiële diensten, het zogenoemde “White Paper on Financial Services Policy 2005-2010”, en het rapport van het Comité Financiële Diensten inzake financieel toezicht, waaraan de ECB heeft bijgedragen, worden in dit verband adequate beleidsmaatregelen vastgesteld. Als onderdeel van haar adviserende rol overeenkomstig Artikel 105, lid 4, van het Verdrag, geeft de ECB regelmatig advies over Commissievoorstellen voor Niveau 2-wetgeving (zie Paragraaf 2).

De ECB zette haar werkzaamheden voort betreffende de integratie van Europese hypotheekmarkten, in aansluiting op de bijdrage van het Eurosysteem eind 2005 aan het Groenboek van de Commissie over dit onderwerp.<sup>13</sup> De verdere integratie en ontwikkeling van hypotheekmarkten en andere bancaire retailmarkten is van belang voor de monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied. Bovendien kan financiële integratie belangrijke gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit. Na de publieke consultatie over het Groenboek zal de Commissie naar verwachting in mei 2007 een Witboek publiceren. De ECB draagt bij aan integratie op dit gebied via onder andere haar deelname aan de groep van hypotheekdeskundigen van de Commissie en in het kader van de European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG)

betreffende de juridische obstakels voor grensoverschrijdende effectisering in de EU.

Tenslotte leverde de ECB op het gebied van financiële infrastructuur een bijdrage op onderwerpen die betrekking hebben op de integratie van effectenaafwikkelingssystemen en van betalingssystemen. De huidige fragmentatie van de infrastructuur voor effectenclearing en -afwikkeling in de EU vormt een groot obstakel voor de verdere integratie van Europese obligatie- en aandelenmarkten. In juli 2006 onderstreepte de Europese Commissie het belang van marktgestuurde initiatieven op dit gebied en deed de aanbeveling dat de clearing- en afwikkelingssector zou moeten werken aan een gedragscode voor aanbevolen marktpraktijken. Deze “European Code of Conduct for Clearing and Settlement” werd op 7 november 2006 ondertekend en beoogt de concurrentie te bevorderen en de doelmatigheid te vergroten, bijvoorbeeld door de transparantie van prijzen en diensten te waarborgen. Tegelijkertijd werden de inspanningen om met overheidsbeleid juridische en belastingtechnische belemmeringen te verminderen, voortgezet. De ECB is nauw bij deze werkzaamheden betrokken via haar deelname aan de Adviserende en Toezichthoudende Groep inzake Clearing en Afwikkeling en in de Werkgroep Rechtszekerheid. De ECB volgt tevens de werkzaamheden van de “Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group”, die de Commissie van advies dient over mogelijke manieren om de belastingtechnische belemmeringen bij grensoverschrijdende clearing en afwikkeling in de EU weg te nemen. Wat betreft de integratie in betalingsdiensten, worden de technische en bedrijfsmatige belemmeringen aangepakt in het kader van het SEPA-project (zie boven), terwijl de ECB een advies heeft afgegeven inzake het voorstel van de Commissie voor een richtlijn over betalingsdiensten in de Interne Markt die erop is gericht barrières in wet- en regelgeving te slechten.<sup>14</sup> De ECB verwelkomde de voorgestelde richtlijn voorzover deze een veelomvattend wettelijk kader voor betalingsdiensten in de EU zou bewerkstel-

<sup>13</sup> “The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosysteem contribution to the public consultation”, 1 december 2005.

<sup>14</sup> COM(2005)603 definitief.

ligen. Zij was van oordeel dat de harmonisering van regelgevingsvereisten voor betalingsdiensten rechtszekerheid zou bieden voor de uitgebreide grensoverschrijdende levering van dergelijke diensten, en dat tijdige goedkeuring en omzetting van de richtlijn de inspanningen van de banken bij het verwerklijken van het SEPA zou ondersteunen. De ECB wees er op dat niet-bancaire betalingsdienstverleners aan regelgeving onderhevig dienen te zijn die evenredig is met de reikwijdte van hun activiteiten. De goedkeuring van de voorgestelde richtlijn dient niet te worden vertraagd, aangezien dit de invoering van aan SEPA tegemoetkomende nationale systemen op 1 februari 2008 en volledige migratie naar dergelijke systemen vóór eind 2010 in gevaar zou kunnen brengen. In dit opzicht zijn Titels III en IV van de voorgestelde richtlijn van essentieel belang, daar zij een geharmoniseerd pakket regels betreffende informatievereisten, autorisatie, uitvoeringstijd en aansprakelijkheid met betrekking tot betalingstransacties bevatten.

#### **VERLENEN VAN CENTRALE-BANKDIENSTEN DIE BEVORDERLIJK ZIJN VOOR DE FINANCIËLE INTEGRATIE**

Op 21 oktober 2005 bevestigde het Eurosysteem dat TARGET2 op 19 november 2007 van start zou gaan. In 2006 zette het Eurosysteem de werkzaamheden voort met betrekking tot het nieuwe systeem (zie Paragraaf 2.2 in Hoofdstuk 2).

Teneinde ten volle te profiteren van de invoering van het TARGET2-systeem, is het Eurosysteem begonnen de mogelijkheid te onderzoeken van het aanbieden van afwikkelingsdiensten in centrale-bankgeld aan centrale effectenbewaarinstellingen voor effectenverkeer in euro. De door TARGET2 geboden mogelijkheid om de verrekening in contant geld in één rekening te centraliseren, zal er in de markt waarschijnlijk toe leiden dat de vraag naar het eveneens centraliseren van effectenafwikkeling via één effectenrekening zal toenemen. Het doel van deze nieuwe dienst, TARGET2-Effecten genoemd, is een gemeenschappelijke technische infrastructuur voor de afwikkeling in euro van effectentransacties in centrale-bankgeld door centrale effectenbewaarinstellingen te bieden en zowel

effecten- als contantverrekeningen op één technisch platform te verwerken (zie Paragraaf 2.3 van Hoofdstuk 2).

Op 20 oktober 2006 kondigde de ECB aan dat de Raad van Bestuur de marktreacties inzake de informele consultatie over het voorstel een dergelijke dienst aan te bieden had besproken en het Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen had gevraagd een haalbaarheidsstudie van het project voor te bereiden.

Wat betreft het onderpandskader van het Eurosysteem, heeft het Eurosysteem in 2006 de beleenbaarheidscriteria voor de in de enkelvoudige onderpandslijst op te nemen niet-verhandelbare activa gespecificeerd. Deze criteria zijn uiteengezet in “De uitvoering van het monetaire beleid in het Eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”, die op 15 september 2006 werd gepubliceerd. Het opnemen van niet-verhandelbare activa in de enkelvoudige lijst sinds 1 januari 2007 vormt de laatste stap in de geleidelijke vervanging van het op twee lijsten gebaseerde onderpandsysteem van het Eurosysteem.

Tenslotte besloot de Raad van Bestuur op 3 augustus 2006 het correspondentbankenmodel voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand binnen het Eurosysteem tot na 2007 te handhaven (zie ook Paragraaf 2.4 van Hoofdstuk 2).



## 4 TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN

Het toezicht op betalingssystemen is een van de belangrijkste taken van het Eurosysteem. Door toezicht te houden op betalingssystemen, en dan met name die welke van systeemkritisch belang zijn,<sup>15</sup> draagt het Eurosysteem bij aan de veiligheid en doelmatigheid van de financiële infrastructuur en daardoor aan de doelmatigheid van de betaalstromen voor goederen, diensten en financiële activa in de economie. De nauwe relatie tussen betalingssystemen en effecten-clearing- en afwikkelingssystemen betekent dat centrale banken in het algemeen en het Eurosysteem in het bijzonder eveneens zeer geïnteresseerd zijn in effecten-clearing- en afwikkeling. Het algehele doel dat door het Eurosysteem wordt nagestreefd is systeemrisico tot een minimum te beperken.

### 4.1 TOEZICHT OP (DE INFRASTRUCTUREN VAN) HET HOOGWAARDIGE BETALINGSVERKEER IN EURO

Het Eurosysteem houdt toezicht op alle betalingssystemen en -infrastructuren die transacties in euro verwerken en/of verrekenen, met inbegrip van de door het Eurosysteem zelf beheerde betalingssystemen en -infrastructuren. Het Eurosysteem past dezelfde toezichtsnormen toe op zowel de eigen systemen als die welke in particuliere handen zijn. Deze normen staan bekend als de “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”, die door het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) van de G-10 zijn opgesteld en in 2001 door de Raad van Bestuur zijn overgenomen. In 2006 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan bedrijfscontinuïteitsverwachtingen voor betalingssystemen van systeemkritisch belang. Deze vormen nu een integraal onderdeel van het toezichtskader van het Eurosysteem en helpen een toereikend en consistent niveau van schokbestendigheid te waarborgen voor alle betalingssystemen van systeemkritisch belang die in het eurogebied zijn gevestigd en transacties in euro verrichten.

### TARGET

Overeenkomstig het gemeenschappelijke toezichtskader en de toezichtsdoelstellingen voor TARGET oefenen de ECB en de nationale centrale banken regelmatig en op verandering gericht toezicht uit op de nationale real-time bruto-vereveningssysteem die aan TARGET deelnemen of zijn verbonden, alsook op het betalingsmechanisme van de ECB. In het geval dat aanzienlijke veranderingen in het TARGET-systeem worden aangebracht, wordt ten aanzien van de relevante aspecten een toezichtsbeoordeling uitgevoerd voordat deze operationeel worden. Overeenkomstig zijn gemeenschappelijke toezichtsbeleid heeft het Eurosysteem in 2006 een diepgaande toezichtsbeoordeling uitgevoerd van de impact van het koppelen van het real-time bruto-vereveningssysteem in euro van de Eesti Pank aan het bestaande TARGET-systeem via het real-time bruto-vereveningssysteem van de Banca d'Italia. Het Eurosysteem kwam tot de conclusie dat de koppeling geen negatieve invloed zou hebben op het goede functioneren van TARGET. Met betrekking tot de toetreding van Slovenië tot het eurogebied, besloot de Banka Slovenije niet haar eigen real-time bruto-vereveningssysteem in euro te ontwikkelen, maar het real-time bruto-vereveningssysteem van de Deutsche Bundesbank te gebruiken. Dientengevolge werd een toezichtsbeoordeling niet nodig geacht aangezien er geen nieuwe infrastructuur aan TARGET werd toegevoegd.

Het toekomstige TARGET2-systeem zal op dezelfde wijze moeten voldoen aan de toezichtsnormen van het Eurosysteem als ieder ander systeemkritisch eurobetalingssysteem in het eurogebied en is derhalve onderworpen aan een toezichtsbeoordeling. Na de implementatie van het algemene organisatorische kader voor TARGET2-toezicht, heeft de ECB de TARGET2-toezichtsactiviteiten geleid en gecoördineerd. De nationale centrale banken zijn primair verantwoordelijk voor het uitoefenen van het toezicht

<sup>15</sup> Een betalingssysteem wordt beschouwd als zijnde van systeemkritisch belang wanneer een storing binnen dat systeem verdere storingen zou kunnen veroorzaken bij of doorgeven aan de deelnemers van dat systeem en uiteindelijk het bredere financiële stelsel.



dat te maken heeft met de lokale kenmerken van het systeem, wanneer zulke kenmerken uitsluitend relevant zijn voor de nationale omgeving. Zij dragen tevens bij aan het toezicht met betrekking tot de centrale TARGET2-kenmerken. Aangezien TARGET2 zich nog steeds in de ontwerpfasen bevindt, hebben de TARGET-toezichthouders in 2006 een voorlopige toezichtsbeoordeling gemaakt van het ontwerp van het systeem. De toezichthouders blijven de ontwikkeling van het TARGET2-systeem volgen en zullen een veelomvattende beoordeling uitvoeren voordat het operationeel wordt.

### **EURO1**

EURO1 is het grootste particulier beheerde betalingssysteem voor overboekingen in euro in het eurogebied. Het wordt beheerd door het clearingbedrijf van de Euro Banking Association, EBA CLEARING. EURO1 werkt op multilaterale nettobasis. De einddagsposities van EURO1-deelnemers worden uiteindelijk afgewikkeld via het TARGET-systeem. In 2006 hebben de toezichtsactiviteiten van de ECB zich primair gericht op de beoordeling van een nieuw kenmerk van liquiditeitsbeheer, de zogenoemde "liquiditeitsbrug", vóór de implementatie ervan. De liquiditeitsbrug heeft tot doel het deelnemende banken mogelijk te maken op intraday-basis betalingscapaciteit naar en van EURO1 te verplaatsen en hen zo in staat te stellen hun verwerkingscapaciteit in EURO1 af te stemmen op hun individuele betalingsbehoeften. Uit de toezichtsbeoordeling van de liquiditeitsbrug zijn geen negatieve effecten op de naleving door EURO1 van de Core Principles naar voren gekomen. De ECB zal het functioneren van dit kenmerk en alle andere ontwikkelingen in EURO1 blijven volgen.

### **CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)-SYSTEEM**

Het Continuous Linked System (CLS)-systeem verleent afwikkelingsdiensten voor valutatransacties in 15 belangrijke valuta's over de gehele wereld. Het wordt beheerd door CLS Bank en elimineert een zeer groot deel van het afwikkelingsrisico door de twee valutadelen bij valutatransacties tegelijkertijd te verrekenen (d.w.z.

op basis van betaling-tegen-betaling), en dat alleen wanneer voldoende gelden aanwezig zijn. De continue veiligheid en efficiëntie van het CLS-systeem is van primair belang voor het Eurosysteem, aangezien het CLS-systeem in termen van waarde het grootste betalingssysteem is dat eurotransacties buiten het eurogebied afwikkelt. Binnen de coöperatieve CLS-toezichtsregeling onder de leiding van het Federal Reserve System, is de ECB de hoofdtoezichthouder voor de afwikkeling van transacties in euro.

In december 2006 werden binnen het CLS-systeem een gemiddelde van 290.000 valutatransacties per dag verwerkt, met een gemiddelde dagelijkse afwikkelingswaarde per dag van €2,6 miljard.<sup>16</sup> Met een aandeel van 19% van alle in het CLS-systeem afgewikkelde transacties is de euro een van de belangrijkste valuta's voor afwikkeling gebleven, na de Amerikaanse dollar met 46%. De gemiddelde dagelijkse waarde van in euro verrekende CLS-transacties was €489 miljard.

In 2006 nam het Eurosysteem deel aan een door de BIB onder belangrijke valutamarktpartijen uitgevoerde studie om de risicoverminderingmethoden die deze partijen gebruiken om valuta-afwikkelingsrisico terug te dringen, in kaart te brengen. De uitkomsten van deze studie zullen in 2007 beschikbaar komen en zullen de basis vormen van een centrale-bankbeoordeling van de door de G-10 gevoerde strategie ter vermindering van valuta-afwikkelingsrisico, zoals gedefinieerd in het in 1996 gepubliceerde rapport van de BIB getiteld "Settlement risk in foreign exchange transactions".

### **BEDRIJFSCONTINUÏTEIT**

In mei 2006 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan het rapport getiteld "Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)". Het rapport beoogt een geharmoni-

<sup>16</sup> Iedere valutatransactie bestaat uit twee transacties, een in elke betrokken valuta. Op die manier verrekende het CLS-systeem in december 2006 transacties met een gemiddelde dagelijkse waarde van rond €1,3 miljard.

seerd toezichtskader voor de bedrijfscontinuïteit in het eurogebied vast te leggen en zo een “level playing-field” te bevorderen. Het biedt SIPS-beheerders een toezichtsleidraad om zo toereikende en consistente niveaus van schokbestendigheid te bereiken door de marktinspanningen gericht op versterking van de mogelijkheden tot herstel en hervatting van werkzaamheden te verbeteren. Het rapport zet specifieke verwachtingen uiteen ten aanzien van de implementatie van een volledig operationeel tweede pand en benadrukt de noodzaak de medewerkers die de kritische functies onderhouden regelmatig te testen en te trainen. De tests dienen gebaseerd te zijn op een verscheidenheid aan plausibele scenario's en de resultaten dienen met de andere relevante betrokkenen te worden gedeeld. Het rapport beargumenteert ten slotte dat het voor SIPS noodzakelijk is i) duidelijk crisisbeheer en duidelijke communicatieprocedures op te zetten om op een crisis te kunnen reageren, ii) over verschillende communicatiemiddelen te beschikken om na een crisis informatie te kunnen uitwisselen, en iii) ervoor te zorgen dat zij over toereikende communicatiekanalen met de relevante autoriteiten beschikken. Enkele van de verwachtingen hebben gevolgen voor kritische deelnemers aan SIPS en verleners van geoutsourcete kritische diensten aan SIPS. De toezichtsverwachtingen dienen uiterlijk juni 2009 te zijn geïmplementeerd en getest door SIPS, en door hun kritische deelnemers en verleners van kritische diensten uiterlijk juni 2010. Het Eurosysteem zal tot juni 2009 regelmatig toetsingen uitvoeren om de voortgang die SIPS gemaakt hebben met de implementatie van de verwachtingen te meten en het risico van vertragingen te evalueren.

In september 2006 heeft de ECB een conferentie georganiseerd om informatie en ervaringen op dit gebied uit te wisselen en bedrijfscontinuïteitskwesties in een geïntegreerd eurogebied te bespreken. De conferentie werd bezocht door vertegenwoordigers van centrale banken van binnen en buiten de EU, financiële instellingen en beheerders van betalings- en effectenmarktinfrastructuren.

## SWIFT

SWIFT is niet zelf een betalings- of afwikkelingssysteem en is als zodanig geen gereguleerde entiteit. Vanwege zijn systeemkritisch belang voor de mondiale financiële markt waren de centrale banken van de G-10 echter van mening dat SWIFT onderworpen dient te zijn aan coöperatief toezicht door de centrale banken, waarbij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique zal fungeren als hoofdtoezichthouder. Het toezicht op SWIFT concentreert zich op de doelstellingen veiligheid, operationele betrouwbaarheid, bedrijfscontinuïteit en schokbestendigheid van de SWIFT-infrastructuur. Om na te gaan of SWIFT deze doelstellingen nastreeft, toetsen toezichthouders regelmatig of SWIFT passende governance-regelingen, structuren, processen, risicobeheerprocedures en controles heeft ingevoerd om op doeltreffende wijze de potentiële risico's te beheersen die het zou kunnen meebrengen voor de financiële stabiliteit en voor de soliditeit van financiële infrastructuren. Het toezicht op SWIFT is momenteel gebaseerd op breed geaccepteerde beginselen en gebruikelijke marktpraktijken. Zij verschaffen de basis voor een op risico gebaseerde toezichtsmethodologie die wordt toegepast op de SWIFT-bedrijfsactiviteiten die van belang zijn voor de financiële stabiliteit. In de context van haar deelname aan het coöperatieve toezicht op SWIFT, heeft de ECB in 2006 met de centrale banken van de G-10 samengewerkt om te komen tot een reeks zwaarwegende toezichtsverwachtingen die geschikt zouden zijn voor de beoordeling van SWIFT, waarbij rekening wordt gehouden met de bestaande structuur, processen, controles en procedures van SWIFT. Er wordt van uitgegaan dat de toezichtsverwachtingen gedurende 2007 zullen worden afgerond en in de op risico gebaseerde toezichtsmethodologie van de Oversight Group geïntegreerd (zie ook Paragraaf 2 van Hoofdstuk 6).

## 4.2 RETAILBETALINGSVERKEER

Het door het Eurosysteem uitgeoefende toezicht betreft ook retailbetalingssystemen. In 2006 is de ECB doorgestaan met het volgen van de

goede werking van de eerste pan-Europese clearinginstelling voor grote betalingen in euro, STEP2, die wordt beheerd door EBA CLEARING. Aangezien de toezichtsbeoordelingen van retailbetalingssystemen die binnen het toepassingsgebied van het toezicht door het Eurosysteem vallen in 2005 zijn afgerond, werd het niet nodig geacht in 2006 een nieuwe ronde gecoördineerde toetsingen uit te voeren.

### 4.3 EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING

Het Eurosysteem heeft groot belang bij de goede werking van effectenclearing- en -afwikkelingsystemen aangezien tekortkomingen in de clearing, afwikkeling en bewaring van onderpand een gevaar zouden kunnen betekenen voor de implementatie van het monetaire beleid, de goede werking van het betalingsverkeer en de handhaving van de financiële stabiliteit.

Het Eurosysteem toetst of de effectenafwikkelingsystemen (“securities settlement systems” ofwel SSS’s) in het eurogebied en de koppelingen tussen deze SSS’s voldoen aan de “Standarden voor het gebruik van effectenafwikkelingsystemen in de EU bij krediettransacties van het ESCB” (die bekend staan als de “gebruikersnormen van het Eurosysteem”).

De ECB droeg in 2006 bij aan het door de Europese Commissie en de EU-Raad uitgevoerde werk aan de herbeoordeling van de zogenoemde Finaliteitsrichtlijn en het debat over of de Gemeenschap de Hague Securities Convention zou moeten ondertekenen. De ECB leverde tevens een bijdrage aan een rapport, dat door de CPSS wordt opgesteld, over clearing- en afwikkelingsregelingen voor over-the-counter derivaten.<sup>17</sup> In april 2006 organiseerden de ECB en de Federal Reserve Bank of Chicago samen een conferentie in Frankfurt over aangelegenheden in verband met clearing door centrale tegenpartijen.

### TOETSING VAN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN AAN DE HAND VAN DE GEBRUIKERSNORMEN

In 2006 is een nieuwe regeling ingevoerd voor de uitgifte, bewaring en afwikkeling van internationale schuldbewijzen. Zulke schuldbewijzen, gezamenlijk uitgegeven in de twee internationale centrale effectenbewaarinstanties (“international central securities depositories” ofwel ICSD’s), te weten Euroclear Bank (België) en Clearstream Banking Luxembourg, vertegenwoordigen een aanzienlijk deel van de voor krediettransacties van het Eurosysteem beleenbare effecten. In de nieuwe structuur, die door het Eurosysteem is getoetst, vertegenwoordigt een nieuwe vorm van wereldwijd certificaat aan toonder – de “New Global Note” (NGN) – de effectenkwestie. Internationale schuldbewijzen in de vorm van een wereldwijd certificaat aan toonder die na 31 december 2006 via de ICSD’s zijn uitgegeven zullen alleen beleenbaar zijn als onderpand voor Eurosysteem-transacties als daarvoor de NGN-vorm wordt gebruikt. Vóór of op die datum uitgegeven effecten zullen gedurende hun gehele looptijd gebruikt kunnen blijven worden als onderpand.

De jaarlijkse toetsing van de SSS’s in het eurogebied en een ad hoc-toetsing van de koppelingen tussen deze SSS’s hebben bevestigd dat de algehele mate waarin de normen worden nageleefd hoog is, en dat de SSS’s hun inspanningen om de naleving verder te verbeteren hebben volgehouden.

Ter voorbereiding van de toetreding van Slovenië tot het eurogebied op 1 januari 2007, heeft de Raad van Bestuur het Sloveense SSS (KDD) getoetst. Uit de gedetailleerde analyse kwam naar voren dat het Sloveense systeem geschikt was voor gebruik in het monetaire beleid van het Eurosysteem en voor intraday krediettransacties.

### ONTWIKKELING VAN DE NORMEN VOOR EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING IN DE EUROPESE UNIE

De Raad van Bestuur heeft in 2001 zijn goedkeuring gehecht aan een kader voor samenwerking op het terrein van effectenclearing- en

<sup>17</sup> <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>

-afwikkelingsystemen tussen de ECB en de Committee of European Securities Regulators (CESR). Een ESCB/CESR-werkgroep heeft in 2004 een conceptrapport opgesteld onder de titel “Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, dat tot doel heeft de CPSS/IOSCO-aanbevelingen voor SSS’s in de EU-omgeving aan te passen. Gedurende de daarop volgende twee jaar is de ESCB/CESR-werkgroep op dit terrein werkzaam gebleven om te komen tot een “toetsingsmethodologie” die een leidraad zou bieden voor de effectieve implementatie van de standaarden. Een aantal nog openstaande kwesties werden in nauwe samenwerking met marktpartijen en banktoezichthouders geanalyseerd, zoals de specifieke vereisten voor centrale effectenbewaarinstituten met een bankvergunning en de samenwerking tussen de betrokken autoriteiten. In 2006 is op dit terrein echter weinig vooruitgang geboekt.

Op 11 juli 2006 heeft de Europese Commissie de sector uitgenodigd de kosten van clearing en afwikkeling in de EU terug te dringen. Voor dit doel werd op 7 november 2006 een gedragscode ondertekend door vertegenwoordigers van de Federation of European Securities Exchanges, de European Association of Central Counterparty Clearing Houses en de European Central Securities Depositories Association, alsmede de lidinstellingen van deze groepen. De gedragscode beoogt de concurrentie te bevorderen en de efficiëntie van de clearing en afwikkeling in de EU te verbeteren door prijstransparantie, toegangsrechten, uitwisselbaarheid tussen infrastructuren, loskoppeling van diensten en financieel-administratieve scheiding te waarborgen. De gedragscode richt zich echter niet op financiële stabiliteit en harmonisatie van regelgeving, waardoor de noodzaak van de ESCB/CESR-standaarden blijft bestaan.







## HOOFDSTUK 5

# EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN

## I EUROPESE AANGELEGENHEDEN

In 2006 is de ECB haar reguliere contacten met de Europese instellingen en fora blijven onderhouden, met name met het Europees Parlement, de Ecofin-Raad, de Eurogroep en de Europese Commissie (zie Hoofdstuk 6). De President van de ECB woonde vergaderingen bij van de Ecofin-Raad wanneer daar aangelegenheden werden besproken die verband hielden met de taken en doelstellingen van het ESCB, en vergaderingen van de Eurogroep. De Voorzitter van de Eurogroep en de Commissaris voor Economische en Monetaire Zaken waren aanwezig bij vergaderingen van de Raad van Bestuur wanneer zij dit toepasselijk achtten.

### I.1 BELEIDSAANGELEGENHEDEN

#### HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

In 2006 liepen ten aanzien van vijf lidstaten van het eurogebied (Duitsland, Griekenland, Frankrijk, Italië en Portugal) en zeven EU-lidstaten die geen deel uitmaken van het eurogebied (Tsjechië, Cyprus, Hongarije, Malta, Polen, Slowakije en het Verenigd Koninkrijk) buitensporige-tekortprocedures. Het bestaan van een buitensporig tekort in het Verenigd Koninkrijk werd in januari 2006 bevestigd door de Ecofin-Raad. De procedures ten aanzien van Cyprus en Frankrijk werden daarentegen in respectievelijk juni 2006 en januari 2007 beëindigd, na de bevestiging dat deze landen op geloofwaardige en duurzame wijze hun tekort hadden teruggebracht tot onder de referentiewaarde van 3% bbp.

In maart 2006 maande de Ecofin-Raad, overeenkomstig Artikel 104, lid 9, van het Verdrag Duitsland aan maatregelen te nemen om zijn buitensporig tekort terug te dringen. Dit was slechts de tweede maal dat de Ecofin-Raad tot een dergelijke stap was overgegaan, en de eerste keer sinds de herziening van het Stabiliteits- en Groeipact in maart 2005. In deze context besloot de Raad de uiterste termijn voor Duitsland voor correctie van zijn buitensporig tekort te verlengen tot 2007. In oktober 2006 verstrekte de Ecofin-Raad een herziene aanbeveling aan Hongarije waarin naar aanleiding van

een verslechtering van de begrotingssituatie in het land de uiterste termijn voor Hongarije voor correctie van zijn buitensporig tekort van 2008 naar 2009 werd verschoven. In november 2006 hechtte de Raad zijn goedkeuring aan een besluit in overeenstemming met Artikel 104, lid 8, van het Verdrag, waarin werd gesteld dat de door Polen ondernomen actie ontoereikend bleek om zijn buitensporig tekort vóór 2007 te corrigeren.

In alle andere gevallen gaven de beoordelingen van de door Lidstaten ondernomen actie in reactie op de aanbevelingen en maningen die zij hadden ontvangen geen aanleiding tot verdere procedurele stappen. In enkele landen (met name Italië en Portugal) deed zich desalniettemin een achterstand met het voldoen aan de tussenliggende consolidatiedoelstellingen en/of risico's voor de geplande consolidatietrajecten voor, hetgeen het nodig maakt deze landen nauwlettend te blijven volgen. In februari 2007 bevestigde het Duitse Bureau voor de Statistiek dat het tekort van Duitsland in 2006 ruim onder 3% bbp lag, terwijl de laatste indicaties erop duiden dat Griekenland, Malta en het Verenigd Koninkrijk voor 2006 waarschijnlijk eveneens een tekort van onder 3% bbp zullen rapporteren. Dergelijke uitkomsten dienen echter nog steeds te worden bevestigd en de duurzaamheid ervan dient te worden beoordeeld voordat de buitensporige-tekortprocedure voor deze landen kan worden afgerond.

In 2006 is verdere vooruitgang geboekt met het beoordelen van de duurzaamheid op de lange termijn van de overheidsfinanciën in de EU-lidstaten. In februari 2006 hebben het Comité voor Economische Politiek (CEP) van de EU en de Europese Commissie een rapport gepubliceerd waarin de budgettaire effecten van de vergrijzing werden onderzocht.<sup>1</sup> Het rapport, dat een actualisering is van de vergrijzingsrapporten van het CEP en de Commissie van 2001 en

1 "The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)", European Economy Special Report Nr 1/2006, Comité voor Economische Politiek en Europese Commissie.

2003, presenteerde schattingen van de uit de vergrijzing voortvloeiende begrotingslast voor de EU-lidstaten, gebaseerd op gemeenschappelijk overeengekomen aannames ten aanzien van de ontwikkeling van essentiële demografische en macro-economische variabelen. Voor het eurogebied, en voor de EU als geheel, gaf de studie aan dat een verbetering van de structurele begrotingspositie van rond 3½% bbp (vergeleken met het niveau van 2005) nodig zou zijn om een duurzame positie te verwezenlijken. De geactualiseerde berekeningen hangen echter ten zeerste af van de gehanteerde aannames, en benadrukken op die manier het belang van verdere verfijning van de bestaande methodologieën. De in het rapport naar voren gebrachte schattingen dienden als input voor daaropvolgende analyses van de budgettaire duurzaamheid op de lange termijn in de EU-lidstaten, zowel in de context van het onderzoek naar de stabiliteits- en convergentieprogramma's als in het eerste "duurzaamheidsrapport" van de Commissie, dat in november 2006 werd gepubliceerd.<sup>2</sup> In dit kader wordt tevens verder gewerkt aan de ontwikkeling van een geschikte methodologie om impliciete verplichtingen in de berekeningen van de middellange-termijnbegrotingsdoelstellingen van de lidstaten op te kunnen nemen.

### DE STRATEGIE VAN LISSABON

In het najaar van 2006 hebben de lidstaten hun voortgangsverslagen ingediend betreffende hun nationale hervormingsprogramma's voor 2005-2008 in overeenstemming met de conclusies van de Europese Raad van 2005 betreffende de herziening van de Lissabon-strategie, het veelomvattende programma van de EU voor economische, sociale en milieuhervorming, en zijn nieuwe governance-kader.<sup>3</sup> De programma's presenteerden de strategieën van de lidstaten voor structurele hervormingen en beoordelen de voortgang die zij tot dusverre hebben geboekt om aan de door hen aangegane verplichtingen te voldoen. Deze verplichtingen betreffen het waarborgen van de duurzaamheid van overheidsfinanciën (met name door middel van hervorming van pensioen- en gezondheidszorgstelsels), het hervormen van arbeids- en pro-

ductmarkten en sociale-zekerheidsstelsels, het investeren in onderzoek & ontwikkeling en innovatie, en het verbeteren van het regelgevingsregime voor bedrijven (zie ook Hoofdstuk 1).

De voortgangsverslagen betreffende de nationale hervormingsprogramma's zijn beoordeeld door de Ecofin-Raad, die daarbij werd bijgestaan door het Comité voor Economische Politiek, en door de Europese Commissie, die zijn tweede "Jaarlijkse Voortgangsverslag over Groei en Werkgelegenheid" publiceerde in december 2006. De ECB hecht groot belang aan de implementatie van structurele hervormingen en verwelkomt de vastbeslotenheid van de Commissie en de lidstaten om de Lissabon-strategie op Gemeenschaps- en nationaal niveau ten uitvoer te brengen. Het is met name van belang dat de landen van het eurogebied veelomvattende hervormingsmaatregelen nemen, aangezien zij een gedeelde verantwoordelijkheid hebben ervoor te zorgen dat de EMU soepel functioneert.

### DE RICHTLIJN BETREFFENDE DIENSTEN OP DE INTERNE MARKT

Als onderdeel van het streven naar voltooiing van de Interne Markt, heeft de Europese Commissie in januari 2004 een voorstel gedaan voor een richtlijn die de juridische en administratieve belemmeringen voor grensoverschrijdende dienstverlening zou wegnemen. Na aanzienlijke herzieningen gedurende het wetgevingsproces bereikten het Europees Parlement en de EU-Raad op 15 november 2006 een overeenkomst betreffende de richtlijn. De richtlijn is op 12 december 2006 aangenomen.

Wanneer de richtlijn juist wordt toegepast, zal deze duidelijke voordelen opleveren voor zowel dienstverleners als gebruikers. De richtlijn zal bepaalde beperkingen op grensoverschrijdende dienstverlening verbieden en duidelijke criteria vastleggen voor de vereisten die lidstaten mogen

2 "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy Nr 4/2006, Europese Commissie.

3 Zie het ECB Jaarverslag 2005, pp. 147-150.

opleggen aan dienstverleners uit andere EU-landen. De richtlijn zal tevens de “vrijheid van vestiging” vergemakkelijken door het eenvoudiger te maken voor dienstverleners in andere lidstaten een bedrijf op te zetten.

De richtlijn zou de EU in staat moeten stellen het nog niet gebruikte potentieel voor economische groei en vergroting van de werkgelegenheid in de dienstensector aan te boren, met name door de grensoverschrijdende concurrentie te bevorderen en de kosten van zakendoen te verminderen. Dientengevolge zal de richtlijn, zo is de verwachting, op de middellange tot lange termijn de arbeidsproductiviteit en de groei van de productie en werkgelegenheid bevorderen, en bijdragen aan lagere prijzen in de dienstensector, op die manier voordelen opleverend voor consumenten. Andere delen van de economie die gebruik maken van diensten als input in hun productieprocessen zullen waarschijnlijk eveneens profiteren.<sup>4</sup>

## 1.2 INSTITUTIONELE AANGELEGENHEDEN

### CONVERGENTIEVERSLAGEN

Na een verzoek daartoe van Litouwen en Slovenië, hebben de ECB en de Europese Commissie elk, op grond van artikel 122 van het Verdrag, een convergentieverlag opgesteld betreffende de voortgang die deze twee landen hadden geboekt met het voldoen aan de voorwaarden om deel uit te maken van het eurogebied. Op basis van deze convergentieverlagen, die op 16 mei 2006 zijn gepubliceerd, en op basis van een voorstel van de Commissie heeft de Ecofin-Raad op 11 juli 2006 een besluit aangenomen dat Slovenië toestond vanaf 1 januari 2007 de euro als zijn munteenheid in te voeren (zie Hoofdstuk 3). Op 5 december 2006 hebben de ECB en de Europese Commissie hun reguliere convergentieverlagen, die om de twee jaar worden geproduceerd, gepubliceerd; in deze verslagen werden Tsjechië, Estland, Cyprus, Letland, Hongarije, Malta, Polen, Slowakije en Zweden onderzocht. Geen van deze lidstaten voldeed aan de voorwaarden voor invoering van de euro.

Na een bespreking in de Ecofin-Raad, hebben de Europese Commissie en de ECB de interpretatie en toepassing van het criterium voor prijsstabiliteit met betrekking tot uitbreiding van het eurogebied verduidelijkt. Op 10 oktober 2006 heeft de Ecofin-Raad nog eens bevestigd dat de referentiewaarde voor prijsstabiliteit berekend dient te worden als de gemiddelde inflatie van de drie best presterende EU-lidstaten plus 1,5 procentpunt.

### HET CONSTITUTIONEEL VERDRAG

In 2006 is de ECB het ratificatieproces van het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (Constitutioneel Verdrag) blijven volgen, aangezien een aantal van de in dat Verdrag vervatte bepalingen relevant zijn voor het ESCB. De ECB nam er kennis van dat het ratificatieproces is doorgegaan ondanks de afwijzing van het Constitutioneel Verdrag in Frankrijk en Nederland in 2005. Het aantal lidstaten die het Constitutioneel Verdrag hebben geratificeerd of niet ver verwijderd zijn van formele voltooiing van het ratificatieproces bedraagt nu achttien: België, Bulgarije, Duitsland, Estland, Griekenland, Spanje, Italië, Cyprus, Letland, Litouwen, Luxemburg, Hongarije, Malta, Oostenrijk, Roemenië, Slovenië, Slowakije en Finland.

De ECB ondersteunt de doelstellingen van het Constitutioneel Verdrag, dat beoogt het juridische en institutionele kader van de EU te verduidelijken en het vermogen van de Unie om zowel op Europees niveau als internationaal niveau te handelen te verbeteren, het bestaande monetaire-beleidskader te bevestigen. De discussie over verdere vooruitgang met de institutionele hervorming zal gedurende het Duitse en Portugese voorzitterschap van de EU in 2007 worden voortgezet.

### EXTERNE VERTEGENWOORDIGING

Sinds het begin van de Monetaire Unie heeft de ECB zich een plaats verworven als een sleutel-

<sup>4</sup> Voor verdere informatie, zie, “Competition, productivity and prices in the euro area services sector”, ECB Occasional Paper Nr 44, april 2006.

partner op internationaal niveau en wordt de ECB in de relevante internationale instellingen vertegenwoordigd.

Op het terrein van economische aangelegenheden weerspiegelen de regelingen voor de externe vertegenwoordiging van de EMU het feit dat het economisch beleid grotendeels de verantwoordelijkheid is gebleven van de lidstaten. De afgelopen jaren is echter enige vooruitgang in de richting van een gemeenschappelijker vertegenwoordiging geboekt.

De Eurogroep en de Ecofin-Raad hebben recentelijk nagedacht over voorstellen tot versterking van de vertegenwoordiging ten aanzien van EMU-aangelegenheden op internationaal niveau en verbetering van de interne coördinatie in dit opzicht. Met name hebben zij hun instemming betoond met een veelomvattender betrokkenheid van de Voorzitter van de Eurogroep bij G-7-vergaderingen en deelname van de Europese Commissie aan internationale lichamen zoals de G-20.

### **HERVORMING VAN DE COMITOLOGIEPROCEDURES VAN DE EU**

In juli 2006 hebben de EU-Raad, het Europees Parlement en de Europese Commissie overeenstemming bereikt over de hervorming van het systeem van comités door middel waarvan Gemeenschapswetgeving wordt aangenomen, de zogeheten “comitologieprocedures”. Het belangrijkste element van de hervorming is de invoering van een “regelgevingsprocedure met toetsing”, die de bevoegdheden van het Europees Parlement ten aanzien van het implementeren van maatregelen aanzienlijk versterkt.

De hervorming is met name van belang voor het Lamfalussy-kader voor de financiële sector, waarvan de delegatie van implementatiebevoegdheden aan de Commissie een sleutelkenmerk is. Het Lamfalussy-proces zal hierdoor een belangrijke rol kunnen blijven spelen in het vergemakkelijken en versnellen van de financiële integratie in de EU (zie ook Hoofdstuk 4).



### **1.3 ONTWIKKELINGEN IN EN BETREKKINGEN MET TOT DE EU TOETREDENDE LANDEN EN KANDIDAATLANDEN**

De ECB heeft haar samenwerking met de centrale banken van de toetredende en kandidaatlanden geïntensiveerd met het doel een soepel monetair integratieproces in de EU te waarborgen. Deze samenwerking heeft zich ontwikkeld naast de algehele institutionele dialoog tussen de EU en deze landen.

Na de ondertekening van het Toetredingsverdrag door Bulgarije en Roemenië op 25 april 2005, hebben de Presidenten van de Banca Națională a României en de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) vanaf 16 juni 2006 als waarnemers deelgenomen aan de vergaderingen van de Algemene Raad van de ECB, en deskundigen van de twee nationale centrale banken zijn eveneens als waarnemers betrokken geweest bij de vergaderingen van de ESCB-Comités. Daarnaast hebben vergaderingen van hoge functionarissen met de Banca Națională a României en de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) plaatsgevonden in Frankfurt op respectievelijk 15 november en 6 december 2006. In oktober 2006 voltooiden drie nationale centrale banken van het eurogebied (de Banque de France, de Banca d'Italia en De Nederlandsche Bank) hun technische samenwerking met de Banca Națională a României in de vorm van een door de EU gefinancierde jumelage, die begin 2005 van start was gegaan. Een soortgelijk programma is in oktober 2006 opgesteld met de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank).

Op 26 september 2006 concludeerde de Europese Commissie dat Bulgarije en Roemenië degelijke vooruitgang hadden geboekt bij hun voorbereidingen voor het lidmaatschap van de EU. De Commissie stelde enkele additionele maatregelen voor

om op een beperkt aantal terreinen (waarvan echter geen betrekking had op monetaire aangelegenheden) de implementatie van EU-vereisten verder te kunnen volgen. Op 1 januari 2007 werden Bulgarije en Roemenië lid van de EU en hun centrale banken volwaardig lid van het ESCB.

Na op 3 oktober 2005 van start te zijn gegaan met de toetredingsonderhandelingen met Turkije, is de Commissie op 12 juni 2006 begonnen met de onderhandelingen over de individuele hoofdstukken van het *acquis communautaire*. Op 29 november 2006 heeft de Commissie haar aanbevelingen gepresenteerd betreffende voortzetting van de toetredingsonderhandelingen met Turkije. De Commissie deed de aanbeveling de hoofdstukken waarvoor de technische voorbereidingen waren afgerond open te laten, en het begin van onderhandelingen over acht andere hoofdstukken op te schorten totdat Turkije aan zijn verplichtingen zou hebben voldaan. De Europese Raad besloot tijdens zijn vergadering van 14-15 december 2006 de aanbevelingen van de Commissie over te nemen. De ECB is haar reeds langdurige beleidsdialoog op hoog niveau met de Centrale Bank van de Republiek Turkije blijven voeren, onder meer middels een bezoek op Directieniveau aan de ECB op 28 juni 2006. De besprekingen concentreerden zich op de recente macro-economische en financiële ontwikkelingen in Turkije, de overgang van het monetaire beleid van de Centrale Bank van de Republiek Turkije op een volwaardig beleid van *inflation targeting*, en de economische en monetaire situatie in het eurogebied.

Na het besluit van de EU-Raad op 3 oktober 2005 toetredingsonderhandelingen te beginnen met Kroatië, is de eerste fase daarvan in juni 2006 van start gegaan. De ECB heeft haar bilaterale betrekkingen met de Kroatische Nationale Bank versterkt door haar Gouverneur in oktober 2006 uit te nodigen voor de eerste dialoog op hoog niveau vóór toetreding.

De Voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië is in december 2005 kandidaatstatus verleend. De Europese Raad besloot echter de onderhandelingen pas te doen beginnen wanneer

aan een aantal voorwaarden zou zijn voldaan, waaronder de effectieve tenuitvoerlegging van de met de EU overeengekomen Stabilisatie- en Associatie-overeenkomst. In 2006 hebben de contacten tussen de ECB en de Nationale Bank van de Republiek Macedonië zich geïntensiveerd, zoals onder meer blijkt het verschaffen van technische assistentie door de ECB bovenop die welke door een aantal nationale centrale banken wordt gegeven.



## 2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN

### 2.1 DE BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN BINNEN HET INTERNATIONALE MONETAIRE EN FINANCIËLE STELSEL

#### TOEZICHT OP HET MACRO-ECONOMISCH BELEID BINNEN DE WERELDECONOMIE

Het Eurosysteem speelt een belangrijke rol in het proces van internationaal multilateraal toezicht op macro-economisch beleid, dat voornamelijk plaatsvindt tijdens de vergaderingen van internationale organisaties zoals het IMF, de OESO en de BIB, alsmede in fora zoals de vergaderingen van de Ministers van Financiën en centrale-bankpresidenten van de G-7 en G-20. In alle relevante instellingen en fora bezit de ECB ofwel lidstatus (bijvoorbeeld bij de G-20) ofwel waarnemerstatus (bijvoorbeeld bij het IMF). De ECB beoordeelt de ontwikkelingen in het internationale economische beleid om bij te kunnen dragen aan een stabiel macro-economisch klimaat en gedegen macro-economisch en financieel beleid.

Het internationale economische klimaat werd in 2006 wederom gedomineerd door het voortduren van grote mondiale onevenwichtigheden op de lopende rekeningen.<sup>5</sup> In de Verenigde Staten bereikte het tekort op de lopende rekening bijna 6,6% van het bbp, vergeleken met 6,4% in het voorafgaande jaar; de Verenigde Staten trekken nu rond 75% van de netto mondiale besparingen aan. De belangrijkste tegenposten van het Amerikaanse tekort zijn te vinden in Azië en in de olie-exporterende landen. In Azië bleven de overschotten op de lopende rekeningen aanzienlijk, en bedroegen gemiddeld rond 4,3% bbp, hetgeen ongeveer hetzelfde is als in 2005. Concreter: de overschotten op de lopende rekening bedroegen in China meer dan 7,2%, in Japan rond 3,7% en in de groep “overige Aziatische opkomende landen” 2,7%. De olie-exporterende landen hadden in 2006 gemiddeld een aanzienlijk hoger overschot op de lopende rekening (18,2% bbp) dan in 2005 (15,1%).<sup>6</sup> Bepaalde Aziatische en olie-exporterende economieën bleven tevens aanzienlijke bedragen aan reserves opbouwen. De accumulatie van reserves was met name groot in het geval van China, waar het

niveau van deviezenreserves ongeveer USD 1 biljoen bereikte.

Het Eurosysteem is bij verschillende gelegenheden sterk de aandacht blijven vestigen op de risico's en onzekerheden die verbonden zijn aan het voortduren van dergelijke onevenwichtigheden en handhaafde zijn volledige steun voor een op samenwerking gebaseerde aanpak van deze kwestie, zoals uiteengezet in de op 21 april en 16 september 2006 uitgebrachte communiqués van de G-7. Alle belangrijke economieën zouden moeten trachten een bijdrage te leveren aan een voortdurende en ordelijke aanpassing van de onevenwichtigheden om zo de vooruitzichten voor mondiale groei en stabiliteit te behouden en te versterken. De internationale beleidsagenda omvat beleid ten aanzien van i) het doen toenemen van de particuliere en publieke besparingen in landen met een tekort, ii) het implementeren van verdere structurele hervormingen in de volgroeide economieën met relatief lage potentiële groei in de opkomende markteconomieën waar het nodig is de binnenlandse absorptie te vergroten en de allocatie van kapitaal te verbeteren, en iii) het bevorderen van wisselkoersflexibiliteit in de belangrijke landen en regio's die zulke flexibiliteit ontberen. Hoewel verschillende ontwikkelingen en beleidsmaatregelen in 2006 de goede kant zijn opgegaan, zoals het feit dat vanaf het begin van het jaar de Chinese renminbi grotere intraday volatiliteit is toegestaan, zijn verdere aanpassingen nodig om de mondiale onevenwichtigheden aanzienlijk terug te dringen.

Op het eurogebied zelf, ten slotte, wordt eveneens internationaal beleidstoezicht uitgeoefend. Zowel het IMF als de OESO voerden hun reguliere beoordeling van het eurogebied uit, als aanvulling op hun beoordelingen van de indivi-

5 De in deze paragraaf gebruikte schattingen voor 2006 zijn gebaseerd op de projecties uit de in september 2006 gepubliceerde “World Economic Outlook” van het IMF.

6 Uitgedrukt als een percentage van het mondiale bbp, waren de overeenkomstige cijfers voor 2006, gebaseerd op IMF-gegevens, een tekort van rond 1,8% voor de Verenigde Staten, en overschotten van rond 0,4% voor China, 0,35% voor Japan, 0,2% voor de groep “overige Aziatische opkomende landen” en 1,2% voor de olie-exporterende landen.

duale landen van het eurogebied. Deze beide beoordelingen onderzochten het monetaire, financiële en economische beleid van het eurogebied. De Artikel-IV-consultaties van het IMF en de beoordeling door het Economic and Development Review Committee van de OESO boden een gelegenheid voor nuttige discussies tussen deze internationale organisaties en de ECB, het voorzitterschap van de Eurogroep en de Europese Commissie. Na deze discussies hebben het IMF en de OESO elk een rapport uitgebracht met daarin een beoordeling van het in het eurogebied gevoerde beleid.<sup>7</sup>

#### DE INTERNATIONALE FINANCIËLE STRUCTUUR

Het IMF boekt voortgang met zijn werk aan een herziening van de strategie, die tot doel heeft de prioriteiten voor de middellange termijn vast te leggen en de efficiëntie van de operationele instrumenten van het Fonds te verbeteren. Het ESCB volgt en draagt bij aan de discussies, die niet alleen plaatsvinden binnen het IMF zelf maar ook in verschillende internationale fora, zoals de G-7 en G-20. Belangrijke terreinen die in de herziening onder de loep worden genomen zijn het IMF-toezicht, de rol van het IMF in de opkomende markteconomieën, en kwesties die verband houden met governance, zoals quota en zeggenschap binnen het IMF.

De hervorming van het toezichtkader van het IMF neemt vorm aan. Er bestaat brede overeenstemming onder de leden van het Fonds dat het toezicht op kwesties in verband met de financiële en kapitaalmarkten gedetailleerder zou moeten zijn. Daarnaast wordt grotere nadruk op multilaterale aangelegenheden en internationale doorwerking van nationale beleidsmaatregelen gezien als een belangrijke stap voor de toekomst. In juni 2006 heeft het IMF een nieuw proces in gang gezet, de multilaterale raadpleging, om zo een forum te bieden voor debat onder de partijen die betrokken zijn bij een gemeenschappelijke economische aangelegenheid die wordt gekenmerkt door verbanden tussen deze partijen onderling en met andere economieën. Ter aanvulling op het bilaterale toezicht van de IMF concentreert de eerste multilaterale raadpleging zich op de implementatie

van beleid om mondiale onevenwichtigheden op ordelijke wijze te laten verdwijnen en daarbij mondiale groei te behouden. De vijf bij de raadpleging betrokken partijen zijn de Verenigde Staten, Japan, China, Saudi-Arabië en het eurogebied, waarbij de laatste wordt vertegenwoordigd door het voorzitterschap van de Eurogroep, de Europese Commissie en de ECB. Daarnaast blijven, om de doelmatigheid van het toezicht te verbeteren, de leden van het IMF nadenken of de juridische fundering van het toezicht door het Fonds moet worden aangepast. Ook lopen, ten slotte, de besprekingen verder over hoe wisselkoersaangelegenheden dienen te worden behandeld in de context van de toezichtsactiviteiten van het IMF.

Wat betreft de rol van het IMF in opkomende markteconomieën, bespreken de leden van het IMF het vaststellen van een nieuw liquiditeitsinstrument, en de opzet ervan, voor landen die toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkten en een krachtig economisch beleid voeren.

Vooruitgang is ook geboekt ten aanzien van de versterking van de governance van het IMF, een onderwerp dat het afgelopen jaar breed besproken is. Het doel is te zorgen voor eerlijke en adequate zeggenschap voor alle leden van het IMF. Om specifieker te zijn: de verdeling van quota dient in overeenstemming te zijn met de relatieve positie van de landen in de mondiale economie, en de zeggenschap van zich ontwikkelende en overgangslanden dient te worden versterkt. Tijdens de Jaarvergaderingen in september 2006 zijn de leden van het IMF een ad hoc-verhoging van de quota van vier landen (China, Korea, Mexico en Turkije) overeengekomen. Er zal verder worden blijven gewerkt aan de kwestie van quota en zeggenschap, met inbegrip van een nieuwe formule voor de quota, een tweede ronde van ad hoc-verhogingen van quota – gebaseerd op de nieuwe formule – voor een breder

7 “Euro area policies: staff report for the 2006 Article IV consultation”, IMF, juni 2006 en “Economic survey of the euro area”, OESO, januari 2007. Beide rapporten benadrukten de noodzaak het tempo van structurele hervorming in het eurogebied te versnellen.

scala van landen, en een verhoging van de basisstemmen om zo de zeggenschap en deelname van lage-inkomens- en overgangslanden in het IMF te versterken. Deze reeks hervormingen dient uiterlijk rond de Jaarvergaderingen van 2008 te worden afgerond. Met betrekking tot de financiën van het IMF heeft de Directeur van het IMF in mei 2006 een comité benoemd dat met specifieke aanbevelingen moet komen voor duurzame lange-termijnfinanciering van de lopende kosten van het IMF in het licht van de scherp dalende inkomsten uit leningen en de structurele tekortkomingen van het huidige financieringsmodel. Het comité heeft zijn bevindingen in het eerste kwartaal van 2007 gepresenteerd.

De bevordering van crisispreventie en ordelijke crisisoplossing, ten slotte, staat reeds enkele jaren op de agenda van de internationale gemeenschap. De zogeheten “Principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets”, die in 2004 door de G-20 zijn aangenomen, krijgen steeds meer internationale steun, waarbij thans primair wordt gewerkt aan implementatiekwesties. Het doel van deze markt-geschaagde en vrijwillige Beginselen is het verschaffen van richtlijnen voor het gedrag van soevereine emittenten en hun particuliere crediteuren ten aanzien van informatie-uitwisseling, dialoog en nauwe samenwerking. Tot nu toe hebben meer dan dertig emittentenlanden hun steun uitgesproken voor de beginselen en met name hun belangstelling laten blijken voor het bevorderen van hun implementatie. Aan investeerders- en beleggerszijde heeft een toenemend aantal financiële instellingen de beginselen hun steun gegeven. Deze aanhoudende inspanningen zijn verwelkomd door de Ministers van Financiële Zaken en centrale-bankpresidenten van de G-20 tijdens hun vergadering in Melbourne op 19 november 2006. Het proces van implementatie van de beginselen wordt gebaseerd op het werk van de Principles Consultative Group, die bestaat uit hoge functionarissen uit de financiële en centrale-bankwereld in de opkomende markten en hooggeplaatste vertegenwoordigers van de particuliere financiële gemeenschap. Een Group of



Trustees, die bestaat uit hooggeplaatste leiders uit de mondiale financiële sector, is opgezet om de implementatie en ontwikkeling van de beginselen te sturen. Bij zijn oprichtingsvergadering in Singapore in september 2006 concentreerden de besprekingen van de Group of Trustees zich op een herziening van de beginselen en hun implementatie binnen het kader van de internationale financiële structuur.

## 2.2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU

Als onderdeel van zijn internationale activiteiten is het Eurosysteem zijn contacten in de centrale-bankwereld buiten de EU blijven uitbouwen, voornamelijk door middel van het organiseren van seminars en workshops. Het doel van zulke contacten is het vergaren van informatie en het uitwisselen van inzichten over economische en monetaire ontwikkelingen in de verschillende regio's van de wereld met mogelijke gevolgen voor het mondiale economische klimaat en het eurogebied. In dit kader is technische samenwerking een belangrijk instrument geworden bij het ondersteunen van het op- en uitbouwen van instellingen en het versterken van de effectieve naleving van Europese en internationale normen. Het Eurosysteem heeft

zijn samenwerking met centrale banken in de omringende regio's verdiept, en de ECB heeft een klein aantal werknemers de taak toegewezen de door het Eurosysteem geboden technische assistentie te coördineren.

Het Eurosysteem heeft in oktober 2006 zijn derde (door de Deutsche Bundesbank en de ECB gezamenlijk georganiseerde) bilaterale seminar op hoog niveau met de Centrale Bank van de Russische Federatie (Bank of Russia) gehouden in Dresden. Het doel van het seminar was versterking van de dialoog en verbetering van de betrekkingen tussen de Bank of Russia en het Eurosysteem, die in de afgelopen jaren geïntensiveerd zijn. De deelnemers aan het seminar wisselden van gedachten over de huidige uitdagingen voor het monetaire en wisselkoersbeleid in Rusland, over de rol van begrotingsregels in het eurogebied en Rusland, en bespraken de groeivoorzichten op de lange termijn voor de Russische economie. Soortgelijke evenementen zullen ook in de toekomst regelmatig worden georganiseerd, en het volgende seminar zal najaar 2007 worden gehouden in Moskou.

Het derde Eurosysteem-seminar op hoog niveau met presidenten van de centrale banken van de Euro-Mediterrane partnerlanden van de EU vond plaats in Nafplion op 25 januari 2006; het vierde zal worden gehouden op 28 maart 2007 in Valencia. De discussies in Nafplion concentreerden zich onder meer op het proces van liberalisering van de kapitaalrekeningen en op de vooruitgang met de modernisering van operationele kaders voor monetair beleid. Het derde Eurosysteem-seminar op hoog niveau met Latijns-Amerikaanse centrale banken vond plaats op 4 december 2006 in Madrid. De belangrijkste onderwerpen die daar werden besproken waren de monetaire en financiële implicaties van de globalisering, monetaire-beleidsbeheer en accumulatie van deviezenreserves. Het derde Eurosysteem-seminar op hoog niveau met centrale banken in de Oost-Azië-Pacific-regio vond plaats in Sydney op 21 november 2006, waarbij de aandacht uitging naar onder meer mondiale onevenwichtigheden en financiële stabiliteit, regionale financiële integratie.

Op 1 februari 2007 heeft het Eurosysteem in Parijs een seminar op hoog niveau gehouden met de centrale banken van westelijk en centraal Afrika<sup>8</sup>, dat gezamenlijk werd georganiseerd door de Banque de France en de ECB. Het seminar verschaftte een nuttig platform voor de bespreking van ervaringen met regionale economische en monetaire integratie, de impact van ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen op het monetaire en begrotingsbeleid in de regio en kwesties in verband met de governance van centrale banken.

Samen met vier nationale centrale banken (de Deutsche Bundesbank, de Bank of Greece, de Banque de France en de Banca d'Italia) is de ECB doorgestaan met haar samenwerking met de Central Bank of Egypt door middel van een door de EU gefinancierd programma voor technische assistentie in het kader van het hulpprogramma voor landen rond de Middellandse Zee (MEDA). Het programma is op 1 december 2005 voor een periode van twee jaar van start gegaan en heeft tot doel de Central Bank of Egypt te steunen bij een veelomvattende hervorming van het banktoezicht. Het programma is primair gericht geweest op de invoering van nieuwe procedures en instrumenten voor banktoezicht, die beide door het Eurosysteem en de Central Bank of Egypt samen worden ontwikkeld en geïmplementeerd. Het programma heeft tevens tot doel de mogelijkheden van de Central Bank of Egypt op het terrein van macroprudentieel toezicht, regelgeving en training uit te bouwen. Daarnaast detacheerde de ECB een deskundige naar de Central Bank of Egypt die onder de hoede van het IMF heeft geholpen het operationele kader voor het monetaire beleid te hervormen.

8 Het seminar werd bezocht door vertegenwoordigers van de centrale banken van de Kaapverdische Eilanden, de Democratische Republiek Congo, Gambia, Guinea, Liberië, Mauritanië, São Tomé en Príncipe, Sierra Leone, de Central Bank of West African States (de centrale bank van de monetaire unie die bestaat uit Benin, Burkina Faso, Ivoorkust, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal en Togo) en de Central Bank of Central African States (de centrale bank van de monetaire unie die bestaat uit Kameroen, de Centraal-Afrikaanse Republiek, Tsjaad, Congo, Equatoriaal-Guinea en Gabon).

De ECB is haar betrekkingen met landen in de westelijke Balkan blijven verdiepen. Een door de ECB georganiseerde conferentie betreffende “Monetary policy and financial stability in south-east Europe” vond plaats in Frankfurt op 10-11 april 2006. Aan de conferentie werd deelgenomen door hooggeplaatste centrale-bankdeskundigen van alle landen uit zuid-oostelijk Europa, en door vertegenwoordigers van de Europese Commissie, van internationale organisaties en de academische wereld.

Op 16 februari 2007 ondertekende de ECB, zowel voor zichzelf als namens acht partnercentrale banken (de Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, de Bank of Greece, de Banco de España, de Banque de France, de Banca d'Italia, de Oesterreichische Nationalbank en de Banka Slovenije) een tripartiet protocol met de Central Bank of Bosnia and Herzegovina en de Delegatie van de Europese Commissie naar Bosnië en Herzegovina, om de weg vrij te maken voor nauwere samenwerking tussen de betrokken partijen. Vanaf maart 2007 zullen gedurende een periode van zes maanden de ECB en haar partners een beoordeling uitvoeren van de bestaande behoeften om de terreinen in kaart te brengen waarop de Central Bank of Bosnia and Herzegovina de komende jaren voortgang moet maken om de operationele voorbereidingen voor de tenuitvoerlegging van normen in overeenstemming met die van het ESCB te bevorderen. Dit “needs assessment”-programma wordt door de Europese Commissie gefinancierd uit het “Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation”-programma (CARDS) en wordt gecoördineerd door de ECB.

Albanië ondertekende in juni 2006 een Stabilisatie- en Associatieovereenkomst met de EU, na afronding van de in 2003 begonnen onderhandelingen. De ECB nam, samen met andere internationale instellingen en centrale banken, deel aan een dialoog met de Bank of Albania over hoe het beste een monetaire-beleidsstrategie gebaseerd op *inflation targeting* kon worden ingevoerd.

In februari 2006 benaderde de Cooperation Council for the Arab States of the Gulf (GCC), die bestaat uit Bahrein, Koeweit, Oman, Katar, Saudi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten, de ECB met een verzoek om assistentie ten aanzien van het opzetten van een monetaire unie onder de GCC-lidstaten, met inbegrip van een bijbehorend institutioneel kader. De ECB willigde dit verzoek in en produceerde een door medewerkers opgesteld document met daarin de belangrijkste juridische en operationele kenmerken die de desbetreffende autoriteiten in de GCC bij het ontwikkelen van een institutioneel kader voor een monetaire unie in overweging zouden moeten nemen.







## HOOFDSTUK 6

# VERANTWOORDING

## I VERANTWOORDING TEN OPZICHTE VAN HET ALGEMENE PUBLIEK EN HET EUROPEES PARLEMENT

Wat betreft een onafhankelijke centrale bank wordt het afleggen van verantwoording over het algemeen gezien als de verplichting tegenover burgers en hun gekozen vertegenwoordigers haar beslissingen uit te leggen en te rechtvaardigen, om hen zo in staat te stellen de centrale bank te houden aan de verwezenlijking van haar doelstellingen. Als zodanig is het een belangrijk tegenwicht voor de onafhankelijkheid van de centrale bank.

De ECB heeft altijd ten volle het fundamentele belang van haar verantwoordingsplicht ten aanzien van haar beleidsbeslissingen erkend en onderhoudt daarom een regelmatige dialoog met de burgers van de EU en met het Europees Parlement. De ECB gaat verder dan de in het Verdrag vastgelegde rapportageverplichtingen, bijvoorbeeld door het publiceren van een Maandbericht in plaats van het vereiste kwartaalbericht. De ECB houdt tevens een persconferentie na de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur. De committering van de ECB aan het beginsel van verantwoording komt verder naar voren in de talloze uitgebrachte ECB-publicaties en het grote aantal toezpraken dat door de leden van de Raad van Bestuur is gegeven om de beleidsbeslissingen van de ECB in 2006 toe te lichten.

Op institutioneel niveau speelt het Europees Parlement – als het lichaam dat zijn legitimiteit rechtstreeks van de burgers van de EU verkrijgt – een sleutelrol bij de verantwoordingsplicht van de ECB. Overeenkomstig artikel 113 van het Verdrag heeft de President van de ECB in 2006 het Jaarverslag 2005 aangeboden aan de plenaire zitting van het Europees Parlement. Daarnaast is de President regelmatig verslag blijven doen van het monetaire beleid van de ECB en haar overige taken in zijn driemaandelijke hoorzittingen met de Economische en Monetaire Commissie van het Parlement. De President is tevens uitgenodigd voor een hoorzitting met het Europees Parlement om de rol van de ECB in het toezicht op SWIFT toe te lichten (zie Paragraaf 2 van dit hoofdstuk).

Ook andere leden van de Directie is bij een aantal gelegenheden gevraagd om voor het Europees Parlement te verschijnen. De Vice-President heeft het ECB-Jaarverslag 2005 aan de Economische en Monetaire Commissie aangeboden. Gertrude Tumpel-Gugerell is tweemaal voor de Commissie verschenen om uitleg te geven over het standpunt van de ECB ten aanzien van betalingssystemen en recente ontwikkelingen op het terrein van effectenclearing- en afwikkeling.

Net als in de voorafgaande jaren heeft een delegatie van de Economische en Monetaire Commissie de ECB bezocht om met de leden van de Directie over een aantal aangelegenheden van gedachten te wisselen. De ECB is tevens voortgegaan op vrijwillige basis schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement te beantwoorden over zaken die vallen onder de bevoegdheden van de ECB.

Artikel 112 van het Verdrag bepaalt dat het Europees Parlement zijn oordeel moet geven over kandidaatleden van de Directie voorafgaand aan hun benoeming. Voor dit doel heeft het Parlement Jürgen Stark gevraagd voor de Economische en Financiële Commissie te verschijnen om zijn standpunten uiteen te zetten en vragen van leden van de Commissie te beantwoorden. Na deze hoorzitting heeft het Parlement zijn benoeming goedgekeurd.

## 2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN

Tijdens de verschillende ontmoetingen tussen het Europees Parlement en de ECB is gesproken over een breed scala van onderwerpen. De belangrijkste kwesties die bij deze gelegenheden door het Europees Parlement naar voren werden gebracht, worden hieronder nader belicht.

### DE BIJDRAGE VAN HET MONETAIRE BELEID AAN HET ALGEMENE ECONOMISCHE BELEID VAN DE GEMEENSCHAP

De bijdrage van het monetaire beleid aan het algemene economische beleid van de Gemeenschap was een van de kwesties die tijdens de hoorzittingen van de President met het Europees Parlement naar voren werden gebracht. De President wees erop dat prijsstabiliteit zowel een eerste voorwaarde was voor als een middel tot versterking van duurzame economische groei en welvaart. Door op geloofwaardige wijze prijsstabiliteit na te streven en door de inflatieverwachtingen stevig te verankeren, leverde de ECB de best mogelijke bijdrage aan het creëren van een klimaat dat economische groei en werkgelegenheid bevordert. In zijn "Resolutie van het Europees Parlement over het jaarverslag 2005 van de Europese Centrale Bank", prees het Europees Parlement de ECB voor haar concentratie op het handhaven van prijsstabiliteit en drong het Parlement er bij de ECB op aan haar beleid van stevige verankering van de inflatieverwachtingen op een niveau in overeenstemming met prijsstabiliteit voort te zetten.

### VERSCHILLEN IN INFLATIE EN PRODUCTIE TUSSEN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

De leden van het Europees Parlement hebben zich beziggehouden met de verschillen in inflatie en productie tussen de landen van het eurogebied. In zijn Resolutie over het jaarverslag 2005 van de ECB, kwam het Europees Parlement tot de overweging dat deze verschillen "op de lange termijn een belangrijk risico vormen voor de EMU".

De President legde uit dat de bestaande verschillen in inflatie en productiegroei tussen de landen van het eurogebied gematigd zijn gebleven, en niet ongebruikelijk waren wanneer ze wor-

den vergeleken met die van andere grote gebieden met één munt. De verschillen zouden het gevolg kunnen zijn geweest van inhaalprocessen, verschillende demografische trends, of lopende aanpassingen die leiden tot doelmatiger toewijzing van middelen. De hardnekkigheid van de inflatie- en groeiverschillen over langere perioden zouden echter inderdaad, wanneer deze door structurele rigiditeiten of slecht op elkaar afgestemd beleid worden veroorzaakt, zorgwekkend kunnen zijn. Tegen deze achtergrond benadrukte de President de noodzaak van passende structurele hervormingen en gaf hij zijn steun aan overheden die met dergelijke hervormingen een begin hadden gemaakt (zie Kader 5).

### FINANCIËLE INTEGRATIE EN REGELGEVING

Het Europees Parlement en de ECB hebben tevens hun nauwe dialoog over kwesties ten aanzien van financiële integratie en stabiliteit voortgezet. Het Parlement hechtte in het bijzonder belang aan de sterke groei van de hedgefondsen-sector. In zijn Resolutie over het jaarverslag 2005 van de ECB drukte het Parlement in dit opzicht zijn zorg uit en drong het Parlement bij de ECB aan op een nadere analyse op dit terrein.

De President herinnerde aan de positieve rol van hedgefondsen bij het versterken van marktliquiditeit en het bevorderen van financiële innovatie. Tegelijkertijd wees hij op de potentiële risico's voor de financiële stabiliteit die verbonden zijn aan hun zeer snel groeiende aanwezigheid in het financiële stelsel (zie Paragraaf 1 van Hoofdstuk 4), en op het daaruit voortvloeiende voornemen van overheidsinstanties, waaronder de ECB, de ontwikkelingen nauwlettend te volgen. Hij maakte tevens duidelijk dat verbeteringen in het bestaande regelgevingskader op internationaal niveau zouden moeten worden overeengekomen.

De ECB informeerde het Europees Parlement tevens over de lopende activiteiten op het terrein van betalingssystemen en effectenclearing- en afwikkelingssystemen, met inbegrip van de met de ontwikkeling van TARGET2 geboekte



voortgang. Gertrude Tumpel-Gugerell is verschenen voor de Economische en Financiële Commissie om uitleg te geven over het standpunt van de ECB ten aanzien van het voorstel voor een Richtlijn betreffende betalingsdiensten in de interne markt, de creatie van een “Single Euro Payments Area” (SEPA) en de normen voor effectenclearing- en afwikkeling die door het ESCB en het Committee of European Securities Regulators gezamenlijk zijn ontwikkeld. Zij informeerde het Parlement tevens over het mogelijke opzetten van een infrastructuur van het Eurosysteem voor verlening van effectenafwikkelingsdiensten in centrale-bankgeld, het zogeheten TARGET2-Effecten. Het Europees Parlement gaf zijn steun aan de implementatie van TARGET2 en SEPA. Het Parlement nam tevens kennis van de mogelijke creatie van een TARGET2-Effecten-systeem en riep de ECB op een passend governance-kader op te zetten voorafgaand aan de invoering van een dergelijk systeem.

#### **DE ROL VAN DE ECB IN HET TOEZICHT OP SWIFT**

Op 6 juli 2006 heeft het Europees Parlement zijn goedkeuring gehecht aan een “Resolutie over het onderscheppen door de Amerikaanse geheime diensten van bankoverschrijvingsgegevens van het SWIFT-systeem”, waarin het Parlement de Europese Commissie, de EU-Raad en de ECB oproep uit te leggen in hoeverre zij op de hoogte waren van een afspraak tussen SWIFT en de regering van de Verenigde Staten. Op 4 oktober 2006 is de President van de ECB uitgenodigd voor een door het Parlement georganiseerde openbare hoorzitting over deze kwestie. De President legde uit dat SWIFT een kredietinstelling noch een betalingssysteem was. Gezien de systeem-belangrijkheid van

SWIFT als een mondiaal financiële-berichten-systeem hadden de centrale banken van de G10-landen en de ECB echter besloten – met instemming van SWIFT – een Oversight Group op te zetten (zie Paragraaf 4.1 van Hoofdstuk 4). Het mandaat van deze Oversight Group is te waarborgen dat SWIFT een passend governance-kader heeft om systeemrisico's te voorkomen. Het volgt de activiteiten van SWIFT alleen in de mate waarin deze relevant zijn voor de soepele werking van het betalingsverkeer en de financiële stabiliteit. De Oversight Group heeft geen bevoegdheid om toezicht te houden op SWIFT ten aanzien van naleving van wetgeving inzake gegevensbescherming, die valt onder de bevoegdheden van autoriteiten belast met gegevensbescherming. De Oversight Group is op de hoogte gebracht van het Amerikaanse Terrorist Finance Tracking Program in verband met SWIFT. De Oversight Group is tevens geïnformeerd dat SWIFT passend juridisch advies uit Amerika en van de EU had gekregen. De Oversight Group kwam tot de overweging dat de naleving door SWIFT van Amerikaanse dagvaardingen geen implicaties voor de financiële stabiliteit zou hebben, en derhalve buiten het toepassingsgebied van haar toezichtsrol viel. Bovendien is het de ECB, aangezien zij onder een streng geheimhoudingsregime valt, niet toegestaan de informatie die zij ontvangt in de context van het toezichtskader voor andere doeleinden te gebruiken, of dergelijke informatie door te geven aan autoriteiten belast met gegevensbescherming of naleving van de wet.







## HOOFDSTUK 7

# EXTERNE COMMUNICATIE

## I COMMUNICATIEBELEID

Bij de ECB is de communicatie erop gericht het inzicht van het publiek in de door de ECB genomen besluiten te verbeteren. Communicatie vormt een integraal onderdeel van het monetaire beleid van de ECB en van haar overige taken. Twee centrale elementen, te weten openheid en transparantie, geven richting aan de communicatie-activiteiten van de ECB. Beide komen de doeltreffendheid, doelmatigheid en geloofwaardigheid van het monetaire beleid van de ECB ten goede, en daarnaast dragen zij bij aan het streven van de ECB haar handelen volledig te verantwoorden, zoals reeds uitvoeriger beschreven in Hoofdstuk 6.

De in 1999 geïntroduceerde verstrekking van onmiddellijke, regelmatige en gedetailleerde uitleg van de monetaire-beleidsbeoordeling en -beslissingen van de ECB zorgt voor een in zijn openheid en transparantie unieke benadering ten aanzien van centrale-bankcommunicatie. De monetaire-beleidsbeslissingen worden zodra de Raad van Bestuur ze heeft genomen toegelicht op een persconferentie. Op deze persconferentie leest de President een gedetailleerde Inleidende Verklaring voor, waarin de beslissingen van de Raad worden uitgelegd. Daarna staan de President en de Vice-President ter beschikking van de media om vragen te beantwoorden. Sinds december 2004 wordt ook elke maand een overzicht van de beslissingen van de Raad van Bestuur naast die welke betrekking hebben op de rentetarieven gepubliceerd op de websites van de centrale banken van het Eurosysteem.

De rechtsinstrumenten van de ECB worden in alle officiële talen van de EU beschikbaar gemaakt, en zo ook de geconsolideerde financiële overzichten (de zogeheten “Weekstaten”) van het Eurosysteem.<sup>1</sup> De overige statutaire publicaties van de ECB – het Jaarverslag, de kwartaalversie van het Maandbericht en het Convergenceverslag<sup>2</sup> – worden eveneens in de officiële talen van de EU gepubliceerd.<sup>3</sup> Omwille van de verantwoording aan het publiek en de transparantie publiceert de ECB daarnaast ook andere documentatie in alle officiële talen, met name persberichten inzake de monetaire-beleidsbeslissingen, de door medewerkers opge-

stelde macro-economische projecties en voor het algemene publiek relevante beleidsstandpunten. Het samenstellen, publiceren en distribueren van de voornaamste ECB-publicaties in de diverse nationale talen geschiedt in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken.

1 Voor het Iers geldt een derogatie.

2 In het geval van het Convergenceverslag zijn alleen de Inleiding en Samenvatting beschikbaar in alle talen.

3 De tijdelijke derogatie voor het Maltees eindigt in mei 2007.

## 2 COMMUNICATIE- ACTIVITEITEN

De ECB moet zich richten tot een grote verscheidenheid aan partijen, waaronder financiële deskundigen, de media, overheden, parlementen, en het algemene publiek, die elk hun eigen kennisniveau bezitten ten aanzien van financiën en economie. Het mandaat van de ECB en haar beleidsbeslissingen worden derhalve toegelicht door middel van een scala van communicatie-instrumenten en -activiteiten, die voortdurend worden verbeterd om ze zo effectief mogelijk te maken.

De ECB publiceert een aantal studies en verslagen, zoals het Jaarverslag, dat een overzicht biedt van de werkzaamheden van de ECB in het voorafgaande jaar en daarmee een middel verschaft om de ECB verantwoording af te laten leggen voor haar optreden. Met het Maandbericht verschaft de ECB telkens haar meest actuele beoordeling van de economische en monetaire ontwikkelingen en de gedetailleerde informatie die ten grondslag ligt aan haar besluitvorming, terwijl middels de *Financial Stability Review* een beoordeling wordt gegeven van de stabiliteit van het financiële stelsel van het eurogebied, en dan met name van het vermogen van dat stelsel negatieve schokken op te vangen.

Om de identiteit van het Eurosysteem en de indruk onder het algemene publiek daarvan te versterken, heeft de Raad van Bestuur in 2006, overeenkomstig de Missie van het Eurosysteem<sup>4</sup>, zijn goedkeuring gehecht aan de implementatie van een gemeenschappelijk Eurosysteem-embleem. Vanaf januari 2007 nemen de ECB en alle nationale centrale banken van het eurogebied het woord "Eurosysteem" in hun logo's op.

Alle leden van de Raad van Bestuur dragen rechtstreeks bij aan verbetering van de kennis van en het inzicht in de taken en het beleid van het Eurosysteem onder het algemene publiek door voor het Europees Parlement en nationale parlementen te verschijnen, door openbare toespraken te houden en door interviews te geven aan de media. In 2006 is de President van de ECB zesmaal voor het Europees Parlement ver-



schenen. De leden van de Directie hebben in 2006 rond 200 toespraken en talloze interviews gegeven, en tevens artikelen gepubliceerd in tijdschriften en kranten.

De nationale centrale banken van het eurogebied spelen een belangrijke rol in de verspreiding, op nationaal niveau, van informatie en boodschappen van het Eurosysteem onder het algemene publiek en belanghebbenden. In dat kader richten zij zich op een veelheid aan verschillende nationale en regionale partijen in de eigen taal en omgeving.

De ECB draagt bij aan de verspreiding van onderzoeksresultaten door het publiceren van *Working Papers* en *Occasional Papers* en door het organiseren van academische conferenties, seminars en workshops. In 2006 vond de "Fourth ECB Central Banking Conference" plaats. Op deze conferentie kwamen centrale-bankiers, academici, marktdeelnemers en de media vanuit de gehele wereld bijeen om te spreken over "The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century" (zie Paragraaf 5.2 van Hoofdstuk 2).

In 2006 organiseerde de ECB in samenwerking met de Banka Slovenije een voorlichtingscampagne in het kader van de voorbereidingen op de invoering van de euro in Slovenië op 1 januari 2007. Deze informatiecampagne, die overeenkwam met die welke voor de eerste overgang op de chartale euro in 2002 was georganiseerd, had tot doel geldverwerkers en het algemene publiek vertrouwd te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en de euromunten, en met de procedures voor de overgang op de chartale euro (zie Hoofdstuk 3).

<sup>4</sup> De Missie van het Eurosysteem is gepubliceerd op 5 januari 2005.

De ECB verwelkomde in 2006 rond 10.000 bezoekers in haar hoofdkwartier in Frankfurt. De bezoekers ontvingen informatie uit de eerste hand in de vorm van lezingen en presentaties door ECB-medewerkers. De meerderheid van deze bezoekers bestond uit universiteitsstudenten en mensen uit de financiële sector.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten en haar verschillende activiteiten zijn te vinden op de website van de ECB. In 2006 zijn rond 90.000 verzoeken om informatie over verschillende aspecten van de ECB-werkzaamheden behandeld.

De ECB organiseert jaarlijks de zogeheten Culturele Dagen, een programma dat beoogt de culturele diversiteit van de EU-lidstaten dichterbij zowel het algemene publiek als de eigen werknemers van het Eurosysteem te brengen. Dit initiatief belicht ieder jaar de culturele rijkdom van één lidstaat en bevordert op die manier een beter begrip van de landen binnen de EU. In 2006 stond Oostenrijk centraal bij deze Culturele Dagen, na Hongarije in 2005 en Polen in 2004. Het evenementenprogramma werd georganiseerd in nauwe samenwerking met de Oostenrijkse Nationalbank en vond plaats van 18 oktober t/m 14 november.







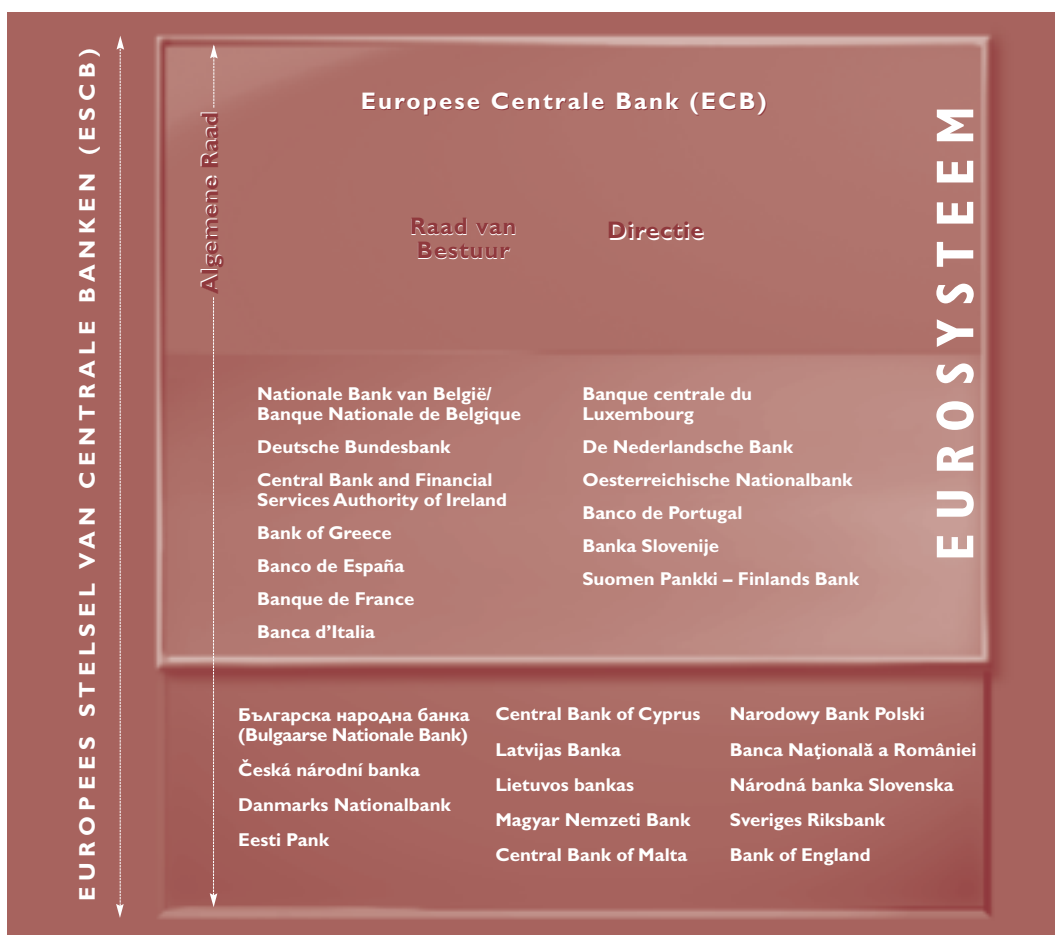
## HOOFDSTUK 8

# INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING



# I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB

## I.1 HET EUROSISTEEM EN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN



Het Eurosysteem is het centrale-bankstelsel van het eurogebied. Het Eurosysteem omvat de ECB en de nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben (13 sinds 1 januari 2007). Om de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren. De term onderstreept de gezamenlijke identiteit, het teamwerk en de samenwerking van al zijn leden.

Het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten van de EU (27 sinds 1 januari 2007), d.w.z. het omvat ook de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro.

De ECB vormt de kern van het Eurosysteem en van het ESCB en is verantwoordelijk voor de uitvoering van de respectieve taken, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij via de nationale centrale banken. Zij heeft rechtspersoonlijkheid krachtens internationaal publiekrecht.

Elke nationale centrale bank heeft rechtspersoonlijkheid krachtens het recht van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een integrerend onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de hun door het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Ook via deelname aan de Comités van het Eurosysteem en het ESCB (zie Paragraaf 1.5 in dit Hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een bijdrage aan de werk-

zaamheden van het Eurosysteem en het ESCB. De nationale centrale banken mogen op eigen verantwoordelijkheid ook taken vervullen die geen verband houden met het Eurosysteem, tenzij de Raad van Bestuur van mening is dat dergelijke taken de doelstellingen en taken van het Eurosysteem doorkruisen.

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. De Algemene Raad fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er EU-lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De besluitvormende organen fungeren conform de bepalingen van het Verdrag, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde<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, zoals vastgelegd in het Verdrag, zijn:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de aan het Eurosysteem opgedragen taken; en
- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het Eurosysteem, en het opstellen van de nodige richtsnoeren voor de uitvoering ervan.

De Raad van Bestuur vergadert gewoonlijk twee maal per maand in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main in Duitsland. Tijdens de eerste vergadering van elke maand worden onder meer de monetaire en economische ontwikkelingen diepgaand besproken en worden daarmee samenhangende besluiten genomen, terwijl de tweede vergadering gewoonlijk is gewijd aan vraagstukken die verband houden met andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem. In 2006 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: een werd er georganiseerd door de Banco de España in Madrid en de andere door de Banque de France in Parijs.

Bij het nemen van besluiten omtrent het monetaire beleid en de andere taken van de ECB en het Eurosysteem handelen de leden van de Raad van Bestuur niet als vertegenwoordigers van hun land maar in een volledig onafhankelijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking in het feit dat ieder lid binnen de Raad van Bestuur één stem heeft.

<sup>1</sup> Voor het Reglement van Orde van de ECB, zie Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb L 80, 18 maart 2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB, Pb L 230, 30 juni 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, 8 december 1999, blz. 34. Deze reglementen zijn tevens beschikbaar op de website van de ECB.

## DE RAAD VAN BESTUUR



**Achterste rij**  
**(van links naar rechts):**  
Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

**Middelste rij**  
**(van links naar rechts):**  
Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

**Voorste rij**  
**(van links naar rechts):**  
José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

**Jean-Claude Trichet**

President van de ECB

**Lucas D. Papademos**

Vice-President van de ECB

**Lorenzo Bini Smaghi**

Lid van de Directie van de ECB

**Jaime Caruana** (tot 11 juli 2006)

President van de Banco de España

**Vítor Constâncio**

President van de Banco de Portugal

**Vincenzo Desario** (tot 15 januari 2006)

Plaatsvervangend President van de Banca d'Italia

**Mario Draghi** (vanaf 16 januari 2006)

President van de Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**

(vanaf 12 juli 2006)

President van de Banco de España

**Nicholas C. Garganas**

President van de Bank of Greece

**Mitja Gaspari**<sup>2</sup> (vanaf 1 januari 2007)

President van Banka Slovenije

**José Manuel González-Páramo**

Lid van de Directie van de ECB

**John Hurley**

President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

**Otmar Issing** (tot 31 mei 2006)

Lid van de Directie van de ECB

**Klaus Liebscher**

President van de Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen**

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**

President van de Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

President van de Banque de France

**Guy Quaden**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Jürgen Stark** (vanaf 1 juni 2006)

Lid van de Directie van de ECB

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Lid van de Directie van de ECB

**Axel A. Weber**

President van de Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

President van De Nederlandsche Bank

2 Na het door de Ecofin-Raad op 11 juli 2006 genomen besluit de derogatie van Slovenië met ingang van 1 januari 2007 in te trekken, nam de Gouverneur van Banka Slovenije in 2006 als "speciale genodigde" deel aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur.

### 1.3 DE DIRECTIE

De Directie bestaat uit de President en de Vice-President en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming zijn benoemd door de staatshoofden of regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. De belangrijkste taken van de Directie, die gewoonlijk eens per week bijeenkomt, zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven

van de nodige instructies aan de nationale centrale banken van het Eurosysteem;

- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB, en
- het op zich nemen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

De Directie wordt ondersteund door een Management-Comité in aangelegenheden die betrekking hebben op het beheer, de bedrijfsplanning en het jaarlijkse begrotingsproces van de ECB. Het Management-Comité bestaat uit een lid van de Directie, die de voorzittersrol vervult, en een aantal hoge functionarissen.

**Achterste rij**  
(van links naar rechts):  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

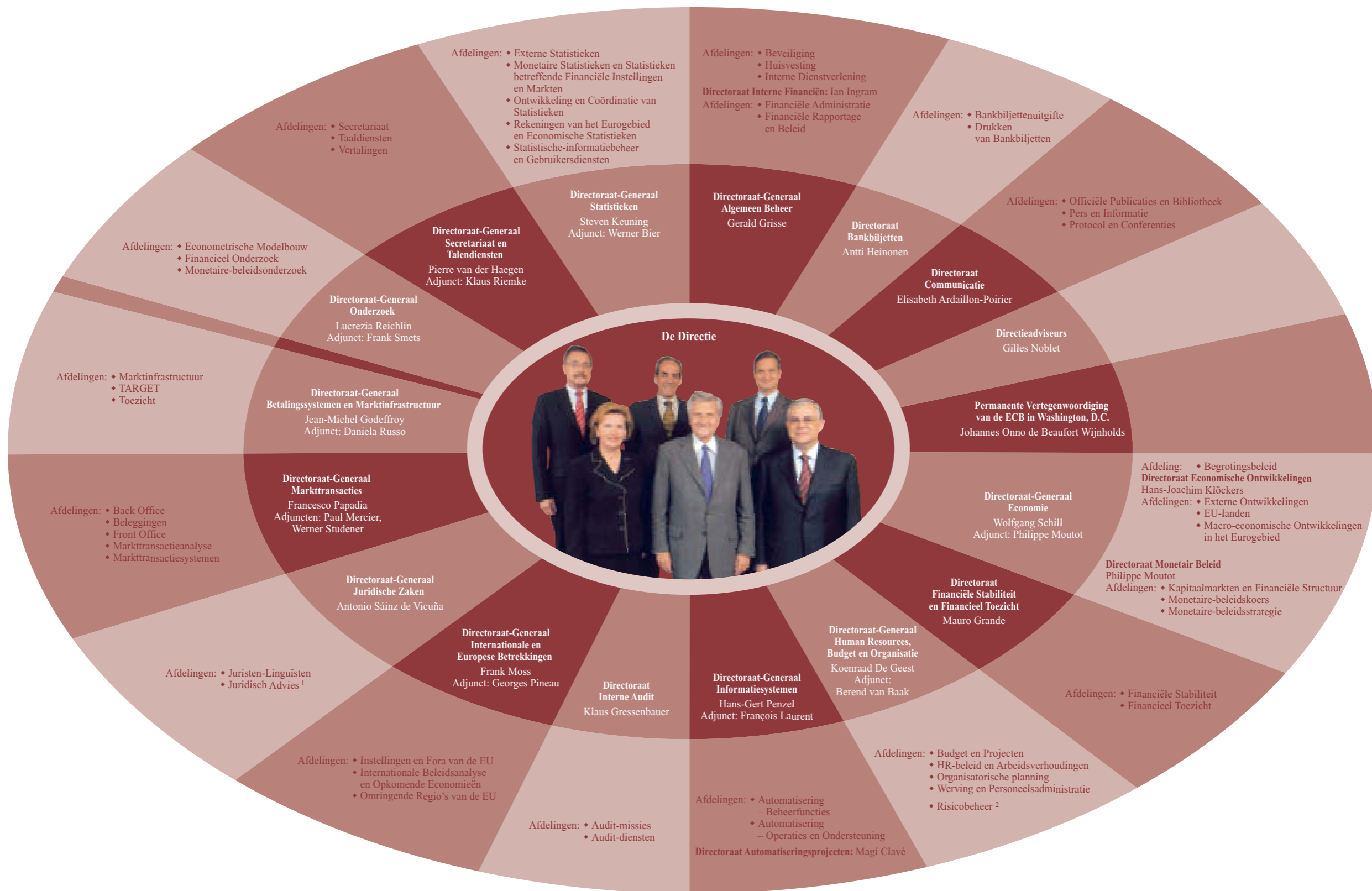
**Voorste rij**  
(van links naar rechts):  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**  
President van de ECB  
**Lucas D. Papademos**  
Vice-President van de ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
Lid van de Directie van de ECB  
**José Manuel González-Páramo**  
Lid van de Directie van de ECB

**Otmar Issing** (tot 31 mei 2006)  
Lid van de Directie van de ECB  
**Jürgen Stark** (vanaf 1 juni 2006)  
Lid van de Directie van de ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Lid van de Directie van de ECB





**De Directie**

Achterste rij (van links naar rechts): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Voorste rij (van links naar rechts): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (President), Lucas D. Papademos (Vice-President)

<sup>1</sup> Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.

<sup>2</sup> Rapporteert rechtstreeks aan de Directie.

#### 1.4 DE ALGEMENE RAAD

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de centrale-bankpresidenten van alle lidstaten van de EU. De Algemene Raad voert hoofdzakelijk de van het EMI overgenomen taken uit die nog door de ECB moeten worden vervuld zolang niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. In 2006 is

de Algemene Raad zes keer bijeen gekomen. Sinds januari 2007 zijn de gouverneurs van de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en Banca Națională a României lid van de Algemene Raad. Na ondertekening van het Toetredingsverdrag woonden zij als waarnemer de bijeenkomsten van de Algemene Raad bij.



##### Achterste rij

###### (van links naar rechts):

Zsigmond Járai, Ivan Šramko, Nils Bernstein, Zdeněk Tůma, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Stefan Ingves, Mario Draghi, Reinoldijus Šarkinas, Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

##### Middelste rij

###### (van links naar rechts):

Erkki Liikanen, Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

##### Voorste rij

###### (van links naar rechts):

Ilmārs Rimšēvičs, Michael C. Bonello, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Christodoulos Christodoulou, Yves Mersch, Andres Lipstok

NB: Mervyn King was niet in de gelegenheid de vergadering waar deze foto werd genomen, bij te wonen.

**Jean-Claude Trichet** President van de ECB  
**Lucas D. Papademos** Vice-President van de ECB  
**Leszek Balcerowicz** (tot 10 januari 2007)  
President van Narodowy Bank Polski  
**Nils Bernstein**  
President van Danmarks Nationalbank  
**Michael C. Bonello**  
President van de Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana** (tot 11 juli 2006)  
President van de Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
President van de Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio** President van de Banco de Portugal  
**Vincenzo Desario** (tot 15 januari 2006)  
Plaatsvervangend President van de Banca d'Italia  
**Mario Draghi** (vanaf 16 januari 2006)  
President van de Banca d'Italia  
**Miguel Fernández Ordóñez** (vanaf 12 juli 2006)  
President van de Banco de España  
**Nicholas C. Garganas**  
President van de Bank of Greece  
**Mitja Gaspari** President van Banka Slovenije  
**John Hurley** President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland  
**Stefan Ingves** Governor of Sveriges Riksbank  
**Mugur Constantin Isărescu** (vanaf 1 januari 2007)  
Gouverneur van Banca Națională a României

**Ivan Iskrov** (vanaf 1 januari 2007)  
President van de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)  
**Zsigmond Járai** (tot 2 maart 2007)  
President van Magyar Nemzeti Bank  
**Mervyn King** President van de Bank of England  
**Klaus Liebscher**  
President van de Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen**  
President van Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Andres Lipstok** President van Eesti Pank  
**Yves Mersch**  
President van de Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer** President van de Banque de France  
**Guy Quaden** Gouverneur van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs** President van Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas  
**Sławomir Skrzypek** (vanaf 11 januari 2007)  
President van Narodowy Bank Polski  
**András Simor** (vanaf 3 maart 2007)  
President van Magyar Nemzeti Bank  
**Ivan Šramko** President van Národná banka Slovenska  
**Zdeněk Tůma** President van Česká národní banka  
**Axel A. Weber** President van de Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** President van De Nederlandsche Bank

## 1.5 COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB, HET BEGROTINGSCOMITÉ EN DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE



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 Comité voor Banktoezicht. Er zijn thans 12 comités van het Eurosysteem/ESCB, alle

opgericht krachtens artikel 9 van het Reglement van Orde van de ECB.

Het Begrotingscomité, dat is opgericht krachtens artikel 15 van het Reglement van Orde, staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB. De Human Resources Conferentie werd in 2005 krachtens Artikel 9a van 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 humanresourcesmanagement.

## 1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Naast de besluitvormende organen zijn er ten behoeve van de corporate governance van de

ECB een aantal externe en interne controlelagen, drie gedragscodes alsmede regels ten aanzien van de toegang van het publiek tot documenten van de ECB.

### EXTERNE CONTROLELAGEN

De Statuten van het ESCB voorzien in twee lagen, te weten de externe accountant, die is aangesteld om de jaarrekening van de ECB te controleren (artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB) en de Europese Rekenkamer, die de doelmatigheid van het operationele beheer van de ECB toetst (artikel 27.2). Het jaarverslag van de Europese Rekenkamer wordt, tezamen met de reactie daarop van de ECB, gepubliceerd op de website van de ECB en in het *Publicatieblad van de Europese Unie*. Ten einde het publiek ervan te verzekeren dat de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB is gewaarborgd, dient de taak van de externe accountant onder accountantskantoren te rouleren.<sup>3</sup>

### DE INTERNE CONTROLELAGEN

De interne controlestructuur van de ECB stoelt op een functionele benadering. Elke organisatie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) is verantwoordelijk voor haar eigen interne controle en efficiëntie. Wat dat betreft passen de eenheden binnen hun verantwoordelijkheidsgebieden operationele controleprocedures toe en bepalen zij het risiconiveau dat aanvaardbaar wordt geacht. Zo is er een samenstel aan regels en procedures – ook wel bekend als ‘Chinese walls’ – om te voorkomen dat gevoelige informatie wordt overgedragen van eenheden die verantwoordelijk zijn voor het monetaire beleid naar eenheden die verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de externe reserves en het eigen vermogen van de ECB. Naast de door elke organisatie-eenheid uitgevoerde controles, houden verschillende afdelingen het Directoraat-Generaal Human Resources, Begroting en Organisatie toezicht op het controleproces en dienen zij voorstellen in ter verbetering van de effectiviteit van risicobepaling, -beoordeling en -beheersing in de ECB als geheel.

Onafhankelijk van de controlestructuur en risicocontrole van de ECB, voert het Directoraat Interne Audit onder verantwoordelijkheid van de Directie accountantscontroles uit. Overeenkomstig het mandaat zoals vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB<sup>4</sup>, wordt bij de interne-accountantscontroles op ad hoc-basis de toereikendheid en de effectiviteit van het binnen de ECB geldende systeem van interne controle alsmede de kwaliteit van de tenuitvoerlegging daarvan bij de vervulling van de toegewezen taken beoordeeld. De interne accountants van de ECB richten zich daarbij naar de internationale normen inzake de beroepsuitoefening en de ethische code zoals die zijn vastgesteld door het Institute of Internal Auditors.

Als comité van het Eurosysteem/ESCB is het Comité van Interne Accountants, bestaande uit de hoofden van de interne-accountantscontrole-dienst bij de ECB en de nationale centrale banken, verantwoordelijk voor de coördinatie van de interne-accountantscontrole met betrekking tot gezamenlijke projecten en operationele systemen op het niveau van het Eurosysteem/ESCB.

Teneinde het governance-kader van de ECB en het Eurosysteem verder te versterken, heeft de Raad van Bestuur besloten om vanaf april 2007 een ECB Auditcomité op te zetten dat zal bestaan uit drie van haar leden.

### GEDRAGSCODES

Er gelden bij de ECB drie Gedragscodes. De eerste geldt voor de leden van de Raad van Bestuur en weerspiegelt hun verantwoordelijkheid om de integriteit en reputatie van het Eurosysteem te waarborgen en de doelmatigheid van de transacties van het Eurosysteem<sup>5</sup> te handha-

3 Na een tenderprocedure in 2002 werd KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als externe accountant van de ECB benoemd voor een periode van vijf jaar voor de financiële jaren 2003 t/m 2007.

4 Dit Handvest is op de website van de ECB gepubliceerd teneinde de transparantie van de bij de ECB geldende interne-controle-regelingen te bevorderen.

5 Zie de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, Pb C 123, 24 mei 2002, blz. 9, de wijziging ervan, Pb 10, 16 januari 2007, p. 6, en de website van de ECB.

ven. Deze code dient als leidraad en stelt ethische normen vast voor de leden van de Raad van Bestuur en hun plaatsvervangers bij het uitoefenen van hun functie als lid van de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur heeft tevens een adviseur aangesteld als raadgever voor zijn leden betreffende een aantal facetten van de beroepsethiek. De tweede gedragscode is de Gedragscode van de ECB, die een leidraad en toetssteen vormen voor de medewerkers van de ECB en de leden van de Directie, van wie wordt verwacht dat zij hoge normen van beroepsethiek in acht nemen in hun taakvervulling bij de ECB.<sup>6</sup> Krachtens de regels in de Gedragscode ter voorkoming van misbruik van voorkennis, is het medewerkers van de ECB en de leden van de Directie verboden bij het voor eigen rekening en risico of voor rekening en risico van een derde uitvoeren van financiële transacties enig voordeel te trekken uit voorkennis.<sup>7</sup> De derde gedragscode is een Aanvullende gedragscode van ethische criteria voor de leden van de Directie.<sup>8</sup> Deze completeert de andere twee gedragscodes door het ethische regime dat van toepassing is op de Directie verder te specificeren. Een door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur waarborgt een consequente interpretatie van deze regels.

#### MAATREGELEN TER VOORKOMING VAN FRAUDE

In 1999 hebben het Europees Parlement en de Raad van de EU een Verordening<sup>9</sup> vastgesteld om de strijd tegen fraude, corruptie en andere onwettige en voor de financiële belangen van de Gemeenschap schadelijke activiteiten op te voeren. In de Verordening wordt onder meer voorzien in intern onderzoek door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding (OLAF) bij verdenking van fraude binnen de eenheden van de Gemeenschap.

De OLAF-Verordening voorziet dat elk van deze eenheden besluiten goedkeurt die ertoe strekken OLAF in staat te stellen onderzoek te doen binnen deze eenheden. In juni 2004 heeft de Raad van Bestuur een besluit<sup>10</sup> genomen betreffende de voorwaarden waaronder OLAF onderzoek mag verrichten bij de ECB. Dit Besluit trad op 1 juli 2004 in werking.

#### TOEGANG VAN HET PUBLIEK TOT ECB-DOCUMENTEN

Het in maart 2004 goedgekeurde ECB-Besluit betreffende toegang van het publiek tot ECB-documenten<sup>11</sup>, stemt overeen met de doelstellingen en standaarden die door andere EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot toegang van het publiek tot hun documenten. Het verhoogt de transparantie, terwijl tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de onafhankelijkheid van de ECB en van de nationale centrale banken, en de vertrouwelijkheid van bepaalde zaken die specifiek zijn voor de uitvoering van de taken van de ECB wordt erdoor gewaarborgd.<sup>12</sup>

Het aantal verzoeken om toegang tot documenten bleef in 2006 beperkt.

6 Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank overeenkomstig artikel 11, lid 3, van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb C 76, 8 maart 2001, blz. 12 en de website van de ECB.

7 Zie Deel 1.2 van de ECB Personeelsverordeningen en -regelingen houdende regelingen inzake gedragsregels en beroepsgeheim, Pb C 92, 16 april 2004, blz. 31 en de website van de ECB.

8 Zie de Aanvullende Code van Ethische Criteria voor de leden van de Directie, Pb C 230, 23 september 2006, blz. 46 en de website van de ECB.

9 Verordening (EG) Nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en van de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), Pb L 136, 31 mei 1999, blz.1.

10 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 (ECB/2004/11) Pb L 230, 30 juni 2004, blz 56. Dit Besluit werd goedgekeurd in reactie op een uitspraak van het Europese Hof van Justitie op 10 juli 2003 in Zaak C-11/00 *Commissie v. Europese Centrale Bank*, ECR I-7147.

11 Pb L 80 van 18 maart 2004, blz. 42.

12 Overeenkomstig het belang dat door de ECB wordt gehecht aan openheid en transparantie, is in 2006 een nieuw "Archives"-onderdeel aan de ECB-website toegevoegd die toegang geeft tot historische documentatie.



## 2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 HUMAN RESOURCES

#### PERSONEEL

Voor 2006 bedroeg het totale aantal begrootte formatieplaatsen 1.343 fte's.<sup>13</sup> Dit in vergelijking met 1.369,5 fte's voor 2005, een daling van 26,5 fte's als gevolg van het in 2005 uitgevoerde *zero-based budgetting*-project.

Alle externe werving ter vervulling van permanente functies is verricht op basis van contracten met een vaste looptijd van vijf jaar voor managementfuncties en contracten met een vaste looptijd van drie jaar voor alle overige functies. Tijdelijke arbeidscontracten die aangeboden worden voor permanente functies, kunnen in contracten voor onbepaalde tijd worden omgezet op voorwaarde dat een beoordelingsprocedure is doorlopen waarin organisatorische overwegingen en de individuele prestaties in aanmerking zijn genomen.

In 2006 heeft de ECB 99 kortlopende contracten met een looptijd van minder dan een jaar aangeboden (tegen 106 in 2005) om in een tijdelijke personeelsbehoefte te voorzien (ter vervanging van medewerkers met bijvoorbeeld zwangerschapsverlof, ouderschapsverlof of onbetaald verlof).

De ECB heeft tevens 93 kortlopende contracten aangeboden aan deskundigen van de nationale centrale banken (waaronder de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en Banca Națională a României), overige EU-instellingen en internationale organisaties. In 2005 werden 80 van dergelijke contracten aangeboden. Deze korte detacheringen boden een gelegenheid voor de medewerkers van de ECB en de nationale centrale banken om van elkaars ervaringen te leren en daarmee de teamgeest binnen het ESCB te bevorderen. Zij dragen tevens bij aan de integratie van de Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank) en Banca Națională a României in het ESCB.

In september 2006 zijn de eerste zes deelnemers aan het ECB *Graduate Programme*, dat is bedoeld voor pas-afgestudeerden met een brede

opleidingsachtergrond, bij de Bank begonnen op basis van tweejarige niet-omzetbare contracten.

De ECB heeft ook stagemogelijkheden aangeboden aan studenten en afgestudeerden met opleidingsachtergronden in economie, statistiek, bedrijfskunde, rechtswetenschappen en vertaalstudies. In 2006 werden binnen de ECB 173 stageplaatsen aangeboden.

De ECB heeft tevens twee onderzoeksplaatsen aangeboden als onderdeel van het Wim Duisenberg Fellowship-onderzoeksprogramma, dat openstaat voor vooraanstaande economen, en vijf onderzoeksplaatsen aan jonge onderzoekers in het kader van het Lamfalussy Fellowship-onderzoeksprogramma.

#### INTERNE MOBILITEIT

Interne mobiliteit biedt medewerkers een mogelijkheid hun deskundigheid te verbreden en vormt een middel om de synergieën tussen de functionele geledingen te vergroten. In dit opzicht streeft het interne wervingsbeleid, dat nadruk legt op brede bekwaamheden, ernaar de interne mobiliteit van medewerkers verder te vergemakkelijken. Overige initiatieven, zoals uitwisselingen tussen medewerkers en tijdelijke interne overplaatsingen om in te vallen voor afwezige collega's, ondersteunen eveneens de interne mobiliteit. In 2006 zijn meer dan 80 medewerkers, waaronder 15 leidinggevenden en adviseurs, intern van functie gewisseld, hetzij op tijdelijke hetzij op lange-termijnbasis.

De ECB heeft in 2006 algemene beginselen voor mobiliteit geïntroduceerd, die medewerkers moeten aanmoedigen na elke vijf jaar dienstverband van functie te wisselen.

#### EXTERNE MOBILITEIT

Het externe-werkervaringsproject van de ECB maakt het mogelijk voor medewerkers om voor

<sup>13</sup> Het daadwerkelijke aantal fte's per 31 december 2006 bedroeg 1.367. Deze discrepantie was voornamelijk het gevolg van het feit dat tijdelijke arbeidscontracten werden toegekend ter vervanging van medewerkers die langer dan 12 maanden afwezig waren, en van een klein herstructureringsoverschot aan het einde van het jaar als gevolg van het *zero-based budgetting*-project.



een periode van twee tot twaalf maanden te worden gedetacheerd bij de 27 nationale centrale banken of relevante internationale financiële instellingen (bijv. het IMF en de BIB). In 2006 werden in het kader van het project 24 medewerkers gedetacheerd. Daarnaast werd onbetaald verlof verleend, voor periodes variërend tot en met drie jaar, aan 29 medewerkers die in dienst traden bij nationale centrale banken, EU-instellingen of internationale organisaties.

### **DIVERSITEITSSTRATEGIE**

Met medewerkers uit 27 EU-lidstaten heeft de ECB diversiteitsmanagement in haar humanresourcespraktijken geïntegreerd om er zeker van te zijn dat de individuele bekwaamheden van medewerkers worden erkend en ten volle worden benut bij het verwezenlijken van de doelstellingen van de ECB. Het in 2005 door de ECB geïnitieerde diversiteitsbeleid trad in 2006 officieel in werking. Met diversiteitsmanagement streeft de ECB ernaar dat alle medewerkers met respect worden behandeld en dat zij door hun management op hun merites worden beoordeeld.

### **VERSTERKING VAN HUMAN RESOURCES**

Naast het bevorderen van mobiliteit, waaronder het laten rouleren van leidinggevenden, blijft de humanresourcesstrategie zich richten op het ontwikkelen van de leiderschapskwaliteiten binnen de ECB. Management- en leiderschapskwaliteiten werden verder versterkt door training en individuele begeleiding. De training voor leidinggevenden was gericht op het verbeteren van leiderschapskwaliteiten, prestatie management en het leiding geven aan organisatorische veranderingen. Na de invoering van de diversiteitsstrategie van de ECB in 2006, werd voor leidinggevenden een specifieke trainingscursus gestart over waardigheid op de werkplek.

Verder hebben leidinggevenden deelgenomen aan een jaarlijkse, verplichte *multi-source feedback* exercise (gedifferentieerd terugkoppelingsproces) waarin via directe rapportages, nevenschikten en externe contacten wordt bepaald op welke terreinen leidinggevenden zich persoonlijk verder zouden kunnen ontwikkelen. Dit wordt meegenomen in de jaarlijkse

prestatiebeoordeling van leidinggevenden. Op basis van de resultaten van de *multi-source feedback* wordt individuele coaching aangeboden.

In 2006 heeft de ECB een *Advisory Positions Framework* (kader voor adviesfuncties) ingevoerd waarbij de loopbaanstructuur parallel loopt aan die van de traditionele structuur voor leidinggevenden. De rol van een adviseur is het verzorgen van technische of beleidsmatige deskundigheid op hoog niveau, coördinatie tussen organisaties en/of advies aan het management over tal van onderwerpen.

De zes algemene ECB-waarden (deskundigheid, effectiviteit en doelmatigheid, integriteit, teamgeest, transparantie en verantwoordingsplicht, en werken voor Europa) zijn verder in het humanresourcesbeleid geïncorporeerd om deze te vertalen naar de dagelijkse handelswijze en prestaties van medewerkers. De HR-instrumenten en -processen (bijv. prestatie management, werving en selectie, training en ontwikkeling) zullen verder met deze waarden in overeenstemming worden blijven gebracht.

Het voortdurend eigen maken en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid blijft een hoeksteen van de HR-strategie van de ECB. Als grondbeginsel geldt dat leren en ontwikkelen een gedeelde verantwoordelijkheid zijn tussen medewerkers en de organisatie. De ECB levert de budgettaire middelen en het opleidingskader, de managers bepalen de trainingsbehoefte teneinde er voor te zorgen dat medewerkers het voor hun huidige functie vereiste hoge niveau van vakkennis en vaardigheden behouden, en de medewerkers hebben de primaire verantwoordelijkheid voor kennisverwerving en ontwikkeling. Naast verschillende interne trainingsmogelijkheden bleven medewerkers van externe trainingsmogelijkheden gebruik maken om specifieke, individuele trainingsbehoeften van “technischer” aard te vervullen. Zij profiteerden tevens van trainingsmogelijkheden die als gemeenschappelijke ESCB-programma’s worden georganiseerd, of worden aangeboden door de nationale centrale banken.

De ECB heeft in het kader van de *Secondary Training Policy* 10 medewerkers onbetaald verlof verleend voor studiedoelinden en 14 anderen ondersteund bij het voltooien van een opleiding waarmee zij over een grotere deskundigheid kwamen te beschikken dan die welke voor hun huidige functie wordt vereist.

### **DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN DE FOLLOW-UP BETREFFENDE DE MISSIE VAN HET EUROSISTEEM**

De Raad van Bestuur heeft met het oog op het verder bevorderen van de samenwerking en teamgeest tussen de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van humanresourcesmanagement, in 2005 een Human Resources Conferentie (HRC) opgericht en daarmee de reeds lang bestaande samenwerking tussen de hoofden van de personeelsafdelingen van de centrale banken van de EU geformaliseerd.

De activiteiten van de HRC in 2006 omvatten verschillende aspecten van het trainen en ontwikkelen van medewerkers, waaronder mogelijkheden voor gemeenschappelijke trainingsactiviteiten, loopbaanbeleid, prestatiebe-

oordelingssystemen, detacheringsbeleid en selectieprocedures. Het werk van het HRC op dit gebied zal worden uitgebreid met het ontwikkelen van beleid dat uitwisseling van medewerkers bevordert.

De HRC heeft tevens informatie uitgewisseld over personeelskosten en, samen met Comité voor Eurosysteem/ECB-communicatie, een veelomvattend kader voorgesteld om in gezamenlijke Eurosysteem/ESCB-introductieprogramma's voor nieuwe medewerkers invulling te geven aan de belangrijkste onderwerpen die in de missie, de strategische oogmerken en organisatorische beginselen van het Eurosysteem aan bod komen.

### **2.2 HET NIEUWE KANTOORGEBOUW VAN DE ECB**

Er bleef vooruitgang worden geboekt met de planning voor het nieuwe kantoorgebouw van de ECB. Na de optimalisatie door COOP HIMMELB(L)AU van haar winnende ontwerp op basis van de herziene functionele, ruimtelijke en technische vereisten, alsmede een lager



streefbedrag voor de bouwkosten, kwam het project in 2006 in de planningsfase terecht. De fase omvat:

- het voorbereiden en implementeren van de vereiste aanbestedingsprocedures ter verlening van dienstverleningscontracten aan de planners, deskundigen, architecten, ingenieurs en bouwbedrijven die bij de planning en de bouw van het kantoorgebouw betrokken zullen zijn;
- het indienen van de plannen bij de autoriteiten van de Stad Frankfurt ter verkrijging van de vereiste bouwvergunningen en ter beoordeling of alle plannen voldoen aan de van toepassing zijnde bouwregelgeving, bijv. de bouwverordening, brandveiligheid en gezondheids- en veiligheidsnormen;
- het voorbereiden van een geactualiseerde kostencomputatie ter bevestiging van het algehele kostenkader (€500 miljoen voor bouwkosten en €850 miljoen totale investeringskosten, gebaseerd op prijzen in 2005);
- het ontwikkelen van gedetailleerde plannen voor het ontwerp gebaseerd op de bouwspecificaties en op voortdurende verbetering van het bouwproces door functionele analyse.

Dienovereenkomstig hebben de architecten een voorlopig ontwerpvoorstel ingediend dat verschillende aanpassingen bevatte ten opzichte van het geoptimaliseerde ontwerp. Ten eerste zijn, na de specificaties van de dienst voor instandhouding van gemeentelijke monumenten, de wolkenkrabber en het entreegebouw dat de Grossmarkthalle met de wolkenkrabber zal verbinden, iets naar het westen verschoven. Ten tweede zijn de voorziene functies van de Grossmarkthalle gereorganiseerd op basis van monumentenbeschermings- en ruimtelijke vereisten. Ten derde is de gevel van de wolkenkrabber energiebesparender gemaakt door verbeterde bescherming tegen zonlicht. Het landschapsonwerp rond het gebouw is eveneens gedefinieerd en bevat een specificatie van het opne-

men van beveiligingsmaatregelen. Tenslotte is de vorm van de bovenkant van de wolkenkrabber gewijzigd. Het nieuwe, schuin aflopende dak verbetert de algehele vorm en duidelijkheid van het gebouw in zijn stedelijke context.

De Stad Frankfurt is in samenwerking met de ECB doorgegaan met het voorbereiden van een juridisch bindend grondgebruiksplan voor het nieuwe kantoorgebouw. In dit kader hebben in de loop van het jaar verschillende besprekingen met de gemeentelijke autoriteiten plaatsgevonden. Het proces voor het indienen van een verzoek voor de bouwvergunningen zal naar verwachting eind oktober 2007 worden afgerond, zoals gepland. Voorzien wordt dat begin 2008 met de bouw zal worden begonnen, en dat de werkzaamheden eind 2011 zullen zijn afgerond.

Tevens komt er een gedenkteken en een voorlichtingsruimte waarin wordt stilgestaan bij de deportatie van Joodse burgers vanuit de Grossmarkthalle. Een *task force*, bestaande uit vertegenwoordigers van de Stad Frankfurt, de Joodse gemeenschap in Frankfurt en de ECB, werkt thans aan het organiseren van een internationale ontwerpwedstrijd voor het gedenkteken en de voorlichtingsruimte. De ontwerpwedstrijd zal naar verwachting in 2007 van start gaan.

### 3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB

De Sociale Dialoog ESCB is een overlegorgaan waarin de ECB en vertegenwoordigers van het personeel van bijna alle centrale banken van het ESCB en Europese vakverenigingen samenkomen.<sup>14</sup> Doel van deze Sociale dialoog is te informeren en van gedachten te wisselen over onderwerpen die van aanzienlijke invloed zijn op de werkgelegenheidssituatie bij de centrale banken van het ESCB.

In juni en december 2006 werden bijeenkomsten van de Sociale Dialoog binnen het ESCB gehouden. Naast onderwerpen verband houdend met de bankbiljettenproductie en -omloop, betalingssystemen (TARGET2) en financieel toezicht, zaken die regelmatig door de Sociale Dialoog worden besproken, gingen de besprekingen over de implementatie van maatregelen betreffende de missie, de strategische oogmerken en organisatorische beginselen van het Eurosysteem en de implicaties daarvan voor het dagelijkse werk van de medewerkers van het Eurosysteem. De werknemersvertegenwoordigers werden tevens geïnformeerd over de werkzaamheden die door de HRC werden verricht.

De ECB ging door met het uitbrengen van een halfjaarlijkse nieuwsbrief om werknemersvertegenwoordigers te informeren omtrent de laatste ontwikkelingen met betrekking tot de bovengenoemde onderwerpen.

Tijdens de decembervergadering werden aanvullende middelen ter bevordering van de Sociale Dialoog binnen het ESCB besproken, en een overeenkomst daarover werd bereikt tussen de ECB en de Europese vakverenigingen. Er werd een mechanisme vastgesteld door middel waarvan personeelsvertegenwoordigers in een vroeg stadium worden ingelicht over voor de Sociale Dialoog relevante zaken die op de agenda van de Raad van Bestuur staan.

Op uitnodiging van de vakverenigingen heeft de ECB tevens deelgenomen aan twee seminars over arbeidsverhoudingen en ondernemingscultuur, die voornamelijk waren gericht op personeelsvertegenwoordigers van de NCB's van de

lidstaten die in mei 2004 en in januari 2007 tot de EU zijn toegetreden.

<sup>14</sup> Het Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), UNI-Finance en de European Federation of Public Services Unions.

## 4 JAARREKENING VAN DE ECB

# MANAGEMENTVERSLAG VOOR HET JAAR 2006

## 1 AARD VAN DE WERKZAAMHEDEN

De werkzaamheden van de ECB in 2005 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). Daarnaast wordt in het Voorwoord van de President in het Jaarverslag een overzicht van deze doelstellingen gegeven.

## 3 BELANGRIJKSTE MIDDELEN, RISICO'S EN PROCESSEN

### GOVERNANCE VAN DE ECB

Informatie met betrekking tot de governance van de ECB wordt verschaft in Hoofdstuk 8.

### LEDEN VAN DE DIRECTIE

De leden van de Directie worden benoemd uit personen met een erkende reputatie en beroepservaring op monetair of bancair gebied in onderlinge overeenstemming door de regeringen van de lidstaten op het niveau van de staatshoofden en regeringsleiders op aanbeveling van de EU-Raad, die het Europees Parlement en de Raad van Bestuur van de ECB vooraf heeft geraadpleegd.

De voorwaarden ten aanzien van het arbeidsverband van de leden worden door de Raad van Bestuur vastgesteld op voorstel van een Commissie bestaande uit drie door de Raad van Bestuur benoemde leden en drie door de EU-Raad benoemde leden.

### PERSONEELSLEDEN

Het gemiddeld aantal personeelsleden (*full-time equivalent*) werkzaam bij de ECB op permanente contracten of contracten met vaste looptijd steeg van 1.331 in 2005 tot 1.360 in 2006.

Aan het eind van dat jaar waren 1.367 personeelsleden werkzaam. Voor nadere details, zie de "Toelichting op de winst- en verliesrekening" en Hoofdstuk 8, Paragraaf 2, waar eveneens de humanresourcesstrategie van de ECB wordt beschreven.

### BELEGGINGSACTIVITEITEN EN RISICOBEEHER

De externe reserves van de ECB bestaan uit de externe reserves die door de nationale centrale banken van het Eurosysteem zijn overgedragen aan de ECB overeenkomstig de bepalingen van Artikel 30 van de Statuten van het ESCB en van de Europese Centrale Bank, en uit de daarop genoten inkomsten. Het doel ervan is financiering van de transacties van de ECB op de valutamarkt voor de in het Verdrag uiteengezette doelstellingen.

De eigen-middelenportefeuille van de ECB weerspiegelt de belegging van haar volgestorte kapitaal, de tegenpost van de voorziening voor wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's, het algemeen reservefonds en de in het verleden op deze portefeuille opgebouwde inkomsten. Het doel ervan is de ECB te voorzien van inkomsten die bijdragen aan dekking van haar beheerkosten.

De beleggingsactiviteiten van de ECB en haar beheer van de daaraan verbonden risico's worden gedetailleerder beschreven in Hoofdstuk 2.

### HET BEGROTINGSPROCES

Het Begrotingscomité, dat bestaat uit deskundigen van de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, levert een sleutelbijdrage aan het proces van financiële governance van de ECB. Overeenkomstig Artikel 15 van het Reglement van Orde, ondersteunt het Begrotingscomité de Raad van Bestuur door een gedetailleerde evaluatie te geven van de jaarlijkse begrotingsvoorstellen van de ECB en verzoeken om aanvullende begrotingsfinanciering door de Directie, voorafgaand aan hun indiening aan de Raad van Bestuur voor goedkeuring. De uitgaven krachtens de goedgekeurde begroting wor-



den regelmatig bekeken door de Directie, die daarbij rekening houdt met het advies van de interne controlefunctie van de ECB, en door de Raad van Bestuur, die daarbij wordt bijgestaan door het Begrotingscomité.

#### **4 HET FINANCIËLE RESULTAAT**

##### **FINANCIËLE REKENINGEN**

Op grond van Artikel 26.2 van de Statuten van het ESCB, wordt de Jaarrekening van de ECB door de Directie opgesteld in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgestelde grondslagen. De Jaarrekening wordt door de Raad van Bestuur vastgesteld en vervolgens gepubliceerd.

##### **VOORZIENING VOOR WISSELKOERS-, RENTE- EN GOUDPRIJSRISICO'S**

Aangezien de meeste van de activa en passiva van de ECB periodiek worden geherwaardeerd tegen de dan geldende marktwisselkoersen en effectenprijzen, is de winstgevendheid van de ECB sterk afhankelijk van wisselkoersrisico's en, in mindere mate, van renterisico's. Deze risico's vloeien voornamelijk voort uit de in Amerikaanse dollar, Japanse yen en goud aangehouden deviezenreserves van het Eurosysteem, die voor het grootste deel zijn belegd in rentedragende instrumenten.

In 2005 heeft de Raad van Bestuur, gezien de grote risico's waaraan de ECB in dezen blootstaat en gezien de omvang van haar herwaarderingsrekeningen, besloten een voorziening op te zetten tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's. Dientengevolge is per 31 december 2005 een bedrag van €992 miljoen onder deze provisie opgenomen. Per 31 december 2006 is een additioneel bedrag van €1.379 miljoen onder deze post opgenomen, waardoor de omvang ervan steeg tot €2.371 en de netto winst voor het jaar, net als in 2005, tot precies nul werd gereduceerd.

Deze voorziening zal worden gebruikt ter dekking van gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet worden gedekt door de herwaarderingsrekeningen. De omvang en verdere benodigdheid van deze voorziening zal jaarlijks worden herbezien.

##### **FINANCIËEL RESULTAAT VOOR 2006**

Zou de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's in 2006 niet zijn verhoogd, dan zou de ECB een netto winst van €1.379 miljoen hebben geboekt.

In 2006 leidde de appreciatie van de euro ten opzichte van de Japanse yen tot afschrijvingen van de eurowaarde van de door de ECB aangehouden in yen luidende activa van rond €0,6 miljard, die in de winst- en verliesrekening als last zijn opgenomen.

In 2006 stegen de netto rentebaten tot €1.972 miljoen, van €1.270 miljoen in 2005, voornamelijk ten gevolge van (a) een stijging van het aantal eurobankbiljetten in omloop en van het marginale rentetarief voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem, dat bepalend is voor de rentevergoeding die de ECB ontvangt op haar deel van de eurobankbiljetten in het Eurosysteem, en (b) een stijging van de rente in Amerikaanse dollar.

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties stegen van €149 miljoen in 2005 tot €475 miljoen in 2006. De depreciatie van de euro ten opzichte van goud, in samenhang met de toegenomen volumes van goudverkopen in 2006, resulteerde in hogere gerealiseerde winsten. Deze verkopen werden uitgevoerd in overeenstemming met de Central Bank Gold Agreement (Goudakkoord tussen Centrale Banken) van 27 september 2004, waarbij de ECB zich heeft aangesloten.

De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van depreciatie, stegen van €348 miljoen in 2005 tot €361 miljoen in 2006.

De personeelskosten stegen voornamelijk ten gevolge van een toename van het gemiddelde aantal gedurende het jaar werkzame personeelsleden en gestegen pensioenkosten in 2006. De emolumenten van de leden van de Directie bedroegen in totaal €2,2 miljoen (2005: €2,1 miljoen).



## BALANS PER 31 DECEMBER 2006

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2006 €	2005 €
<b>Goud en goudvorderingen</b>	<b>1</b>	<b>9.929.865.976</b>	<b>10.064.527.857</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>2</b>		
Vorderingen op het IMF		414.768.308	170.162.349
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		29.313.377.277	31.062.557.242
		<b>29.728.145.585</b>	<b>31.232.719.591</b>
<b>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>2</b>	<b>2.773.828.417</b>	<b>2.908.815.389</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>3</b>		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		4.193.677	13.416.711
<b>Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>4</b>	<b>33.914</b>	<b>25.000</b>
<b>Vorderingen binnen het Eurosysteem</b>	<b>5</b>		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		50.259.459.435	45.216.783.810
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		3.545.868.495	5.147.038.409
		<b>53.805.327.930</b>	<b>50.363.822.219</b>
<b>Overige activa</b>	<b>6</b>		
Materiële vaste activa		175.180.989	175.237.902
Overige financiële activa		8.220.270.389	6.888.490.580
Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten		29.518.315	0
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		1.094.509.354	679.603.366
Diversen		5.580.697	4.397.807
		<b>9.525.059.744</b>	<b>7.747.729.655</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>105.766.455.243</b>	<b>102.331.056.422</b>

PASSIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2006 €	2005 €
<b>Bankbiljetten in omloop</b>	<b>7</b>	<b>50.259.459.435</b>	<b>45.216.783.810</b>
<b>Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>8</b>	<b>1.065.000.000</b>	<b>1.050.000.000</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>9</b>	<b>105.121.522</b>	<b>649.304.896</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10</b>		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		<b>330.955.249</b>	<b>855.933.000</b>
<b>Verplichtingen binnen het Eurosysteem</b>	<b>11</b>		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		<b>39.782.265.622</b>	<b>39.782.265.622</b>
<b>Overige passiva</b>	<b>12</b>		
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		1.262.820.884	919.344.079
Diversen		899.170.800	632.012.224
		<b>2.161.991.684</b>	<b>1.551.356.303</b>
<b>Voorzieningen</b>	<b>13</b>	<b>2.393.938.510</b>	<b>1.027.507.143</b>
<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>14</b>	<b>5.578.445.671</b>	<b>8.108.628.098</b>
<b>Kapitaal en reserves</b>	<b>15</b>		
Kapitaal		<b>4.089.277.550</b>	<b>4.089.277.550</b>
<b>Winst over het jaar</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>105.766.455.243</b>	<b>102.331.056.422</b>

## WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2006

	ZIE TOELICHTING ONDER	2006 €	2005 €
Rentebaten uit externe reserves		1.318.243.236	889.408.789
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		1.318.852.000	868.451.848
Overige rentebaten		2.761.697.060	1.794.267.421
<i>Rentebaten</i>		<i>5.398.792.296</i>	<i>3.552.128.058</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves		(965.331.593)	(710.160.404)
Overige rentelasten		(2.461.625.254)	(1.572.338.709)
<i>Rentelasten</i>		<i>(3.426.956.847)</i>	<i>(2.282.499.113)</i>
<b>Netto rentebaten</b>	<b>20</b>	<b>1.971.835.449</b>	<b>1.269.628.945</b>
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	<b>21</b>	475.380.708	149.369.135
Afwaarderingen van financiële activa en posities	<b>22</b>	(718.467.508)	(97.494.081)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoers- en prijsrisico's		(1.379.351.719)	(992.043.443)
<b>Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's</b>		<b>(1.622.438.519)</b>	<b>(940.168.389)</b>
<b>Netto lasten uit provisies en commissies</b>	<b>23</b>	<b>(546.480)</b>	<b>(182.373)</b>
<b>Baten uit aandelen en deelnemingen</b>	<b>24</b>	<b>911.866</b>	<b>853.403</b>
<b>Overige baten</b>	<b>25</b>	<b>11.407.583</b>	<b>17.428.558</b>
<b>Totaal netto baten</b>		<b>361.169.899</b>	<b>347.560.144</b>
Personeelskosten	<b>26</b>	(160.847.043)	(153.048.314)
Beheerkosten	<b>27</b>	(166.426.595)	(158.457.219)
Afschrijving van materiële vaste activa		(29.162.141)	(31.888.637)
Productiekosten bankbiljetten	<b>28</b>	(4.734.120)	(4.165.974)
<b>Winst over het jaar</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Frankfurt am Main, 27 februari 2007

EUROPESE CENTRALE BANK

Jean-Claude Trichet  
President



# GRONDSLAGEN VOOR DE OPSTELLING VAN DE JAARREKENING<sup>1</sup>

## VORM EN PRESENTATIE VAN DE JAARREKENING

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de grootte en samenstelling van het vermogen van de ECB en van de resultaten van haar bedrijf. De jaarrekening is opgesteld conform de onderstaand uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, die door de Raad van Bestuur passend worden geacht voor een centrale bank.<sup>2</sup>

## GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periodoerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

## OPNAME VAN ACTIVA EN PASSIVA

Een activum of passivum wordt alleen in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat enig met dit activum of passivum verband houdend toekomstig economisch voordeel naar of van de ECB zal vloeien, zo goed als alle met dit activum of passivum verband houdende risico's en beloningen aan de ECB zijn overgedragen, en de kosten of waarde van het activum of het bedrag van de verplichting op betrouwbare wijze kan worden gemeten.

## WAARDERINGSGRONDSLAGEN

De activa en passiva worden opgenomen tegen historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren, goud en alle andere in de balans opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde. Transacties in financiële activa en passiva worden in de jaarrekening verantwoord op basis van het moment waarop zij worden afgewikkeld.

Met ingang van 1 januari 2007 is de grondslag waarop deviezentransacties, financiële instrumenten luidende in vreemde valuta en daarmee verband houdende overlopende posten in de rekeningen van de centrale banken van het Euro-systeem worden opgenomen, gewijzigd. Vroegere toepassing was toegestaan, en de ECB heeft de wijziging per 1 oktober 2006 ingevoerd, met de volgende effecten: met uitzondering van waardepapieren, worden de transacties nu in niet in de balans opgenomen rekeningen opgenomen op de transactiedatum. Op de valutadatum worden de niet in de balans opgenomen posten teruggeboekt en worden de transacties in de balans geboekt. Aankopen en verkopen van deviezen zijn van invloed op de netto deviezenpositie op de transactiedatum, in plaats van, zoals tot nu toe het geval is geweest, op de constante valutadatum, en gerealiseerde resultaten uit verkopen worden eveneens op de transactiedatum berekend. Opgebouwde rente, premies en verdisconteringen in verband met financiële instrumenten luidende in vreemde valuta worden dagelijks berekend en geboekt, en de deviezenpositie wordt eveneens dagelijks beïnvloed door deze overlopende posten in plaats van alleen te veranderen wanneer de rentestromen daadwerkelijk plaatsvinden, zoals voorheen het geval was. Toepassing van deze wijziging in de grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening met terugwerkende kracht naar eerdere perioden is niet doenlijk.

## 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 marktkoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de boekingsdatum van de transactie geldende markt-

- 1 De gedetailleerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in Besluit ECB/2002/11, Pb L 58, 3.3.2003, blz. 38, zoals gewijzigd. Met ingang van 1 januari 2007 is dit Besluit ingetrokken en vervangen door Besluit ECB/2006/17, Pb L 348, 11.12.2006, blz. 38.
- 2 Deze grondslagen volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financiële administratie en verslaglegging van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

koers. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de per de jaarultimo geldende marktprijs. Er wordt voor goud geen onderscheid gemaakt tussen prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per *fine ounce*, die voor het jaar 2006 is afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 29 december 2006.

#### **WAARDEPAPIEREN**

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs per de balansdatum per waardepapier. Voor het jaar 2006 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 29 december 2006 gebruikt. Niet-verhandelbare waardepapieren worden gewaardeerd tegen kostprijs.

#### **RESULTAATBEPALING**

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van deviezen, goud en waardepapieren worden in de Winst- en verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde prijs van het desbetreffende activum.

Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Ongerealiseerde verliezen worden ten laste van het resultaat gebracht voorzover zij eerdere ongerealiseerde herwaarderingswinsten, zoals opgenomen in de desbetreffende herwaarde-

ringsrekening, te boven gaan. Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren, valuta's of aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten uit andere waardepapieren, valuta's of goud. Bij een ongerealiseerd verlies op een post per de jaarultimo wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers en/of de marktprijs per de jaarultimo.

Agio's of disagio's bij aangekochte waardepapieren worden weergegeven als een deel van de rentebaten en worden afgeschreven over de resterende looptijd van de activa.

#### **TRANSACTIES MET WEDERINKOOPVERPLICHTING**

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht tegen onderpand.

Bij een repo-overeenkomst worden waardepapieren verkocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs van de tegenpartij terug te kopen. Repo-overeenkomsten worden aan de passiefzijde van de balans opgenomen als inkomende deposito's tegen onderpand en leiden tevens tot een rentelast in de winst- en verliesrekening. Waardepapieren die krachtens een dergelijke overeenkomst worden verkocht blijven op de balans van de ECB.

Bij een repo-overeenkomst met wederinkoopverplichting worden waardepapieren gekocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting worden aan de actiefzijde van de balans opgenomen als leningen tegen onderpand maar worden niet tot de door de ECB aangehouden waardepapieren gerekend. Zij leiden tot rentebaten in de winst- en verliesrekening.

Transacties met wederinkoopverplichting (waaronder effectenleningstransacties), die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties worden alleen op de balans geboekt indien gedurende de volledige looptijd van de transactie liquide onderpand is verschaft aan de ECB. In 2006 heeft de ECB geen liquide onderpand over de looptijd van dergelijke transacties ontvangen.

### **NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN**

Deviezeninstrumenten, te weten deviezeninstrumentstransacties, termijnonderdelen van deviezenwaps 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 wordt gebaseerd op een algemeen aanvaarde waarderingmethode die gebruik maakt van waarneembare marktcoersen en van de disconteringsfactoren vanaf de valutadatum tot de waarderingdatum.

### **GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM**

Activa en passiva worden aangepast rekening houdend met gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Raad van Bestuur van de ECB de jaarrekening vaststelt, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

### **POSITIES BINNEN HET ESCB EN BINNEN HET EUROSISTEEM**

Transacties binnen het ESCB zijn grensoverschrijdende transacties tussen twee centrale banken van de EU. Deze transacties worden hoofdzakelijk verwerkt via TARGET – het “Trans-European Automated Real-time Gross

settlement Express Transfer”-systeem (zie Hoofdstuk 2) – en leiden tot bilaterale saldi op rekeningen tussen die centrale banken in de EU die zijn aangesloten op TARGET. Deze bilaterale saldi worden dagelijks aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB.

Saldi binnen het ESCB die door de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB worden aangehouden (behoudens het kapitaal van de ECB en posities uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB) worden beschouwd als vorderingen of verplichtingen binnen het Eurosysteem en worden in de balans van de ECB opgenomen als één enkele actief- of passiefpost.

Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkele actiefpost opgenomen onder “Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Voor zover de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied (Danmarks Nationalbank en de Bank of England) saldi binnen het ESCB aanhouden ten opzichte van de ECB, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”. Op 31 december 2006 heeft Sveriges Riksbank haar deelname aan TARGET beëindigd.

### **VASTE ACTIVA**

Vaste activa, met uitzondering van grond, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. Grond wordt gewaardeerd tegen kostprijs. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode, vanaf het kwartaal volgend op de aanschaffing en gedurende de

verwachte economische levensduur van het desbetreffende activum, te weten:

Computers en aanverwante hard- en software, en motorvoertuigen	4 jaar
Inventaris, meubilair en installaties	10 jaar
Gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten	25 jaar
Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000	Worden afgeboekt in het jaar van aanschaf

De afschrijvingsperiode voor gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande kantoorgebouwen van de ECB is verkort, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel afgeschreven zijn voordat de ECB naar haar nieuwe locatie verhuist.

#### **PENSIOENREGELING VAN DE ECB EN ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND**

De ECB beheert een toegezegd-pensioenstelsel (*defined benefit scheme*) voor haar personeel. Dit stelsel wordt gefinancierd middels activa die in een lange-termijfonds voor personeelsvoorzieningen worden aangehouden.

#### **BALANS**

De verplichting die in de balans wordt opgenomen met betrekking tot het toegezegd-pensioenstelsel is de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting op de balansdatum *minus* de reële waarde van de fondsbeleggingen die worden gebruikt om de verplichtingen te financieren, aangepast voor niet-opgenomen actuariële winsten of verliezen.

De toegezegd-pensioenverplichting wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend volgens de geprojecteerd-pensioenwaarderingmethode (*projected unit credit method*). De contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting wordt bepaald door de geschatte toekomstige kasstromen te verdisconteren, daarbij gebruik makend van de rentetarieven van in euro luidende bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit die soortgelijke looptijden hebben als de

termijn van de daarmee verband houdende pensioenverplichting.

Actuariële winsten of verliezen kunnen voortvloeien uit ervaringsaanpassingen (waarbij de werkelijke uitkomsten verschillen van de eerder gehanteerde actuariële aannames) en veranderingen in de actuariële aannames.

#### **WINST- EN VERLIESREKENING**

Het netto bedrag dat als last in de winst- en verliesrekening wordt opgenomen bestaat uit:

- de toegerekende pensioenkosten van de gedurende het jaar opgebouwde verplichtingen;
- de rente tegen de disconteringsvoet op de toegezegd-pensioenverplichting;
- het verwachte rendement op de fondsbeleggingen; en
- de actuariële winsten en verliezen die in de winst- en verliesrekening worden opgenomen, met gebruikmaking van een “10%-bandbreedte”.

#### **DE “10%-BANDBREEDTE”-BENADERING**

De netto cumulatieve niet-opgenomen actuariële winsten en verliezen die uitstijgen boven de grootste van (a) 10% van de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting en (b) 10% van de reële waarde van de fondsbeleggingen, zullen worden afgeschreven over de verwachte gemiddelde resterende werklevens van de deelnemende personeelsleden.

#### **PENSIOENEN VAN LEDEN VAN DE DIRECTIE EN OVERIGE VERPLICHTINGEN NA PENSIONERING**

Voor de pensioenen van leden van de Directie en voor arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel bestaan niet-gefinancierde regelingen. De verwachte kosten van deze verplichtingen worden opgebouwd gedurende de verschillende ambtstermijnen/dienstverbanden

van de leden van de Directie en de personeelsleden, waarbij gebruik gemaakt wordt van een accounting-benadering die overeenkomt met die van toegezegd-pensioenstelsels. Actuariële winsten en verliezen worden op dezelfde wijze als hierboven beschreven toegerekend.

De waarde van deze verplichtingen wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen vastgesteld zodat de toepasselijke verplichting in de jaarrekening kan worden opgenomen.

### **BANKBIJETTEN IN OMLOOP**

De ECB en de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven bankbiljetten uit.<sup>3</sup> De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.<sup>4</sup>

De ECB heeft toegedeeld gekregen een deel ter grootte van 8% van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, hetgeen wordt verantwoord onder de passiefpost op de balans "Bankbiljetten in omloop". Het ECB-deel van de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten staat tegenover de vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn,<sup>5</sup> worden vermeld onder de sub-post "Vorderingen binnen het Eurosysteem: Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem" (zie onder "Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening"). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de post "Netto rentebaten". Tot 2005 zijn deze baten apart verdeeld onder de nationale centrale banken in de vorm van een tussentijdse verdeling aan het einde van elk kwartaal.<sup>6</sup> De Raad van Bestuur heeft besloten dat vanaf 2006 deze baten aan de nationale centrale banken verschuldigd zijn in het financiële jaar waarin zij worden opgebouwd, maar dat zij op de tweede werkdag van het daarop volgende jaar zullen worden verdeeld.<sup>7</sup> Zij worden in hun geheel ver-

deeld tenzij de nettowinst van de ECB over het gehele jaar kleiner is dan haar inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur om overdrachten te maken naar een voorziening voor wisselkoers-, rente- en goudprijzrisico's en om deze baten te verminderen met door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

### **DIVERSEN**

Rekening houdend met de rol van de ECB als centrale bank, is de Directie van de ECB van oordeel dat de publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De EU-Raad heeft, met inachtneming van Artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur, zijn goedkeuring gehecht aan de benoeming van KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tot externe accountant van de ECB voor een periode van vijf jaar tot het einde van het financiële jaar 2007.

3 Besluit van de ECB van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (ECB/2001/15), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 52-54, zoals gewijzigd.

4 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.

5 Besluit ECB/2001/16 van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002, Pb L 337, 20.12.2001, blz. 55-61, zoals gewijzigd.

6 Besluit ECB/2002/9 van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde bankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten, Pb L 323, 28.11.2002, blz. 49-50.

7 Besluit ECB/2005/11 van 17 november 2005 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde bankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten, Pb L 311, 26.11.2005, blz. 41. Door dit Besluit werd Besluit ECB/2002/9 ingetrokken.

## TOELICHTING OP DE BALANS

### I GOUD EN GOUDVORDERINGEN

Per 31 december 2006 bedraagt de goudvoorraad van de ECB 20,6 miljoen *ounces fine gold* (2005: 23,1 miljoen *ounces*). De daling was het gevolg van goudverkoop in overeenstemming met het Goudakkoord tussen Centrale Banken van 27 september 2004, dat de ECB mede heeft ondertekend. De daling in de waarde in euro van deze voorraad ten gevolge van deze verkoop is gedeeltelijk gecompenseerd door een aanzienlijke stijging van de goudprijs gedurende 2006 (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

### 2 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN EN INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

#### VORDERINGEN OP HET IMF

Deze post omvat de per 31 december 2006 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (*Special Drawing Rights* of SDR's) en is het resultaat van een door de ECB met het Internationale Monetaire 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. Onder SDR wordt begrepen een valutamandje waarvan de waarde wordt bepaald als de gewogen som van de koersen van de vier belangrijkste valuta's (euro, Japanse yen, Britse pond en Amerikaanse dollar). SDR's worden bij de opstelling van de jaarrekening behandeld als in vreemde valuta luidende activa en passiva (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

### TEGOEDEN BIJ BANKEN EN BELEGGINGEN IN WAARDEPAPIEREN, EXTERNE LENINGEN EN OVERIGE EXTERNE ACTIVA VORDERINGEN OP INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

Deze vorderingen bestaan uit tegoeden bij banken, leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen, en wel als volgt:

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2006 €	2005 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	1.388.630.590	5.149.756.962	(3.761.126.372)
Geldmarkt-deposito's	1.352.326.756	1.182.580.317	169.746.439
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	330.983.321	1.306.216.228	(975.232.907)
Beleggingen in waardepapieren	26.241.436.610	23.424.003.735	2.817.432.875
Totaal	29.313.377.277	31.062.557.242	(1.749.179.965)

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2006 €	2005 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	18.535	25.019	(6.484)
Geldmarkt-deposito's	2.621.949.594	2.908.790.370	(286.840.776)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	151.860.288	0	151.860.288
Totaal	2.773.828.417	2.908.815.389	(134.986.972)

De daling van deze posities in 2005 is voornamelijk het gevolg van de depreciatie van de Amerikaanse dollar en, in mindere mate, van die van de Japanse yen ten opzichte van de euro (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).



De netto door de ECB aangehouden deviezen<sup>8</sup> in Amerikaanse dollar en Japanse yen waren per 31 december 2006 als volgt:

	(miljoen valuta-eenheden)
Amerikaanse dollars	35.000
Japanse yen	856.308

### 3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2006 bestond deze vordering uit bancaire deposito's bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

### 4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIETINSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2006 bestond deze vordering uit bancaire deposito's bij ingezetenen van het eurogebied.

### 5 VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

#### VORDERINGEN UIT HOOFDE VAN DE TOEDELINGEN VAN EUROBANKBIJETTEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Euro-systeem (zie onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

#### OVERIGE VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM (NETTO)

Deze post bestaat uit de TARGET-saldi van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB en uit verschuldigde bedragen uit hoofde van de tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Per 31 december 2005 was een bedrag

van €634 miljoen verschuldigd door de nationale centrale banken van het eurogebied in verband met tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Dit vertegenwoordigde de tussentijdse verdelingen van dergelijke inkomsten aan de nationale centrale banken van het eurogebied voor de eerste drie kwartalen van het jaar, die daarna werden teruggevorderd. Dergelijke tussentijdse verdelingen hebben sinds 2006 niet meer plaatsgevonden (zie onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening" en onder 20, "Netto rentebaten").

	2006 €	2005 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	83.764.470.700	75.906.443.905
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	(80.218.602.205)	(71.393.877.603)
Netto TARGET-positie	3.545.868.495	4.512.566.302
Te vorderen van/(Verschuldigd aan) nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de tussentijdse verdeling van de door de ECB uit bankbiljetten ontvangen inkomsten	0	634.472.107
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	3.545.868.495	5.147.038.409

8 De netto activa luidende in de respectieve vreemde valuta die vallen onder de herwaardering van deviezen. Deze worden opgenomen onder de kopjes "Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten", "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta" en "Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten", waarbij tevens rekening wordt gehouden met deviezen-termijntransacties en deviezen-swaps onder de niet in de balans opgenomen posten. De effecten van de koersherwaarderingswinsten op waardepapieren luidende in vreemde valuta vallen hier buiten.



## 6 OVERIGE ACTIVA

### MATERIËLE VASTE ACTIVA

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2006 de volgende posten:

	2006 €	2005 €	Mutatie €
<b>Kosten</b>			
Land en gebouwen	160.272.602	158.681.104	1.591.498
Computerhardware en -software	157.573.338	147.880.213	9.693.125
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	26.670.476	26.238.407	432.069
Activa in aanbouw	28.790.200	11.576.491	17.213.709
Overige vaste activa	1.232.143	1.126.210	105.933
<b>Total kosten</b>	<b>374.538.759</b>	<b>345.502.425</b>	<b>29.036.334</b>
<b>Geaccumuleerde afschrijving</b>			
Land en gebouwen	(39.696.727)	(29.694.172)	(10.002.555)
Computerhardware en -software	(135.057.096)	(117.129.048)	(17.928.048)
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	(24.471.251)	(23.308.719)	(1.162.532)
Overige vaste activa	(132.696)	(132.584)	(112)
<b>Totale geaccumuleerde afschrijving</b>	<b>(199.357.770)</b>	<b>(170.264.523)</b>	<b>(29.093.247)</b>
<b>Netto boekwaarde</b>	<b>175.180.989</b>	<b>175.237.902</b>	<b>(56.913)</b>

De stijging van “Land en gebouwen” tegen kostprijs is voornamelijk het gevolg van de in december 2006 gedane aankoop van een nieuwe officiële residentie voor Presidenten van de ECB. De oorspronkelijke residentie, aangekocht in 2001, is in januari 2007 verkocht.

De stijging van de categorie “Activa in aanbouw” houdt voornamelijk verband met voorbereidingswerkzaamheden op het terrein van het nieuwe hoofdkantoor van de ECB. Overdrachten uit deze categorie naar de desbetreffende

vaste-activa-onderverdelingen worden uitgevoerd wanneer de activa eenmaal in gebruik zijn.

### OVERIGE FINANCIËLE ACTIVA

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2006 €	2005 €	Mutatie €
Waardepapieren luidende in euro	7.303.413.758	5.710.256.343	1.593.157.415
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro	874.669.464	1.136.043.600	(261.374.136)
Overige financiële activa	42.187.167	42.190.637	(3.470)
<b>Totaal</b>	<b>8.220.270.389</b>	<b>6.888.490.580</b>	<b>1.331.779.809</b>

(a) Waardepapieren luidende in euro en repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro vormen de belegging van de eigen middelen van de ECB (zie tevens onder 12, “Overige passiva”). De stijging van de aangehouden waardepapieren was voornamelijk het gevolg van de belegging in de eigen-middelenportefeuille van de tegenpost van de voorziening van de ECB tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico’s die in 2005 door de ECB is ingesteld.

(b) De ECB houdt 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen aan, die zijn opgenomen tegen de aankoopkosten van €41,8 miljoen.

### HERWAARDERINGSVERSCHILLEN NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deze post bestaat uit waarderingsmutaties in per 31 december 2006 uitstaande deviezen-swaps en termijntransacties (zie onder 19, “Deviezen-swaps en termijntransacties”). Deze verschillen vloeien voort uit de conversie van dergelijke transacties naar euro tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden tegen welke de transacties zijn opgenomen in de rekeningen (zie onder “Goud en in vreemde

valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

## **OVERLOPENDE ACTIVA EN VOORUITBETAALDE KOSTEN**

In 2005 werd de nog te ontvangen rente op de vorderingen van de ECB uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Euro-systeem (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”) op bruto-basis opgenomen onder “Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten” en “Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten”. Deze rente wordt nu op netto-basis opgenomen onder “Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten” om zo beter de economische werkelijkheid te weerspiegelen. Om te kunnen vergelijken is €412.341.791 van de balans van 2005 (opgenomen onder “Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten”) geherclassificeerd naar “Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten”, aldus de balans van deze beide posities dienovereenkomstig verminderend.

Onder deze post is tevens opgenomen de nog te ontvangen rente, met inbegrip van de afschrijving van disagio's, op waardepapieren en andere financiële activa.

## **DIVERSEN**

Deze post omvat een vordering op het Duitse federale Ministerie van Financiën in verband met terugvorderbare belasting toegevoegde waarde en andere betaalde indirecte belastingen. Deze belastingen kunnen worden teruggegeven krachtens de bepalingen van Artikel 3 van het Protocol betreffende de voorrechten en immuniteiten van de Europese Gemeenschappen, dat op grond van Artikel 40 van de Statuten van het ESCB van toepassing is op de ECB.

## **7 BANKBIJETTEN IN OMLOOP**

Deze post bestaat uit het ECB-deel (8%) van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in

“Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

## **8 VERPLICHTINGEN AAN OVERIGE INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO**

Deze post omvat deposito's van leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET-systeem worden verrekend.

## **9 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO**

Deze verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit bij de ECB aangehouden saldi van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, voortvloeiend uit via het TARGET-systeem geleide transacties (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

## **10 VERPLICHTINGEN AAN INGEZETENEN EN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA**

Deze positie bestaat uit repo-overeenkomsten afgesloten met niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezen-reserves van de ECB.

## **11 VERPLICHTINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM**

Deze post omvat de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied voortvloeiend uit de overdracht van externe reserves aan de ECB toen zij zich aansloten bij het Euro-systeem. In 2006 hebben geen aanpassingen plaatsgevonden.

Op deze saldi wordt rente vergoed ter hoogte van de meest recent beschikbare marginale ren-

tevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem, met een correctie vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie onder 20, “Netto rentebaten”).

	Kapitaal- verdeel- sleutel %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
<b>Totaal</b>	<b>71,4908</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 OVERIGE PASSIVA

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit aan nationale centrale banken verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van de overgedragen externe reserves (zie onder 11, “Verplichtingen binnen het Eurosysteem”). In dit saldo zijn eveneens opgenomen: (a) overige overlopende posten, met inbegrip van de afschrijving van couponobligatiepremies, en uitstaande repo-transacties ter waarde van €772 miljoen die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 6, “Overige activa”) en (b) de netto pensioenverplichtingen van de ECB.

### PENSIOENREGELING VAN DE ECB EN ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND

De bedragen die in de balans zijn verwerkt met betrekking tot de pensioenverplichtingen van de ECB (zie “Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het

dienstverband” in de “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”) zijn als volgt:

	2006 € miljoen	2005 € miljoen
Contante waarde van de verplichtingen	258,5	223,5
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(195,3)	(161,2)
Niet opgenomen actuariële winsten/(verliezen)	17,3	6,5
In de balans opgenomen verplichtingen	80,5	68,8

De contante waarde van de verplichtingen omvat niet-gefinancierde verplichtingen ten bedrage van €32,6 miljoen (2005: €30,4 miljoen) die betrekking hebben op de pensioenen van Directieleden en op arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel.

De in de winst- en verliesrekening in 2006 en 2005 opgenomen bedragen met betrekking tot “Toegerekende pensioenkosten”, “Rente op verplichtingen” en “Verwacht rendement op de fondsbeleggingen” zijn als volgt:

	2006 € miljoen	2005 € miljoen
Toegerekende pensioenkosten	27,3	24,6
Rente op verplichtingen	6,8	6,2
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	(6,7)	(5,2)
Netto actuariële (winsten)/verliezen opgenomen in jaar	0	0
Totaal opgenomen in “Personeelskosten”	27,4	25,6

In het kader van de “10%-bandbreedte”-bepaling (zie “Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband” in de “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”), zijn in 2006 in de winst- en verliesrekening geen actuariële winsten opgenomen.

Mutaties in de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting zijn als volgt:

	2006 € miljoen	2005 € miljoen
Beginbedrag toegezegd-pensioenverplichting	223,5	178,5
Pensioenkosten	27,3	24,6
Rentekosten	6,8	6,2
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	10,4	9,3
Overige netto mutaties in de verplichtingen voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	3,7	6,1
Betaalde uitkeringen	(2,6)	(2,2)
Actuariële (winsten)/verliezen	(10,6)	1,0
Eindbedrag toegezegd-pensioenverplichting	258,5	223,5

Mutaties in de reële waarde van de fondsbeleggingen zijn als volgt:

	2006 € miljoen	2005 € miljoen
Beginbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	161,2	120,2
Verwacht rendement	6,7	5,2
Actuariële winsten/(verliezen)	0,2	7,5
Bijdragen gestort door werkgever	15,4	14,7
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	10,3	9,3
Betaalde uitkeringen	(2,2)	(1,8)
Overige netto mutaties in de activa voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	3,7	6,1
Eindbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	195,3	161,2

Bij het opstellen van de waarderingen waarnaar in dit punt van de toelichting wordt gerefereerd, 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 personeelspen-

sioenregeling voortvloeiende verplichtingen, zijn in de tabel hieronder opgenomen. De actuarissen gebruiken het verwachte rendement op de fondsbeleggingen voor het berekenen van de jaarlijkse kostenpost op de winst- en verliesrekening.

	2006 %	2005 %
Disconteringsvoet	4,60	4,10
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	6,00	6,00
Toekomstige salarisverhogingen	2,00	2,00
Toekomstige pensioenverhogingen	2,00	2,00

### 13 VOORZIENINGEN

De Raad van Bestuur, rekening houdend met de grote wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's waaraan de ECB blootstaat en met de omvang van haar herwaarderingsrekeningen, heeft het passend geacht een voorziening op te zetten tegen deze risico's. Dientengevolge is per 31 december 2005 een bedrag van €992 miljoen in deze voorziening opgenomen. Per 31 december 2006 is een additioneel bedrag van €1.379 miljoen daarin opgenomen, hetgeen het totaal deed stijgen tot €2.371 miljoen, hetgeen, als in 2005, resulteerde in een vermindering van de nettowinst tot precies nul.

De voorziening zal worden gebruikt ter dekking van toekomstige gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet door de herwaarderingsrekeningen worden gedekt. De omvang en aanhoudende benodigdheid van deze voorziening wordt jaarlijks herbezien, op grond van de beoordeling door de ECB van haar toekomstige wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's. Deze beoordeling is gebaseerd op algemeen geaccepteerde methoden voor schatting van financiële risico's.

Onder deze post valt tevens een passende voorziening tegen de contractuele verplichting van de ECB om haar huidige kantoorgebouwen in hun oorspronkelijke staat terug te brengen wan-

neer zij deze verlaat en naar haar definitieve locatie verhuist, samen met diverse andere voorzieningen.

#### 14 HERWAARDERINGSREKENINGEN

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsreserves uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa en passiva.

	2006 €	2005 €	Mutatie €
Goud	4.861.575.989	4.362.459.301	499.116.688
Deviezen	701.959.896	3.737.934.137	(3.035.974.241)
Waardepapieren	14.909.786	8.234.660	6.675.126
Totaal	5.578.445.671	8.108.628.098	(2.530.182.427)

De voor de eindejaarserwaarding gebruikte deviezenwisselkoersen waren de volgende:

Wisselkoersen	2006	2005
Amerikaanse dollars per euro	1,3170	1,1797
Japanse yen per euro	156,93	138,90
Euro per SDR	1,1416	1,2099
Euro per fine ounce goud	482,688	434,856

#### 15 KAPITAAL EN RESERVES

##### KAPITAAL

Het geplaatste kapitaal van de ECB is €5,565 miljard. Het volgestorte kapitaal bedraagt €4,089 miljard. De nationale centrale banken van het eurogebied hebben hun deel van het kapitaal volgestort, hetgeen in totaal €3,978 miljard bedraagt (in 2006 hebben geen veranderingen plaatsgevonden), en wel als volgt:<sup>9</sup>

	Kapitaal- verdeel- sleutel %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
<b>Totaal</b>	<b>71,4908</b>	<b>3.978.226.562</b>

Van de 13 nationale centrale banken buiten het eurogebied wordt vereist dat zij 7% van hun geplaatste kapitaal betalen als bijdrage aan de operationele kosten van de ECB. Met inbegrip van de van de tien nieuwe nationale centrale banken buiten het eurogebied ontvangen bedragen, bedroeg deze bijdrage eind 2006 in totaal €111.050.988, onveranderd ten opzichte van 2005. De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB (met inbegrip van inkomsten uit de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem), noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

<sup>9</sup> Individuele bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Totalen in de tabellen van deze paragraaf kunnen door afronding enigszins verschillen.

De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben de volgende bedragen volgestort:

	Kapitaal- verdeelsleutel %	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
<b>Totaal</b>	<b>28,5092</b>	<b>111.050.988</b>

## 16 GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM

### WIJZIGING VAN DE KAPITAALVERDEELSLEUTEL VAN DE ECB

#### ACHTERGROND

Op grond van Artikel 29 van de Statuten van het ESCB worden de aandelen van de nationale centrale banken in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB in gelijke mate gewogen aan de hand van de aandelen van de desbetreffende lidstaten in de totale bevolking van de EU en in het bbp, zoals door de Europese Commissie medege-deeld aan de ECB. Deze wegingen worden om de vijf jaar aangepast, en telkens wanneer nieuwe lidstaten zich aansluiten bij de EU. Op grond van Besluit van de Raad 2003/517/EG van 15 juli 2003 betreffende de statistische gegevens die moeten worden gebruikt voor de aanpassing van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank, zijn op 1 januari 2007, bij de toetreding van Bulgarije en Roemenië als nieuwe lidstaten, de aandelen van de nationale centrale banken in de verdeelsleutel als volgt aangepast:

	Van 1 mei 2004 tot en met 31 december 2006 %	Vanaf 1 januari 2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
<b>Subtotaal voor nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>71,4908</b>	<b>69,5092</b>
Българска народна банка (Bulgaarse Nationale Bank)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
<b>Subtotaal van nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>28,5092</b>	<b>30,4908</b>
<b>Totaal</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### TOETREDING VAN SLOVENIË TOT HET EUROGEBIED

Op grond van Besluit van de Raad 2006/495/EG van 11 juli 2006, genomen in overeenstemming met Artikel 122, lid 2, van het Verdrag, heeft Slovenië op 1 januari 2007 de eenheidsmunt ingevoerd. In overeenstemming met Artikel 49.1 van de Statuten van het ESCB en de rechtsin-

strumenten die door de Raad van Bestuur op 30 december 2006<sup>10</sup> zijn aangenomen, heeft de Banka Slovenije per 1 januari 2007 een bedrag van €17.096.556 volgestort, welk bedrag de resterende hoeveelheid van haar inschrijving op het kapitaal van de ECB vormt. Op 2 en 3 januari 2007 heeft de Banka Slovenije, in overeenstemming met Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB, externe reserves aan de ECB overgedragen met een totale waarde die gelijk is aan €191.641.809. Het totale overgedragen bedrag werd bepaald door de eurowaarde van de reeds aan de ECB overgedragen externe reserves te vermenigvuldigen, tegen de op 29 december 2006 geldende wisselkoers, met de ratio tussen het aantal door de Banka Slovenije ingeschreven aandelen en het aantal reeds door de andere nationale centrale banken zonder derogatie volgestorte aandelen. Deze externe reserves bestonden uit bedragen in Amerikaanse dollar in de vorm van contant geld, en goud, in proporties van respectievelijk 85 en 15.

De Banka Slovenije werd gecrediteerd met een vordering ten aanzien van het volgestorte kapitaal en de externe reserves die gelijk is aan de overgedragen bedragen. Deze zal worden behandeld op identieke wijze als de bestaande vorderingen van de andere deelnemende nationale centrale banken (zie onder 11, "Verplichtingen binnen het Eurosysteem").

## EFFECT VAN DE VERANDERINGEN

### KAPITAAL VAN DE ECB

De uitbreiding van de Europese Unie door middel van de toetreding van Bulgarije en Roemenië en de daarmee gepaard gaande wijziging in het geplaatste kapitaal en de verdeelsleutel van de ECB, samen met de toetreding van Slovenië tot het eurogebied, hebben geleid tot een stijging van €37.858.680 in het volgestorte kapitaal van de ECB.

### VORDERINGEN VAN DE NATIONALE CENTRALE BANKEN GELIJK AAN DE AAN DE ECB OVERGEDRAGEN EXTERNE RESERVES

Door de wijziging in de wegingen van de nationale centrale banken in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB en door de overdracht van externe reserves door de Banka Slovenije, zijn de vorderingen van de nationale centrale banken met €259.568.376 gestegen.

## NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

### 17 GEAUTOMATISEERD PROGRAMMA VOOR EFFECTENLENINGSTRANSACTIES

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen heeft de ECB een overeenkomst gesloten voor een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, waarbij een daarvoor aangestelde persoon of instelling namens de ECB effectenleningstransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe als geschikt aangegeven tegenpartijen. Per 31 december 2006 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting uit met een waarde van €2,2 miljard (2005: €0,9 miljard) (zie "Transacties met wederinkoopverplichting" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

### 18 RENTEFUTURES

In 2006 zijn deviezenrentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves en de eigen middelen van de ECB. Per 31 december 2006 liepen de volgende transacties:

<sup>10</sup> Besluit ECB/2006/30 van 30 december 2006 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door Banka Slovenije, Pb L 24, 31.1.2007, blz. 17; Overeenkomst van 30 december 2006 tussen de Europese Centrale Bank en Banka Slovenije betreffende de door de Europese Centrale Bank krachtens artikel 30, lid 3 van de statuten van het Europees Stelsel van centrale banken en van de Europese Centrale Bank aan de Banka Slovenije toegekende vordering, Pb C 17, 25.1.2007, blz. 26.



Deviezenrentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	9.192.862.566
Verkopen	367.444.345

Eurorentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	40.000.000
Verkopen	147.500.000

### 19 DEVIEZENSWAPS EN TERMIJNTRANSACTIES

Per 31 december 2006 stonden vorderingen uit hoofde van deviezenswaps en termijntransacties ten bedrage van €207 miljoen en verplichtingen ten bedrage van €204 uit. Deze transacties zijn verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

## TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING

### 20 NETTO RENTEBATEN

#### RENTEBATEN UIT EXTERNE RESERVES

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de in vreemde valuta luidende activa en passiva, en is als volgt verdeeld:

	2006 €	2005 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	15.399.229	7.519.063	7.880.166
Baten uit geldmarkt-deposito's	195.694.549	124.214.410	71.480.139
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	201.042.718	153.568.329	47.474.389
Netto baten uit waardepapieren	934.077.489	641.956.243	292.121.246
Netto rentebaten op termijntransacties en swaps in vreemde valuta's	3.853.216	0	3.853.216
<b>Totale rentebaten uit externe reserves</b>	<b>1.350.067.201</b>	<b>927.258.045</b>	<b>422.809.156</b>
Rentelasten op rekeningen-courant	(225.549)	(221.697)	(3.852)
Repo-overeenkomsten	(31.598.416)	(37.562.595)	5.964.179
Netto rentekosten op termijntransacties en swaps in vreemde valuta's	0	(64.964)	64.964
<b>Rentebaten uit externe reserves (netto)</b>	<b>1.318.243.236</b>	<b>889.408.789</b>	<b>428.834.447</b>

De rentebaten zijn gedurende 2006 aanzienlijk gestegen dankzij de stijgende rente op in Amerikaanse dollar luidende activa.

#### RENTEBATEN UIT DE TOEDELING VAN EUROBANKBIJETTEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post bestaat uit de rentebaten van de ECB uit haar deel van de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten. De rente op de vorderingen van de ECB ten aanzien van haar deel van

de bankbiljetten wordt geheven tegen de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Euro-systeem. De stijging van deze baten in 2006 weerspiegelde zowel de algemene stijging van eurobankbiljetten in omloop als de stijgingen van de basis-herfinancieringsrente van de ECB. Deze baten worden verdeeld onder de nationale centrale banken zoals wordt beschreven onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening".

Op basis van het geschatte financiële resultaat van de ECB voor het jaar 2006, heeft de Raad van Bestuur besloten de verdeling van het totaal van deze baten achterwege te laten.

#### REMUNERATIE VAN VORDERINGEN VAN NATIONALE CENTRALE BANKEN IN VERBAND MET OVERGEDRAGEN EXTERNE RESERVES

De rentevergoedingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen op de ECB ter zake van overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB aan de ECB overgedragen externe reserves worden onder deze post vermeld.

#### OVERIGE RENTEBATEN EN OVERIGE RENTELASTEN

Deze posten bestaan hoofdzakelijk uit rentebaten van €2,5 miljard (2005: €1,6 miljard) en rentelasten van €2,4 miljard (2005: €1,5 miljard) ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET-transacties. De rentebaten en -lasten ten aanzien van overige in euro luidende activa en passiva zijn eveneens hier opgenomen.

### 21 GEREALISEERDE WINSTEN/VERLIEZEN UIT FINANCIËLE TRANSACTIES

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties in 2006 waren de volgende:

	2006 €	2005 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde koerswinsten/ (verliezen) op waardepapieren en rentefutures	(103.679.801)	14.854.774	(118.534.575)
Netto gerealiseerde wisselkoers- en goudprijswinsten	579.060.509	134.514.361	444.546.148
Gerealiseerde winsten uit financiële transacties	475.380.708	149.369.135	326.011.573

## 22 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2006 €	2005 €	Mutatie €
Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren	(73.609.623)	(97.487.772)	23.878.149
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen	(644.857.885)	(6.309)	(644.851.576)
Totaal	(718.467.508)	(97.494.081)	(620.973.427)

De wisselkoersverliezen zijn voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de gemiddelde aanschaffingskosten van de door de ECB aangehouden Japanse yen tegen de wisselkoers per de jaarultimo, na de depreciatie van deze valuta ten opzichte van de euro gedurende het jaar.

## 23 NETTO LASTEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2006 €	2005 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies	338.198	473.432	(135.234)
Kosten in verband met provisies en commissies	(884.678)	(655.805)	(228.873)
Netto kosten in verband met provisies en commissies	(546.480)	(182.373)	(364.107)

De baten onder deze post omvatten aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen. De lasten hebben te maken met op rekeningen-courant verschuldigde provisies en provisies in verband met de uitoefening van deviezenrentefutures (zie onder 18, "Rentefutures").

## 24 BATEN UIT AANDELEN EN DEELNEMINGEN

Het op de aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen ontvangen dividend (zie onder 6, "Overige activa") werd voorheen opgenomen onder "Overige baten" (€853.403 in 2005), maar wordt nu onder deze post opgenomen.

## 25 OVERIGE BATEN

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de overdracht van ongebruikte administratieve voorzieningen naar de winst- en verliesrekening.

## 26 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van €133,4 miljoen (2007: €127,4 miljoen). De personeelskosten van €1,0 miljoen die zijn gemaakt in verband met de bouw van het nieuwe kantoorgebouw van de ECB zijn gekapitaliseerd en worden niet onder deze post opgenomen. In 2005 zijn geen personeelskosten gekapitaliseerd.

De toelagen van de Directie bedroegen in totaal €2,2 miljoen (2005: €2,1 miljoen). Aan voormalige leden van de Directie worden voor een periode na het einde van hun ambtsperiode overgangsbetalingen gemaakt. In 2006 bedroegen deze betalingen in totaal €0,3 miljoen (2005: €0,4 miljoen). Gedurende het jaar zijn pensioenbetalingen van €0,1 miljoen gemaakt aan voormalige leden van de Directie of hun nabestaanden (2005: €0,1 miljoen).

De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de toelagen van hoge management-functionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met het beloningssysteem binnen de Europese Gemeenschappen.

Onder deze post is tevens opgenomen een bedrag van €27,4 miljoen (2005: €25,6 miljoen) in verband met het pensioenstelsel van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband (zie onder 12, “Overige passiva”).

Eind 2006 was, op permanente contracten of op contracten met een vaste looptijd, het *full-time equivalent* van 1.367 personeelsleden werkzaam bij de ECB, waarvan 138 in managementfuncties. De verandering in het aantal personeelsleden was in 2006 als volgt:

	2006	2005
Per 1 januari	1.351	1.309
Nieuwe personeelsleden <sup>1)</sup>	55	82
Zelf vertrokken personeelsleden/Afgelopen contracten <sup>2)</sup>	39	40
Per 31 december	1.367	1.351
Gemiddeld aantal personeelsleden	1.360	1.331

1) Deze post omvat tevens de effecten van veranderingen van deeltijds- naar voltijdsarbeidsverbanden.

2) Deze post omvat tevens de effecten van veranderingen van voltijds- naar deeltijdsarbeidsverbanden.

Van het aantal personeelsleden per 31 december 2006 zijn het *full-time equivalent* van 63 personeelsleden (2005: 59) op onbetaald of ouderschapsverlof. Daarnaast was per 31 december 2006 het *full-time equivalent* van 70 personeelsleden (2005: 57) op kortlopende contracten werkzaam bij de ECB om personeelsleden op onbetaald of ouderschapsverlof te vervangen.

De ECB biedt tevens personeelsleden van andere centrale banken van het ESCB de mogelijkheid tijdelijke opdrachten bij de ECB te vervullen. Per 31 december 2006 hebben 61 personeelsleden van het ESCB aan dit programma deelgenomen (2005: 46) en de kosten hiervan zijn onder deze post opgenomen.

## 27 BEHEERKOSTEN

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur en onderhoud van de kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria van adviseurs, en overige diensten en kantooarmiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeel.

## 28 PRODUCTIEKOSTEN BANKBIJETTEN

Deze kosten hielden verband met de kosten van grensoverschrijdende transportatie van eurobankbiljetten tussen nationale centrale banken om tegemoet te komen aan onverwachte schommelingen in de vraag. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

## TOELICHTING OP DE VERDELING VAN WINST/TOEDELING VAN VERLIEZEN

*Deze toelichting maakt geen deel uit van de Jaarrekening van de ECB over het jaar 2006.*

### **INKOMSTEN UIT HET AANDEEL VAN DE ECB IN DE TOTALE WAARDE VAN DE BANKBIJETTEN IN OMLOOP**

In 2005 zijn, na een besluit van de Raad van Bestuur, uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de bankbiljetten in omloop genoten inkomsten ten bedrage van €868 miljoen niet uitgekeerd om te waarborgen dat de totale winstverdeling van de ECB over het jaar de nettojaarwinst niet zou overstijgen. Zo is ook in 2006 een bedrag van €1.319 miljoen niet uitgekeerd. Beide bedragen bestaan geheel uit alle inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop in de betreffende jaren.

### **WINSTVERDELING/DEKING VAN VERLIEZEN**

Krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB, wordt de nettowinst van de ECB in de onderstaande volgorde overgedragen:

- (a) een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag, dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgedragen tot een maximum van 100% van het kapitaal; en
- (b) de resterende nettowinst wordt onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen.

In geval van een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, door de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en tot beloop van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten aan de nationale centrale banken zijn toegedeeld.<sup>1</sup>

In 2006 resulteerde de financiering van de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijs-

risico's ten bedrage van €1.379 miljoen in een reductie van de nettowinst tot precies nul. Dienengevolge hebben, net als in 2005, geen overdrachten naar het algemeen reservefonds of winstverdeling onder de aandeelhouders van de ECB plaatsgevonden. Het was tevens niet nodig een verlies te compenseren.

<sup>1</sup> Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB dient de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken te worden toegedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

### Independent auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2006, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

#### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

#### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.


We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

#### *Opinion*


In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2006 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 Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstette  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP RA SdB  
Dr. Wolfgang Fliess

Vorstand:  
WP SdB  
Dr. Sibylle Barbara Heitler  
WP SdB Klaus Becker  
WP SdB Dr. Frank Effenberger  
WP RA SdB Dr. Bernd Ede,  
Stellv. Sprecher

WP SdB Prof. Dr. Gerd Gels  
WP SdB Erno Gschl  
WP SdB Stefan Held  
WP Dr. Martin Hoyes  
WP Ulrich Maas  
WP SdB  
Prof. Dr. Ralf Nimmermacher,  
Sprecher  
WP SdB Rüdiger Penke  
WP SdB CA  
Dr. Joachim Schneider

WP Bernd Ulrich Schmid  
WP Prof. Dr. Werner Schult  
WP SdB Prof. Dr. Peter Wesner  
WP SdB CPA MSc  
Gottfried Wolkenreiter  
WP SdB Hans Zehnder

Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001  
Stz. Berlin und  
Frankfurt am Main

Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
HRB 14345

Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Berlin, 25000000  
BLZ 10070000  
UST-Num.: DE 136751547

**Deze vertaling van de verklaring van de externe accountant van de ECB wordt door de ECB uitsluitend verschaft ter informatie. Ingeval van enige discrepantie geldt de Engelse versie van KPMG.**

## **Verklaring van de onafhankelijke accountant**

President en Raad van Bestuur  
van de Europese Centrale Bank  
Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd, welke bestaat uit de balans per 31 december 2006, de winst- en verliesrekening per dezelfde datum, en 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 Besluiten betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank. Deze verantwoordelijkheid omvat: het opzetten, implementeren en onderhouden van de interne controle die relevant is voor het opstellen en getrouw weergeven van een jaarrekening die vrij is van opgaven die materieel verkeerd zijn, hetzij ten gevolge van fraude hetzij ten gevolge van fouten; het selecteren en toepassen van passende grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening, en het maken van financieel-administratieve schattingen die in de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

### *Verantwoordelijkheid van de accountant*

Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een oordeel te geven over deze jaarrekening. Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met de "International Standards on Auditing". Deze normen bepalen dat wij moeten voldoen aan ethische vereisten en de controle zo plannen en uitvoeren dat wij redelijke zekerheid verkrijgen over het feit of de jaarrekening vrij is van materiële verkeerde opgaven.

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 verkeerde opgaven 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 desbetreffende 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 desbetreffende entiteit. Een controle omvat tevens de evaluatie van de passendheid van de gehanteerde grondslagen voor opstelling van de jaarrekening en de redelijkheid van de door het management gemaakte financieel-administratieve schattingen, alsook 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 controle-oordeel.

### *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 2006 en van het resultaat voor het jaar 2006 overeenkomstig de beginselen zoals die door de Raad van Bestuur zijn vastgelegd en die worden uiteengezet in Besluiten betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank.

Frankfurt am Main, 27 februari 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer



## 5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2006

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2006	31 DECEMBER 2005
<b>1 Goud en goudvorderingen</b>	<b>176.768</b>	<b>163.881</b>
<b>2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>142.288</b>	<b>154.140</b>
2.1 Vorderingen op het IMF	10.658	16.391
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	131.630	137.749
<b>3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>23.404</b>	<b>23.693</b>
<b>4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>12.292</b>	<b>9.185</b>
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	12.292	9.185
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
<b>5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro</b>	<b>450.541</b>	<b>405.966</b>
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	330.453	315.000
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	120.000	90.017
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	88	949
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	0	0
<b>6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>11.036</b>	<b>3.636</b>
<b>7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>77.614</b>	<b>92.367</b>
<b>8 Overheidsschuld, luidende in euro</b>	<b>39.359</b>	<b>40.113</b>
<b>9 Overige activa</b>	<b>216.728</b>	<b>145.635</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>1.150.030</b>	<b>1.038.616</b>

Door afronding kunnen de totalen/subtotalen enigszins verschillen.

PASSIVA	31 DECEMBER 2006	31 DECEMBER 2005
<b>1 Bankbiljetten in omloop</b>	<b>628.238</b>	<b>565.216</b>
<b>2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro</b>	<b>174.051</b>	<b>155.535</b>
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	173.482	155.283
2.2 Depositofaciliteit	567	252
2.3 Termijndeposito's	0	0
2.4 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	2	0
<b>3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>65</b>	<b>207</b>
<b>4 Uitgegeven schuldbewijzen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>53.374</b>	<b>41.762</b>
5.1 Overheid	45.166	34.189
5.2 Overige verplichtingen	8.208	7.573
<b>6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>16.614</b>	<b>13.224</b>
<b>7 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>89</b>	<b>366</b>
<b>8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>12.621</b>	<b>8.405</b>
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	12.621	8.405
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
<b>9 Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF</b>	<b>5.582</b>	<b>5.920</b>
<b>10 Overige passiva</b>	<b>71.352</b>	<b>67.325</b>
<b>11 Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>121.887</b>	<b>119.094</b>
<b>12 Kapitaal en reserves</b>	<b>66.157</b>	<b>61.562</b>
<b>Totaal passiva</b>	<b>1.150.030</b>	<b>1.038.616</b>



# BIJLAGEN

## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2006 en begin 2007 door de ECB zijn vastgesteld en in het Publicatieblad van de Europese Unie zijn opgenomen. Het Publicatieblad is verkrijgbaar bij het Bureau voor Officiële Publicaties der Euro-

pese Gemeenschappen. Voor een opsomming van alle rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld en die in het Publicatieblad zijn gepubliceerd, wordt verwezen naar het onderdeel “Wettelijk kader” op de website van de ECB (www.ecb.int).

Nummer	Titel	Pb-verwijzing
ECB/2006/1	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 1 februari 2006 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Oostenrijkse Nationalbank	Pb C 34 van 10/02/06, blz. 30
ECB/2006/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 3 februari 2006 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2005/5 van 17 februari 2005 inzake de statistische rapportageverplichtingen van de Europese Centrale Bank en de procedures voor het uitwisselen van statistische gegevens binnen het Europees Stelsel van centrale banken op het gebied van statistieken betreffende overheidsfinanciën	Pb L 40 van 11/02/06, blz. 32
ECB/2006/3	Besluit van de Europese Centrale Bank van 13 maart 2006 tot wijziging van Besluit ECB/2002/11 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank	Pb L 89 van 28/03/06, blz. 56
ECB/2006/4	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 7 april 2006 betreffende beheersdiensten inzake in euro luidende reserves die het Eurosysteem verleent aan centrale banken en landen buiten het eurogebied en aan internationale organisaties	Pb L 107, van 20/04/06, blz. 54
ECB/2006/5	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 13 april 2006 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banque de France	Pb C 98 van 26/04/06, blz. 25
ECB/2006/6	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 april 2006 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2002/7 betreffende de statistische rapportageverplichtingen van de Europese Centrale Bank op het gebied van de financiële rekeningen op kwartaalbasis	Pb L 115 van 28/04/06, blz. 46
ECB/2006/7	Besluit van de Europese Centrale Bank van 19 mei 2006 tot wijziging van Besluit ECB/2001/16 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002 (ECB/2006/7)	Pb L 148 van 02/06/06, blz. 56
	Aanvullende code met ethische criteria voor de leden van de Directie van de Europese Centrale Bank	Pb C 230 van 23/09/06, blz. 46

Nummer	Titel	Pb-verwijzing
ECB/2006/8	Verordening van de Europese Centrale Bank van 14 juni 2006 betreffende de statistische rapportagevereisten ten aanzien van postcheque- en girodiensten die deposito's aantrekken van in het eurogebied ingezetenen, niet-monetaire financiële instellingen	Pb L 184 van 06/07/06, blz. 12
ECB/2006/9	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 14 juli 2006 inzake bepaalde voorbereidingen voor de omschakeling naar de chartale euro en inzake bevoorrading vooraf en verdere bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten en muntstukken buiten het eurogebied	Pb L 207 van 28/07/06, blz. 39
ECB/2006/10	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 24 juli 2006 inzake de inwisseling van bankbiljetten na het onherroepelijk vaststellen van de wisselkoersen in verband met de invoering van de euro	Pb L 215 van 05/08/06, blz. 44
ECB/2006/11	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 3 augustus 2006 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2005/16 van 30 december 2005 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees real-time brutovereenigingssysteem (TARGET)	Pb L 221 van 12/08/06, blz. 17
ECB/2006/12	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 31 augustus 2006 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Euro-systeem	Pb L 352 van 13/12/06, blz. 1
ECB/2006/13	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 6 oktober 2006 betreffende de vaststelling van bepaalde maatregelen om eurobankbiljetten effectiever te beschermen tegen valsemunterij	Pb C 257 van 25/10/06, blz. 16
ECB/2006/14	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 9 oktober 2006 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountants van Banka Slovenije	Pb C 257 van 25/10/06, blz. 19
ECB/2006/15	Verordening van de Europese Centrale Bank van 2 november 2006 met betrekking tot overgangsbepalingen voor de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB na de invoering van de euro in Slovenië	Pb L 306 van 07/11/06, blz. 15
ECB/2006/16	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 10 november 2006 betreffende het juridische kader ten behoeve van de financiële administratie en verslaglegging in het Europees Stelsel van Centrale Banken	Pb L 348 van 11/12/06, blz. 1

Nummer	Titel	Pb-verwijzing
ECB/2006/17	Besluit van de Europese Centrale Bank van 10 november 2006 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank	Pb L 348 van 11/12/06, blz. 38
ECB/2006/18	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 13 november 2006 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banco de España	Pb C 283 van 21/11/06, blz. 16
ECB/2006/19	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 24 november 2006 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2007	Pb L 348 van 11/12/06, blz. 52
ECB/2006/20	Verordening van de Europese Centrale Bank van 14 december 2006 houdende wijziging van Verordening ECB/2001/13 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen	Pb L 2 van 05/01/07, blz. 3
ECB/2006/21	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 december 2006 inzake het procentuele aandeel van de nationale centrale banken in de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 1
ECB/2006/22	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 december 2006 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de volstorting van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 3
ECB/2006/23	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 december 2006 betreffende de modaliteiten en de voorwaarden voor de overdracht van aandelen in het kapitaal van de Europese Centrale Bank tussen de nationale centrale banken en de aanpassing van het gestorte kapitaal	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 5
ECB/2006/24	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 december 2006 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de bijdrage aan het geaccumuleerde eigen vermogen van de Europese Centrale Bank, voor de aanpassing van de vorderingen ter grootte van de overgedragen externe reserves	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 9
ECB/2006/25	Besluit van de Europese Centrale Bank van 15 december 2006 houdende wijziging van Besluit ECB/2001/15 van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 13



Nummer	Titel	Pb-verwijzing
ECB/2006/26	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2006 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de volstorting van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van de niet deelnemende lidstaten	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 15
ECB/2006/27	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 18 december 2006 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2005/5 inzake de statistische rapportageverplichtingen van de Europese Centrale Bank en de procedures voor het uitwisselen van statistische gegevens binnen het Europees Stelsel van centrale banken op het gebied van statistieken betreffende overheidsfinanciën	Pb C 17 van 25/01/07, blz. 1
ECB/2006/28	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 december 2006 betreffende het beheer van de externe reserves van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken en de juridische documentatie voor operaties met betrekking tot dergelijke reserves	Pb C 17 van 25/01/07, blz. 5
	Memorandum van overeenstemming tot wijziging van het memorandum van overeenstemming van de gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur	Pb C 10 van 16/01/07, blz. 6
ECB/2006/29	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 21 december 2006 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Oostenrijkse Nationalbank	Pb C 5 van 10/01/07, blz. 1
ECB/2006/30	Besluit van de Europese Centrale Bank van 30 december 2006 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door Banka Slovenije	Pb L 24 van 31/01/07, blz. 17

## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de adviezen die in 2006 en begin 2007 door de ECB zijn uitgebracht ingevolge artikel 105, lid 4 van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB, artikel 112, lid 2b van het Ver-

drag en artikel 11.2 van de Statuten van het ESCB. Voor een opsomming van alle adviezen die de ECB sedert haar oprichting heeft uitgebracht wordt verwezen naar de website van de ECB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

### (a) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een lidstaat<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2006/1	Hongarije	Algemene voorwaarden en modi operandi van clearing-house organisaties
CON/2006/2	Hongarije	Bescherming van forint en eurobankbiljetten en -muntstukken tegen illegale of niet-conforme reproducties
CON/2006/3	Estland	Reserveverplichtingen
CON/2006/4	Cyprus	Wijzigingen in de statuten van de Central Bank of Cyprus in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2006/5	Litouwen	Uitbreiding van de werkingssfeer van wetgeving betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling in betalings- en afwikkelingssystemen
CON/2006/6	Finland	Noodbevoegdheden en bevoegdheden van het ESCB
CON/2006/7	Hongarije	De algemene voorwaarden en interne regelingen van clearing houses voor kredietinstellingen
CON/2006/9	Cyprus	Wijzigingen van het wettelijk kader betreffende de Centrale Bewaarinstelling en het Centrale Effectenregister
CON/2006/10	Malta	Wettelijk kader voor de invoering van de euro
CON/2006/11	Letland	Verbreding van de grondslag voor de vereisten betreffende minimumreserves en de invoering van gedifferentieerde reserveratio's
CON/2006/15	Polen	Integratie van het toezicht op de bancaire sector, kapitaalmarkten, verzekerings- en pensioenfondssensector

<sup>1</sup> In december 2004 heeft de Raad van Bestuur besloten dat ECB-adviezen op verzoek van nationale autoriteiten doorgaans onmiddellijk nadat zij vastgesteld zijn en vervolgens aan de raadplegende autoriteit gecommuniceerd, worden gepubliceerd.

<sup>2</sup> De raadplegingen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

<b>Nummer<sup>2</sup></b>	<b>Raadplegende lidstaat</b>	<b>Betreft</b>
CON/2006/16	Litouwen	Het verschaffen van een rechtsgrondslag voor Lietuvos bankas om toe te treden tot het Correspondentenmodel voor centrale banken
CON/2006/17	Slovenië	Wijzigingen in de statuten van Banka Slovenije in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2006/19	Letland	Wijzigingen van de statuten van Latvijas Banka
CON/2006/20	Nederland	Toezicht op de financiële sector
CON/2006/22	Portugal	De codificatie van een aantal wetten betreffende de uitgifte, het slaan, het in omloop brengen en het op de markt brengen van muntstukken
CON/2006/23	Malta	Wijzigingen in de statuten van de Central Bank of Malta in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2006/24	Slovenië	Wijzigingen van de wet op financiële zekerheden
CON/2006/25	België	Invoering van directe rapportage betreffende grensoverschrijdende diensten voor betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie
CON/2006/26	Letland	Wijzigingen van de vereisten betreffende minimumliquiditeit
CON/2006/27	Letland	Een wijziging van de Grondwet van Litouwen betreffende de status van Latvijas Banka
CON/2006/28	Estland	De redenominatie van het kapitaal en aandelen van ondernemingen en de invoering van aandelen zonder nominale waarde, zulks ten gevolge van de invoering van de euro
CON/2006/29	Slovenië	Invoering van de euro
CON/2006/30	Zweden	Sveriges Riksbank's regelingen betreffende de aankoop en teruggave van cash
CON/2006/31	Polen	Bepalingen krachtens welke als naamloze vennootschap operende ondernemingen overeenkomstig de Wet op Ondernemingen kunnen worden opgesplitst
CON/2006/32	Frankrijk	Wijzigingen van de statuten van Banque de France

Nummer <sup>2</sup>	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2006/33	Cyprus	Wijzigingen in de statuten van de Central Bank of Cyprus in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2006/34	België	Verlenging van de lijst van directe deelnemers in effectenafwikkelingssystemen
CON/2006/37	Cyprus	Wijzigingen van het wettelijk kader betreffende de Centrale Bewaarinstelling en het Centrale Effectenregister
CON/2006/38	Griekenland	De invoering van een regeling betreffende consumentenbescherming binnen het kader van het prudentieel toezicht door de Bank of Greece en andere daarmee verband houdende bepalingen
CON/2006/39	Polen	Gewijzigde samenstelling van de Commissie Toezicht Banksector
CON/2006/40	België	Wijzigingen van de statuten van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique inzake het inpandneming van schuldvorderingen als onderpand voor krediettransacties
CON/2006/41	Slovenië	Reserveverplichtingen
CON/2006/42	Cyprus	De voorwaarden voor de aansluiting van coöperatieve kredietinstellingen bij een centraal orgaan
CON/2006/43	Slovenië	Juridische basis voor de omschakeling naar de chartale euro en bevoorrading vooraf en verdere bevoorrading vooraf
CON/2006/44	Italië	Algemene herziening van de Statuten van Banca d'Italia
CON/2006/45	Tsjechië	Reproductie van bankbiljetten, muntstukken en andere geldsymbolen in de Tsjechische Republiek
CON/2006/46	Hongarije	Hongaarse ontwerpen van wettelijke bepalingen betreffende betalingstransacties, en betalingsdiensten en instrumenten voor elektronische betaling
CON/2006/47	Tsjechië	Bepaalde taken van Česká národní banka op het gebied van consumentenbescherming
CON/2006/48	Slovenië	Algemene herziening van de bankwet

<b>Nummer<sup>2</sup></b>	<b>Raadplegende lidstaat</b>	<b>Betreft</b>
CON/2006/49	Letland	Monetaire-beleidsinstrumenten
CON/2006/50	Cyprus	Wijzigingen in de statuten van de Central Bank of Cyprus in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2006/51	Italië	Bevoegdheidsverdeling tussen toezichhoudende autoriteiten
CON/2006/52	Letland	Het effectenvereveningssysteem van Latvijas Banka
CON/2006/53	Polen	Toezicht op exploitanten van verrekenings- en vereveningssystemen
CON/2006/54	Nederland	Het opnemen van nieuwe beginselen van corporate governance in de statuten van De Nederlandsche Bank
CON/2006/55	Hongarije	Afstemming van de statuten van Magyar Nemzeti Bank met Gemeenschapswetgeving
CON/2006/56	Luxembourg	Markten in financiële instrumenten
CON/2006/58	Malta	Wijzigingen in de statuten van de Central Bank of Malta in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2006/59	Estland	Reserveverplichtingen
CON/2006/61	Portugal	Authenticatie van euromuntstukken en de behandeling van euromuntstukken die niet voor recirculatie in aanmerking komen
CON/2006/62	Portugal	Het opzetten van een kader voor de detectie van vervalsingen en de sortering op fitness van bankbiljetten
CON/2007/01	Cyprus	Het juridische kader voor de aanneming van de euro en een soepele omschakeling
CON/2007/02	Hongarije	De vestiging van een systeem voor directe rapportage van betalingsbalansstatistieken
CON/2007/03	Ierland	Door activa gedekte effecten

**(b) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een Europese instelling<sup>3</sup>**

<b>Nummer<sup>4</sup></b>	<b>Raadplegende instelling</b>	<b>Betreft</b>	<b>Pb-verwijzing</b>
CON/2006/8	EU-Raad	Intrekking van achterhaalde wetgeving betreffende het Europees Monetair Stelsel	Pb C 49 van 28/02/06, blz. 35
CON/2006/12	EU-Raad	Herziening van het ESR95-programma wat de indiening van gegevens van de nationale rekeningen betreft	Pb C 55 van 07/03/06, blz. 61
CON/2006/13	EU-Raad	Dekking in de tijd van de verzameling van prijzen aangaande het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen	Pb C 55 van 07/03/06, blz. 63
CON/2006/14	EU-Raad	Benoeming van een lid van de Directie van de ECB	Pb C 58 van 10/03/06, blz. 12
CON/2006/18	EU-Raad	Omvangrijke herziening van de gemeenschappelijke statistische classificatie van economische activiteiten binnen de Gemeenschap (NACE)	Pb C 79 van 01/04/06, blz. 31
CON/2006/21	EU-Raad	Betalingsdiensten in de interne markt	Pb C 109 van 09/05/06, blz. 10
CON/2006/35	EU-Raad	Wijziging op de verlenging van het actieprogramma inzake uitwisselingen, bijstand en opleiding voor de bescherming van de euro tegen valsemunterij (programma "Pericles")	Pb C 163 van 14/07/06, blz. 7
CON/2006/36	EU-Raad	Omrekeningskoers tussen de euro en de Sloveense tolar en inzake andere voor de invoering van de euro in Slovenië vereiste maatregelen	Pb C 163 van 14/07/06, blz. 10

<sup>3</sup> Zij worden tevens gepubliceerd op de website van de ECB.

<sup>4</sup> De raadplegingen zijn genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur ze heeft goedgekeurd.

Nummer <sup>4</sup>	Raadplegende instelling	Betreft	Pb-verwijzing
CON/2006/57	EU-Raad	Ontwerprichtlijn van de Commissie ter implementatie van de Richtlijn betreffende de coördinatie van wet- en regelgeving en administratieve voorzieningen in verband met instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE'S) aangaande de verduidelijking van bepaalde definities	Pb C 31 van 13/02/07, blz. 1
CON/2006/60	EU-Raad	Voorstel voor een richtlijn tot wijziging van bepaalde richtlijnen van de Gemeenschap betreffende de procedurele regels en evaluatiecriteria voor de prudentiële beoordeling van verwervingen en vergrotingen van deelnemingen in de financiële sector	Pb C 27 van 07/02/07, blz. 1
CON/2007/04	EU-Raad	De invoering van een nieuwe comitologie-procedure in acht richtlijnen van het Actieplan Financiële Dienstverlening	Pb C 3 van 23/02/07, blz. 1





# OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM<sup>1</sup>

## 12 JANUARI EN 2 FEBRUARI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,25%, 3,25% en 1,25%.

## 6 JULI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,75%, 3,75% en 1,75%.

## 2 MAART 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten te verhogen tot 2,50%, met ingang van de transactie die op 8 maart 2006 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 8 maart 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 3,50% en 1,50%.

## 3 AUGUSTUS 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten te verhogen tot 3,0%, met ingang van de transactie die op 9 augustus 2006 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 9 augustus 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,0% en 2,0%.

## 6 APRIL EN 4 MEI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,50%, 3,50% en 1,50%.

## 31 AUGUSTUS 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,0%, 4,0% en 2,0%.

## 8 JUNI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten te verhogen tot 2,75%, met ingang van de transactie die op 15 juni 2006 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 15 juni 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 3,75% en 1,75%.

## 5 OKTOBER 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten te verhogen tot 3,25%, met ingang van de transactie die op 11 oktober 2006 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de mar-

1 Voor een overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem tussen 1999 en 2005 wordt respectievelijk verwezen naar pagina's 179 tot 183 van het ECB Jaarverslag 1999, naar pagina's 224 tot 227 van het ECB Jaarverslag 2000, naar pagina's 233 en 234 van het ECB Jaarverslag 2001, naar pagina's 248 en 249 van het ECB Jaarverslag 2002, naar pagina's 229 en 230 van het ECB Jaarverslag 2003, naar pagina 237 van het ECB Jaarverslag 2004 en naar pagina 227 van het ECB Jaarverslag 2005.

ginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 11 oktober 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,25% en 2,25%.

#### **2 NOVEMBER 2006**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%.

#### **7 DECEMBER 2006**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten te verhogen tot 3,50%, met ingang van de transactie die op 13 december 2006 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 13 december 2006 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,50% en 2,50%.

#### **21 DECEMBER 2006**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het toewijzingsbedrag voor de in 2007 uit te voeren langerlopende herfinancieringstransacties te verhogen van €40 miljard tot €50 miljard per transactie. In dit verhoogde bedrag wordt rekening gehouden met de volgende aspecten: de liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied zijn de afgelopen jaren fors toegenomen en zullen naar verwachting verder toenemen in 2007. Daarom heeft het Eurosysteem besloten het aandeel van de liquiditeitsbehoeften waarin wordt voorzien door de langerlopende herfinancieringstransacties licht te verhogen. Het Eurosysteem zal evenwel het grootste deel van de liquiditeit blijven verschaffen door middel van basis-herfinancieringstransacties. De Raad van Bestuur kan begin 2008

besluiten om het toewijzingsbedrag opnieuw aan te passen.

#### **11 JANUARI EN 8 FEBRUARI 2007**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,50%, 4,50% en 2,50%.

#### **8 MAART 2007**

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met 25 basispunten te verhogen tot 3,75%, met ingang van de transactie die op 14 maart 2007 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 14 maart 2007 met 25 basispunten te verhogen tot respectievelijk 4,75% en 2,75%.

## **PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2006**

De volgende lijst bevat een selectie uit de door de Europese Centrale Bank sinds januari 2006 gepubliceerde documenten. De lijst bevat alleen Working Papers die in de periode december 2006 - februari 2007 gepubliceerd zijn. Tenzij anders aangegeven kunt u bij voldoende voorraad kosteloos gedrukte exemplaren van deze publicaties aanvragen of zich op toezending daarvan abonneren door een email te sturen naar [info@ecb.int](mailto:info@ecb.int).

Een volledige lijst publicaties van de Europese Centrale Bank en het Europees Monetaire Instituut is te vinden op de website van de ECB (<http://www.ecb.int>).

### **JAARVERSLAG**

“Jaarverslag 2005”, april 2006.

### **CONVERGENTIEVERSLAG**

Convergentieverslag, mei 2006.

Convergentieverslag, december 2006.

### **ARTIKELEN IN HET MAANDBERICHT**

“The predictability of the ECB’s monetary policy”, januari 2006.

“Hedge funds: developments and policy implications”, januari 2006.

“Assessing house price developments in the euro area”, februari 2006.

“Fiscal policies and financial markets”, februari 2006.

“The importance of public expenditure reform for economic growth and stability”, april 2006.

“Portfolio management at the ECB”, april 2006.

“Monetary and exchange rate arrangements of the euro area with selected third countries and territories”, april 2006.

“The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration”, mei 2006.

“The single list in the collateral framework of the Eurosystem”, mei 2006.

“Equity issuance in the euro area”, mei 2006.

“Measures of inflation expectations in the euro area”, juli 2006.

“Competitiveness and the export performance of the euro area”, juli 2006.

“Sectoral money holding: determinants and recent developments”, augustus 2006.

“The evolution of large-value payment systems in the euro area”, augustus 2006.

“Demographic change in the euro area: projections and consequences”, oktober 2006.

“Integrated financial and non-financial accounts for the institutional sectors in the euro area”, oktober 2006.

“Monetary policy ‘activism’”, november 2006.

“The Eurosystem’s experience with fine-tuning operations at the end of the reserve maintenance period”, november 2006.

“Financial development in central, eastern and south-eastern Europe”, november 2006.

“The enlarged EU and euro area economies”, januari 2007.

“Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade”, januari 2007.

“Putting China’s economic expansion in perspective”, januari 2007.

“Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, februari 2007.

“The EU arrangements for financial crisis management”, februari 2007.

“Migrant remittances to regions neighbouring the EU”, februari 2007.

## STATISTISCH ZAKBOEK

Verkrijgbaar sinds augustus 2003.

## LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 “The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments” door K. M. Löber, februari 2006.
- 2 “The application of multilingualism in the European Union context” door P. Athanassiou, maart 2006.
- 3 “National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview” door J. García-Andrade en P. Athanassiou, oktober 2006.

## OCCASIONAL PAPER SERIES

- 43 “The accumulation of foreign reserves” door een International Relations Committee Task Force, februari 2006.
- 44 “Competition, productivity and prices in the euro area services sector” een werkgroep van het Monetaire Beleidscomité van het Europees Stelsel van Centrale Banken, april 2006.
- 45 “Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts” door N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi en N. Vidalis, mei 2006.
- 46 “Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence”, door F. Altissimo, M. Ehrmann en F. Smets, juni 2006.
- 47 “The reform and implementation of the Stability and Growth Pact” door R. Morris, H. Ongena en L. Schuknecht, juni 2006.
- 48 “Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries” door de International Relations Committee Task Force on Enlargement, juli 2006.
- 49 “Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem” door U. Bindseil en F. Papadia, augustus 2006.
- 50 “Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market” door M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes en A. Persaud, augustus 2006.
- 51 “Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area” door A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger en T. Westermann, augustus 2006.
- 52 “Cross-border labour mobility within an enlarged EU” door F. F. Heinz en M. Ward-Warmedinger, oktober 2006.
- 53 “Labour productivity developments in the euro area” door R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker en J. Turunen, oktober 2006.
- 54 “Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics” door V. Damia en C. Picón Aguilar, november 2006.
- 55 “Globalisation and euro area trade: interactions and challenges” door U. Baumann en F. di Mauro, februari 2007.

## WORKING PAPER SERIES

- 699 “The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data” door E. Gautier, december 2006.
- 700 “Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?” door C. De Mol, D. Giannone en L. Reichlin, december 2006.

- 701 “Is there a single frontier in a single European banking market?” door J. W. B. Bos en H. Schmiedel, december 2006.
- 702 “Comparing financial systems: a structural analysis” door S. Champonnois, december 2006.
- 703 “Co-movements in volatility in the euro money market” door N. Cassola en C. Morana, december 2006.
- 704 “Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach” door B. E. Jones en L. Stracca, december 2006.
- 705 “What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions” door L. Dedola en S. Neri, december 2006.
- 706 “What drives investors’ behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis” door O. Castrén, C. Osbat en M. Sydow, december 2006.
- 707 “Ramsey monetary policy with labour market frictions” door E. Faia, januari 2007.
- 708 “Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting” door I. Vansteenkiste, januari 2007.
- 709 “Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment” door P. Levine, P. McAdam en J. Pearlman, januari 2007.
- 710 “Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories” door J. Tapking, januari 2007.
- 711 “What ‘hides’ behind sovereign debt ratings?” door A. Afonso, P. Gomes en P. Rother, januari 2007.
- 712 “Opening the black box: structural factor models with large cross-sections” door M. Forni, D. Giannone, M. Lippi en L. Reichlin, januari 2007.
- 713 “Balance of payments crises in emerging markets: how early were the ‘early’ warning signals?” door M. Bussière, januari 2007.
- 714 “The dynamics of bank spreads and financial structure” door R. Gropp, C. Kok Sørensen en J.-D. Lichtenberger, januari 2007.
- 715 “Emerging Asia’s growth and integration: how autonomous are business cycles?” door R. Ruffer, M. Sánchez en J.-G. Shen, januari 2007.
- 716 “Adjusting to the euro” door G. Fagan en V. Gaspar, januari 2007.
- 717 “Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?” door S. Sauer, januari 2007.
- 718 “Drift and breaks in labour productivity” door L. Benati, januari 2007.
- 719 “US imbalances: the role of technology and policy” door R. Bems, L. Dedola en F. Smets, januari 2007.
- 720 “Real price wage rigidities in a model with matching frictions” door K. Kuester, februari 2007.
- 721 “Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?” door R. Mestre, februari 2007.
- 722 “Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach” door F. Smets en R. Wouters, februari 2007.
- 723 “Asset allocation by penalised least squares” door S. Manganelli, februari 2007.
- 724 “The transmission of emerging market shocks to global equity markets” door L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher en C. Thimann, februari 2007.
- 725 “Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area” door C. Altavilla en M. Ciccarelli, februari 2007.
- 726 “Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions” door M. Andersson, februari 2007.

- 727 “Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data” door P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini en H. Stahl, februari 2007.
- 728 “Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data” door S. Kurri, februari 2007.
- 729 “Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?” door F. Altissimo, B. Mojon en P. Zaffaroni, februari 2007.
- 730 “What drives business cycles and international trade in emerging market economies?” door M. Sánchez, februari 2007.
- 731 “International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: a GVAR analysis of the US manufacturing sector” door P. Hiebert and I. Vansteenkiste, februari 2007.
- 732 “Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles” door R. Adalid en C. Detken, februari 2007.
- 733 “Mortgage interest rate dispersion in the euro area” door C. Kok Sørensen en J.-D. Lichtenberger, februari 2007.
- 734 “Inflation risk premia in the term structure of interest rates” door P. Hördahl en O. Tristani, februari 2007.

#### **OVERIGE PUBLICATIES**

- “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, januari 2006.
- “Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the framework for banknote recycling”, januari 2006.
- “Euro Money Market Survey 2005”, januari 2006.
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, februari 2006.
- “Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)”, februari 2006.
- “Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet”, februari 2006.
- “Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment”, februari 2006.
- “National implementation of Regulation ECB/2001/13”, februari 2006.
- “Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data” (Blue Book), maart 2006.
- “ECB statistics: an overview”, april 2006.
- “TARGET Annual Report 2005”, mei 2006.
- “Financial Stability Review”, juni 2006.
- “Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)”, juni 2006 (slechts on-line beschikbaar).
- “Communication on TARGET2”, juli 2006 (slechts on-line beschikbaar).
- “Government Finance Statistics Guide”, augustus 2006.
- “Implementation of Banknote Recycling Framework”, augustus 2006.
- “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Euro-system monetary policy instruments and procedures”, september 2006.
- “Differences in MFI interest rates across euro area countries”, september 2006.
- “Indicators of financial integration in the euro area”, september 2006.
- “Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries”, oktober 2006 (slechts on-line beschikbaar).



“EU banking structures”, oktober 2006.

“EU banking sector stability”, november 2006.

“The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics”, november 2006.

“Third progress report on TARGET2”, november 2006 (slechts on-line beschikbaar).

“The Eurosystem’s view of a ‘SEPA for cards’”, november 2006 (slechts on-line beschikbaar).

“Financial Stability Review”, december 2006.

“The European Central Bank – History, role and functions”, tweede herziene versie, december 2006.

“Assessment of accounting standards from a financial stability perspective”, december 2006 (slechts on-line beschikbaar).

“Research Bulletin No 5”, december 2006.

“Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries”, december 2006.

“Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data” (Blue Book), december 2006.

“Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework”, december 2006 (slechts on-line beschikbaar).

“Correspondent central banking model (CCBM) – Procedure for Eurosystem counterparties”, december 2006 (slechts on-line beschikbaar).

“Government Finance Statistics Guide”, januari 2007.

“Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, januari 2007.

“Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”, januari 2007.

“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, februari 2007.

“List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves”, februari 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, februari 2007.

“Euro Money Market Study 2006”, februari 2007 (slechts on-line beschikbaar).

“Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, februari 2007.

## **BROCHURES**

“The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”, mei 2006.

“TARGET2-Securities brochure”, september 2006.

“The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market”, november 2006.



## LIJST VAN TERMEN

*Deze lijst bevat een selectie van termen die worden gebruikt in het Jaarverslag. Een meer uitgebreide en gedetailleerde terminologielijst is te vinden op de website van de ECB.*

**Aandelen:** effecten die de eigendom van een deelbewijs in een vennootschap vertegenwoordigen. Ze omvatten op beurzen verhandelde aandelen (genoteerde aandelen), niet-genoteerde aandelen en andere vormen van aandelen. Doorgaans genereren aandelen inkomsten in de vorm van dividenden.

**Aandelenmarkt:** de markt waarin **aandelen** worden uitgegeven en verhandeld.

**Aanhoudingsperiode:** periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode begint op de verrekeningsdatum van de eerste **basis-herfinancieringstransactie** die volgt op de vergadering van de **Raad van Bestuur** waarin de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is gepland. Ten minste drie maanden vóór het begin van het jaar publiceert de **Europese Centrale Bank** een kalender van de reserve-aanhoudingsperiodes.

**Algemene Raad:** een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de Presidenten van alle NCB's van het **Europees Stelsel van Centrale Banken**.

**Basis-herfinancieringstransactie:** een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **openmarkttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een wekelijkse standaardtender en hebben normaliter een looptijd van een week.

**Basisrentetarieven van de ECB:** de door de **Raad van Bestuur** vastgestelde rentetarieven, die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank** weerspiegelen. Het betreft de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

**Beheer en controle (corporate governance):** regels, procedures en processen waarmee een organisatie wordt bestuurd en gecontroleerd. De beheer- en controlestructuur bepaalt hoe de rechten en verantwoordelijkheden worden verdeeld over de verschillende deelnemers aan de organisatie – zoals de directie, managers, aandeelhouders en andere belanghebbenden – en omschrijft de regels en procedures voor de besluitvorming.

**Benchmarkportefeuille:** een referentieportefeuille of -index met betrekking tot investeringen die samengesteld is op grond van de doelstellingen inzake liquiditeit, risico en rendement van de investeringen. De benchmarkportefeuille kan dienst doen als vergelijkingsbasis voor het resultaat van de eigenlijke portefeuille.

**Betalingsbalans:** een statistisch overzicht waarin verslag wordt uitgebracht over de transacties van een economie met de rest van de wereld gedurende een specifieke periode. De betalingsbalans omvat de transacties inzake goederen, diensten en inkomens, transacties met betrekking tot financiële vorderingen op en verplichtingen aan de rest van de wereld en als overdrachten bestempelde transacties (zoals kwijtschelding van schuld).

**Bruto-exploitatieoverschot:** het overschot (of tekort) op de outputwaarde van de productieactiviteiten na aftrek van de kosten voor intermediair verbruik, de loonsom van de werknemers en belastingen minus de subsidies op productie, maar vóór het in aanmerking nemen van betalingen en ontvangen inkomsten die verband houden met het lenen/huren of de eigendom van financiële en niet-geproduceerde activa.

**Centraal effectendepositosysteem (CEDS):** een entiteit die instaat voor de bewaring en het beheer van effecten en die de girale verwerking van effectentransacties mogelijk maakt. Effecten kunnen worden aangehouden in een materiële (maar geïmmobiliseerde) vorm of in een gedematerialiseerde vorm (enkel als elektronische boekingen). Naast de bewaring en het beheer van effecten, kan een CEDS clearing- en verrekeningsfuncties uitoefenen.

**Centrale overheid:** de overheid zoals ze in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie ook **overheid**).

**Centrale tegenpartij:** een entiteit die een plaats inneemt tussen de **tegenpartijen** bij transacties, door op te treden als koper voor iedere verkoper en als verkoper voor iedere koper.

**Depositofaciliteit:** een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een NCB girale deposito's te plaatsen tegen een tevoren vastgestelde **rentevoet** (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

**Deviezenswap:** gelijktijdige contant- en termijntransacties, waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld.

**Directe investeringen:** grensoverschrijdende investeringen met het oog op het verwerven van een duurzaam belang in een in een andere economie ingezeten onderneming (in de praktijk wordt uitgegaan van een eigendom die overeenstemt met minstens 10% van de gewone aandelen of stemrechten).

**Directie:** een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.

**Ecofin-Raad:** de vergadering van de EU-Raad in de samenstelling van de Ministers van Economische Zaken en Financiën.

**Economisch en Financieel Comité (EFC):** een communautair overlegorgaan dat meewerkt aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de **Ecofin-Raad** en de Europese Commissie. De taken van het EFC omvatten het volgen van de economische en financiële toestand van de lidstaten en de Gemeenschap, alsook het toezicht op de begroting.

**Economische analyse:** een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De economische analyse richt zich primair op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en op de daaruit voortvloeiende risico's op de korte tot middellange termijn voor de prijsstabiliteit vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en

factormarkten tot die tijdshorizonten. Gepaste aandacht wordt besteed aan de noodzaak de aard van de schokken die de economie beïnvloeden in kaart te brengen, alsmede hun effecten op het beloop van kosten en prijzen en de vooruitzichten op de korte tot middellange termijn voor hun doorwerken in de economie (zie ook **monetaire analyse**).

**Economische en Monetaire Unie (EMU):** het proces dat leidde tot de eenheidsmunt (de euro) en het gemeenschappelijke monetaire beleid in het **eurogebied**, alsook tot de coördinatie van het economische beleid van de EU-lidstaten. Zoals bepaald in het Verdrag, voltrok dit proces zich in drie fasen. De derde en laatste fase ging van start op 1 januari 1999 met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank** en de invoering van de euro. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang op de chartale euro op 1 januari 2002.

**Effectenafwikkelingssysteem:** systeem dat het aanhouden en de overdracht van effecten mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (levering tegen betaling) of tegen een ander activum (levering tegen levering). Het omvat alle institutionele en technische regelingen voor de afwikkeling van effectentransacties en de bewaarneming van effecten. Een dergelijk systeem kan werken op basis van real-time brutoverrekening, brutoverrekening of nettoverrekening. Met behulp van een afwikkelingssysteem kunnen de verplichtingen van de deelnemers worden berekend (clearing).

**Effectenverkeer:** nettotransacties en/of -posities van ingezetenen van het **eurogebied** in door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten (“activa”) en nettotransacties en/of -posities van niet-ingezetenen in door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten (“passiva”). Het betreft aandelen en **schuldbewijzen** (obligaties en notes, en **geldmarktinstrumenten**), met uitzondering van de bedragen die worden geregistreerd in **directe investeringen** of externe reserves.

**Effectieve wisselkoersen van de euro (nominaal/reëel):** gewogen gemiddelde van bilaterale wisselkoersen van de euro ten opzichte van de valuta's van de belangrijke handelspartners van het **eurogebied**. De **Europese Centrale Bank** publiceert indices van de nominale effectieve wisselkoersen van de euro in vergelijking met twee groepen van handelspartners: een groep van 24 handelspartners (die bestaat uit de 14 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en 10 belangrijke handelspartners buiten de EU) en een groep van 44 handelspartners (die de groep van 24 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 gedefleerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen of kosten. Ze zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen.

**EONIA (euro overnight index average):** een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. De EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende leningen tot de volgende ochtend zonder onderpand, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken.

**ERM II (exchange rate mechanism II):** het wisselkoersstelsel dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen de landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten die geen deel uitmaken van het eurogebied.

**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 deel-

nemende banken. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met verschillende looptijden van ten hoogste twaalf maanden.

**Eurogebied:** het gebied dat die lidstaten omvat die de euro als gemeenschappelijke munteenheid hebben aangenomen, overeenkomstig het **Verdrag**, en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Finland.

**Europees Monetair Instituut (EMI):** een tijdelijke instelling, opgericht bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** op 1 januari 1994. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de **Europese Centrale Bank**, werd het EMI ontbonden.

**Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB):** bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de NCB's van alle 27 EU-lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** de NCB's omvat van die lidstaten die nog niet aan de euro deelnemen. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB en een derde besluitvormend orgaan van de ECB, de **Algemene Raad**.

**Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995):** een uitgebreid en geïntegreerd systeem van macro-economische rekeningen op basis van een reeks internationaal overeengekomen statistische concepten, definities, classificaties en boekhoudregels, dat tot doel heeft een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving tot stand te brengen van de economieën van de EU-lidstaten. Het ESR 1995 is de communautaire versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993 (SNA 93).

**Europese Centrale Bank (ECB):** de ECB bevindt zich in het centrum van het **Eurosysteem** en het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en bezit een eigen rechtspersoonlijkheid in overeenstemming met het **Verdrag** (Artikel 107(2)). Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd door middel van haar eigen werkzaamheden of door die van de NCB's, zoals voorzien in de Statuten van het ESCB. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur**, de **Directie** en een derde besluitvormend orgaan, de **Algemene Raad**.

**Eurosysteem:** het centrale-bankstelsel van het **eurogebied**. Het omvat de **Europese Centrale Bank** en de NCB's van de lidstaten die zijn overgegaan op de euro.

**Financiële stabiliteit:** de toestand waarin het financiële stelsel – dat de financiële intermediairs, de markten en de marktinfrastructuur omvat – in staat is om weerstand te bieden aan schokken en financiële onevenwichtigheden weg te werken, en zodoende het risico te beperken dat ernstige verstoringen in het financiële-intermediatieproces de toewijzing van spaargelden aan rendabele investeringsprojecten significant zouden schaden.

**“Fine-tuning”-transactie:** een door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** die dient om onverwachte fluctuaties in de liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen. De frequentie en de looptijd van de “fine-tuning”-transacties zijn niet gestandaardiseerd.

**Geconsolideerde balans van de MFI-sector:** wordt verkregen door het salderen van de onderlinge **MFI**-posities (bijvoorbeeld onderlinge MFI-leningen en deposito's) op de geaggregeerde balans van de MFI's. Ze verschaft statistische informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten

opzichte van de niet tot die sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (de **overheid** en andere ingezetenen van het eurogebied) en van de niet-ingezetenen van het eurogebied. Het is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de monetaire aggregaten en vormt de basis voor de periodieke analyse van de tegenposten van **M3**.

**Geharmoniseerde consumptieprijnsindex (HICP):** een maatstaf van de consumptieprijzen die wordt samengesteld door **Eurostat** en voor alle EU-lidstaten geharmoniseerd is.

**Geldmarkt:** de markt waarin kortetermijngelden worden opgehaald, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van ten hoogste een jaar hebben.

**Impliciete volatiliteit:** de verwachte volatiliteit (standaardafwijking) in het veranderingstempo van de prijs van een activum (bijvoorbeeld een aandeel of een obligatie). Deze volatiliteit kan worden afgeleid uit de prijs en de vervaldag van een activum, de uitoefenprijs van de opties op dit activum, alsook uit het risicoloos rendement, door gebruik te maken van een optieprijsmodel, zoals het model van Black en Scholes.

**Internationale investeringspositie (i.i.p.):** de waarde en samenstelling van de uitstaande netto financiële vorderingen (of financiële verplichtingen) van een economie ten opzichte van de rest van de wereld.

**Kandidaat-lidstaten:** landen die bij de EU een toetredingsaanvraag hebben ingediend. De toetredingsonderhandelingen met Kroatië en Turkije hebben een aanvang genomen op 3 oktober 2005, terwijl die met de Voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië nog niet zijn begonnen.

**Kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen (reëel):** de kosten van niet-financiële ondernemingen voor het aantrekken van nieuwe externe middelen. Voor de niet-financiële ondernemingen van het **eurogebied** worden deze kosten berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankkredieten, de kosten van **schuldbewijzen** en de kosten van aandelen, op basis van de uitstaande bedragen (gecorrigeerd voor waarderingseffecten) en gedeeld door de hand van de verwachte inflatie.

**Kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem:** het kader dat de procedures, reglementen en technieken omvat die moeten verzekeren dat alle beleenbaar onderpand aan de strenge kredietnormen van het **Eurosysteem** beantwoordt.

**Kredietderivaat:** een financieel instrument dat het kredietrisico afzondert van een onderliggende financiële transactie, waardoor het kredietrisico apart kan worden gewaardeerd en overgedragen.

**Kredietinstelling:** i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere opvorderbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of ii) een niet onder i) ressorterende onderneming of elke andere rechtspersoon die betaalmiddelen in de vorm van elektronisch geld uitgeeft.

**Kredietrisico:** het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen, hetzij op de vervaldag hetzij op enig later tijdstip. Het kredietrisico omvat de risico's betreffende de vervangingskosten en de hoofdsom, alsook het risico dat de verrekenende bank in gebreke blijft.



**Kredietverlening van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied:** leningen van MFI's aan in niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (met inbegrip van de **overheid** en de particuliere sector) en door MFI's aangehouden effecten (aandelen, andere deelbewijzen en **schuldbewijzen**), uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied.

**Langerlopende financiële passiva van de MFI's:** deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar, deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden, door MFI's in het **eurogebied** uitgegeven **schuldbewijzen** met een oorspronkelijke looptijd van meer dan twee jaar en het kapitaal en de reserves van de MFI-sector in het eurogebied.

**Langerlopende herfinancieringstransactie:** een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een maandelijks standaardtender en hebben normaliter een looptijd van drie maanden.

**Liquiditeitsrisico:** het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen op de vervaldag, maar op een niet nader omschreven latere datum.

**Lissabonstrategie:** een veelomvattende agenda van structurele hervormingen die in 2000 werd opgesteld door de Europese Raad van Lissabon, met als bedoeling de EU om te vormen tot "de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie ter wereld".

**M1:** een eng monetair aggregaat, dat de geldomloop omvat plus de bij MFI's en de **centrale overheid** (bijvoorbeeld de Post of de Schatkist) aangehouden girale deposito's.

**M2:** een intermediair monetair aggregaat dat M1 omvat plus de bij de MFI's en de **centrale overheid** aangehouden deposito's met een opzegtermijn van ten hoogste drie maanden (kortlopende spaardeposito's) en deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar (kortlopende termijn-deposito's).

**M3:** een ruim monetair aggregaat dat bestaat uit M2 en verhandelbare instrumenten, voornamelijk **repo-overeenkomsten**, aandelen/participaties in **geldmarkt**fondsen en **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar die door de MFI's zijn uitgegeven.

**Marginale beleningsfaciliteit:** een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om van een NCB krediet tot de volgende ochtend te verkrijgen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

**Marktrisico:** het risico dat de waarde van een investering zal afnemen als gevolg van veranderingen in de marktfactoren. Doorgaans worden vier marktrisicofactoren onderscheiden: aandelenrisico, renterisico, wisselrisico en grondstoffenrisico.

**MFI's (monetaire financiële instellingen):** financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten het **Eurosysteem**, ingezeten **kredietinstellingen** (zoals gedefinieerd in de communautaire regelgeving) en alle andere ingezeten financiële instellingen die er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van andere entiteiten dan MFI's en voor eigen rekening (tenminste in economische zin) krediet te verstrekken en/of in effecten te beleggen. De laatstgenoemde groep bestaat hoofdzakelijk uit **geldmarkt**fondsen.

**MFI-rentetarieven:** de rentevoeten die door ingezeten **kredietinstellingen** en andere **MFI's**, met uitzondering van centrale banken en **geldmarktfondsen**, worden toegepast op in euro luidende deposito's en leningen ten opzichte van in de landen van het **eurogebied** ingezeten huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

**Minimale inschrijvingsrente:** de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders voor de **basis-herfinancieringstransacties**. Dit is een van de **basisrentetarieven van de ECB** die de monetaire-beleidskoers weerspiegelen.

**Monetair inkomen:** het inkomen dat de NCB's bij de uitoefening van de monetaire-beleidstaken van het **Eurosysteem** verkrijgen uit activa die conform de richtlijnen van de **Raad van Bestuur** worden geormerkt en aangehouden als tegenpost voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de depositoverplichtingen aan **kredietinstellingen**.

**Monetaire analyse:** een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De monetaire analyse draagt bij tot de beoordeling van de middellange- tot langetermijntendensen van de inflatie, gezien de nauwe relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdhorizonten. Ze houdt rekening met de ontwikkelingen in een breed scala van monetaire indicatoren, met inbegrip van **M3**, de componenten en tegenposten van M3 (met name krediet) en verschillende maatstaven van overliquiditeit (zie ook **economische analyse**).

**Netto externe activa van de MFI's:** de externe activa van de **MFI-sector** van het **eurogebied** (zoals goud, bankbiljetten en muntstukken in buitenlandse valuta, door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en aan niet-ingezetenen van het eurogebied verstrekte leningen), minus de externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied (zoals deposito's van niet-ingezetenen van het eurogebied en **repo-overeenkomsten**, alsook de door hen aangehouden aandelen en deelbewijzen in **geldmarktfondsen** en door MFI's uitgegeven **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar).

**Obligatiemarkt:** de markt waarin langerlopende **schuldbewijzen** worden uitgegeven en verhandeld.

**Onderpand:** activa die in pand zijn gegeven of op een andere manier overgedragen (bijvoorbeeld door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (bijvoorbeeld door kredietinstellingen aan centrale banken) in het kader van **repo-overeenkomsten**.

**Open-markttransactie:** een op initiatief van de centrale bank op de financiële markt uitgevoerde transactie. Wat doelstellingen, frequentie en procedures betreft, kunnen de open-markttransacties van het **Eurosysteem** in vier categorieën worden verdeeld: **basis-herfinancieringstransacties**, **langerlopende herfinancieringstransacties**, **“fine-tuning”-transacties** en structurele transacties. **Transacties met terugkoopverplichting** vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurosysteem en kunnen voor alle vier soorten transacties worden gebruikt. Voor het uitvoeren van structurele transacties beschikt het Eurosysteem bovendien over de uitgifte van schuldbewijzen en rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, terwijl “fine-tuning”-transacties kunnen worden uitgevoerd via rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, **deviezenswaps** en het aantrekken van termijndeposito's.

**Optie:** een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, specifieke activa (bijvoorbeeld een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) te kopen of te verkopen op of tot een zekere toekomstige datum (de uitoefen- of vervaldatum).

**Overheid:** volgens de definitie van het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995** bestaat deze sector uit ingezetene entiteiten die zich in hoofdzaak bezighouden met de productie van niet-markt-goederen en -diensten bestemd voor individueel of collectief gebruik en/of met de herverdeling van het nationale inkomen en het nationale vermogen. De sector omvat de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid, alsook de sociale-verzekeringsinstellingen. Entiteiten in overheidshanden die commerciële transacties uitvoeren, zoals overheidsbedrijven, worden niet tot de algemene overheid gerekend.

**Overige financiële intermediairs (OFI's):** een onderneming of quasi-onderneming (met uitzondering van verzekeringsinstellingen of pensioenfondsen) met als hoofdfunctie financiële 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 geëffectieerde activa, andere financiële holdings, handelaren in effecten en derivaten (voor eigen rekening), risicokapitaal- en ontwikkelingskapitaalmaatschappijen.

**Permanente faciliteit:** een centrale-bankfaciliteit waarvan **tegenpartijen** op eigen initiatief gebruik kunnen maken. Het **Eurostelsel** biedt twee permanente faciliteiten met een looptijd tot de volgende ochtend aan, te weten de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

**Prijsstabiliteit:** het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Eurostelsel**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. De Raad van Bestuur verduidelijkte tevens met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op de middellange termijn, van minder dan maar nabij 2%.

**Primair saldo:** nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

**Procedure bij buitensporige tekorten:** artikel 104 van het **Verdrag**, dat nader wordt toegelicht in Protocol nr. 20 inzake de procedure bij buitensporige tekorten, verplicht de EU-lidstaten tot het handhaven van begrotingsdiscipline, omschrijft de criteria voor een begrotingspositie die als een buitensporig tekort wordt beschouwd en bepaalt welke stappen moeten worden ondernomen indien wordt vastgesteld dat niet aan de vereisten voor het begrotingssaldo of de overheidsschuld is voldaan. Artikel 104 wordt aangevuld door Verordening (EG) nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten (zoals gewijzigd bij Verordening (EG) nr. 1056/2005 van de Raad van 27 juni 2005), die deel uitmaakt van het **stabiliteits- en groeipact**.

**Projecties:** de resultaten van viermaal per jaar uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties door medewerkers van het **Eurostelsel** worden gepubliceerd in juni en december, terwijl de projecties door medewerkers van de **Europese Centrale Bank (ECB)** worden bekendgemaakt in maart en september. Ze maken

deel uit van de **economische analyse** van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB en zijn derhalve één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de risico's voor **prijstabiliteit** door de **Raad van Bestuur**.

**Raad van Bestuur:** het hoogste besluitvormende orgaan van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de Presidenten van de NCB's van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.

**Referentiewaarde voor de groei van M3:** het jaarlijkse groeitempo van **M3** dat op middellange termijn overeenstemt met het behoud van de **prijstabiliteit**. Momenteel belooft de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van M3 4½%.

**Repo-overeenkomst:** een overeenkomst waarbij de verkoper van een activum er zich tegelijk toe verbindt dit activum tegen een vastgestelde prijs op een vooraf bepaalde datum of op verzoek opnieuw aan te kopen. Een dergelijke overeenkomst is vergelijkbaar met het opnemen van krediet op onderpand, met dit verschil dat de verkoper de eigendom van de effecten niet behoudt.

**Reservebasis:** de som van de in aanmerking komende balansposten (voornamelijk passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

**Reserveratio:** een door de centrale bank vastgesteld percentage voor elke categorie in aanmerking komende balansposten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De ratio wordt gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

**Reserveverplichtingen:** het minimumbedrag aan reserves dat een **kredietinstelling** bij het **Eurostelsel** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichtingen wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi gedurende een **aanhoudingsperiode**.

**RTGS-systeem (real-time gross settlement system):** een brutoverrekeningssysteem waarbij betalingsopdrachten één-voor-één en continu verwerkt en verrekend worden (zonder saldering) (zie ook **TARGET**).

**Schuldbewijs:** een belofte van de emittent (d.w.z. de kredietnemer) om op een bepaald tijdstip of bepaalde tijdstippen in de toekomst een of meerdere betalingen aan de houder (de kredietverstrekker) te doen. Dergelijke effecten dragen doorgaans een specifieke rente (coupon) en/of worden verkocht op discountbasis. Schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar worden als langlopend beschouwd.

**Stabiliteits- en groeipact:** Het stabiliteits- en groeipact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke, duurzame groei en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Daartoe schrijft het pact voor dat de lidstaten begrotingsdoelstellingen op de middellange termijn moeten opstellen. Het bevat eveneens concrete bepalingen inzake de **procedure bij buitensporige tekorten**. Het pact omvat de tijdens de Europese Raad van Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie betreffende het stabiliteits- en groeipact en twee verordeningen van de Raad, namelijk i) Verordening (EG) nr. 1466/97 van de Raad van 7 juli 1997, over de versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) 1055/2005 van 27 juni 2005, en ii) Verordening (EG) nr. 1467/97 van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van

de procedure bij buitensporige tekorten, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) 1056/2005 van 27 juni 2005. Het stabiliteits- en groeipact wordt aangevuld door het verslag van de Ecofin-Raad met als titel “De uitvoering van het stabiliteits- en groeipact verbeteren”, dat werd goedgekeurd door de Europese Raad van Brussel op 22 en 23 maart 2005. Het wordt eveneens aangevuld door de nieuwe gedragscode, met als titel “Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes”, die door de Ecofin-Raad werd goedgekeurd op 11 oktober 2005.

**Straight-through processing (STP):** de geautomatiseerde “end-to-end”-verwerking van transacties en betalingen, met inbegrip van de automatische aanmaak, bevestiging, clearing en verrekening van instructies.

**Systeemrisico:** het risico dat het onvermogen van een instelling om haar verplichting op de vervaldag na te komen ertoe zal leiden dat andere instellingen hun verplichtingen op de vervaldag niet kunnen nakomen. Een dergelijk in gebreke blijven kan aanleiding geven tot aanzienlijke liquiditeits- of kredietproblemen en zou dientengevolge de stabiliteit van of het vertrouwen in de markten kunnen bedreigen.

**TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** het real-time brutoverrekeningssysteem (**RTGS-systeem**) voor de euro. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit 17 nationale RTGS-systemen, het betalingsmechanisme van de ECB en het koppelingssysteem (interlinking).

**TARGET2:** een nieuwe generatie van het **TARGET**-systeem waarin de bestaande gedecentraliseerde technische structuur zal worden vervangen door een gemeenschappelijk platform dat een geharmoniseerde dienstverlening biedt met een uniform tarievenstelsel.

**Tegenpartij:** de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke partij die een transactie aangaat met de centrale bank).

**Transactie met terugkoopverplichting:** een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

**Verdrag:** verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (“Verdrag van Rome”). Het Verdrag werd verschillende keren gewijzigd, in het bijzonder door het Verdrag betreffende de Europese Unie (“Verdrag van Maastricht”), dat de grondslag vormde voor de **Economische en Monetaire Unie** en de Statuten van het **ESCB** bevatte.

**Verrekeningsrisico:** een algemene term voor het risico dat de verrekening in een betalingssysteem niet volgens verwachting plaatsvindt. Dit kan zowel het **krediet-** als het **liquiditeitsrisico** betreffen.

**Winstgevendheid (corporate profitability):** een maatstaf voor de prestaties van ondernemingen op het vlak van winstgevendheid, hoofdzakelijk in verhouding tot hun omzet, activa of eigen vermogen. Er bestaan een aantal verschillende ratio's inzake winstgevendheid, gebaseerd op de jaarrekeningen van de ondernemingen, zoals de verhouding van het bedrijfsresultaat (omzet min bedrijfskosten) tot de omzet, de verhouding van het nettoresultaat (bedrijfsresultaat en resultaat uit andere activiteiten, na belastingen, afschrijvingen en buitengewone baten en lasten) tot de omzet, het rendement op de activa (dat het nettoresultaat relateert aan de totale activa) en het rendement op het eigen vermogen (dat het nettoresultaat relateert aan het eigen vermogen). Op macro-

economisch niveau wordt als maatstaf voor de winstgevendheid vaak gebruik gemaakt van het **bruto-exploitatieoverschot**, op basis van de nationale rekeningen, bijvoorbeeld in verhouding tot het bbp of de toegevoegde waarde.

ISSN 1561459-X



9 771561 459002