

2. Reacties van de autoriteiten : maatregelen en instellingen

De Europese autoriteiten hebben hun inspanningen voortgezet om het hoofd te bieden aan de financiële spanningen in het eurogebied en om een oplossing te vinden voor de institutionele gebreken en macro-economische onevenwichtigheden. Het Eurosysteem heeft zijn niet-conventionele maatregelen uitgebreid die erop gericht zijn de transmissie en de uniformiteit van het monetair beleid te vrijwaren, dit door liquiditeiten op zeer lange termijn te verstrekken en door aan te kondigen dat er, indien nodig en onder strikte voorwaarden, outright monetaire transacties zouden worden verricht. Tegen de achtergrond van economische neergang en een afname van de inflatoire druk, heeft het in juli zijn leidinggevende tarieven verlaagd. Parallel met de instelling van het permanent stabiliteitsmechanisme, werd van de aanpassingsprogramma's van Griekenland, Ierland en Portugal de uitvoering voortgezet, en is een nieuw programma uitgewerkt voor de herkapitalisering van de Spaanse banksector. De economische governance van de EU en van het eurogebied is bovendien verstevigd, op het vlak van zowel het begrotingsbeleid als de macro-economische onevenwichtigheden. De staatshoofden en regeringsleiders van de EU hebben, tot slot, de pijlers voor de voltooiing van de EMU vastgesteld, die onder meer de oprichting van een echte bankenunie omvatten. In dat kader is besloten tot de instelling van een enkelvoudig toezichtmechanisme waarin zowel de ECB als de bevoegde nationale autoriteiten vertegenwoordigd zijn; dit mechanisme zal in de loop van 2014 operationeel worden.

2.1 Monetair beleid van het Eurosysteem

Afzwakking van de financiële spanningen en economische stabilisatie aan het begin van het jaar

Tegen de achtergrond van hevige spanningen op diverse segmenten van de financiële markten van het eurogebied, keurde de Raad van Bestuur van de ECB op zijn vergadering van 8 december 2011 een omvangrijk pakket nieuwe kredietondersteunende maatregelen goed. Deze moesten onder meer de gevolgen van de fragmentatie van de financiële markten voor de financieringsvoorwaarden van de private sector opvangen en waarborgen dat de verlagingen van de beleidsrentetarieven van november en december 2011 vlot doorwerken in de reële economie.

Eerst kondigde de Raad aan liquiditeiten op langere termijn te zullen verstrekken via twee transacties met een looptijd van drie jaar. Ten tweede heeft hij de lijst van de als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem aanvaarde activa uitgebreid, door de vereiste minimale rating voor bepaalde effecten met activa als onderpand (*asset-backed securities* – ABS) te verlagen en de nationale centrale banken toe te staan tijdelijk bepaalde bancaire leningen die aan specifieke beleenbaarheidscriteria voldoen, als onderpand te aanvaarden. Ten derde heeft de Raad het percentage van de reserveverplichtingen verlaagd van 2 tot 1% vanaf de reserve-aanhoudingsperiode die aanving op 18 januari 2012. Ten slotte besloot hij de finetuningtransacties die tot dan toe de laatste dag van elke reserve-aanhoudingsperiode waren verricht, op te schorten.

De twee langerlopende transacties met een looptijd van drie jaar hadden tot doel de banken toegang te verzekeren tot een stabiele financiering op langere termijn, om

te voorkomen dat ze hun schuldhefboom bruusk zouden verlagen om hun financieringsproblemen op te lossen. Hoewel een dergelijke verlaging op zich een wenselijk proces is, aangezien ze opnieuw gunstige voorwaarden kan scheppen voor de soliditeit van de banksector, dreigt een overhaast schuldverminderingproces – dat doorgaans verloopt via een te snelle verkoop van activa of via een beperking van de kredietverlening – te wegen op de financiële markten en de economie in haar geheel te schaden. De uitbreiding van de lijst van onderpand voor de leningen van het Eurosysteem was dan weer bedoeld om de toegang van de banken tot die leningen te vergemakkelijken. Ten slotte heeft de verlaging van de reserveratio de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banken gedrukt ten belope van ongeveer € 100 miljard. Op te merken valt dat de reserveverplichtingen niet meer nodig zijn als instrument om de korte geldmarktrente te stabiliseren wanneer er een algemeen liquiditeitsoverschot is. Dit bleek zeer duidelijk het geval te zijn sinds de invoering, op 15 oktober 2008, van de vaste-rentetenders met volledige toewijzing van de inschrijvingen.

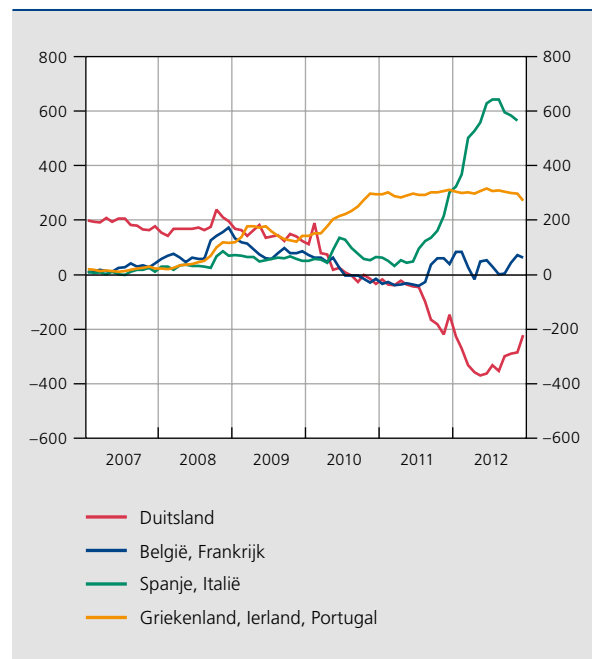
De twee herfinancieringstransacties met een looptijd van drie jaar vormden onmiskenbaar de belangrijkste maatregel. De toewijzingen vonden respectievelijk op 21 december 2011 en 29 februari 2012 plaats, in de vorm van vaste-rentetenders voor een onbeperkt bedrag, tegen een rente die gelijk is aan de gemiddelde rente op basisherfinancieringstransacties gedurende heel hun looptijd. Voor die twee transacties gold bovendien een optie tot vervroegde terugbetaling na een jaar om de banken een grote flexibiliteit te bieden en het beheer van hun passiva te vergemakkelijken. Het Eurosysteem wees € 489 miljard toe bij de eerste transactie en € 530 miljard via de tweede. Aangezien die transacties deels de plaats innamen van andere die op vervaldag kwamen, bedroeg de nettoliquiditeitsinjectie respectievelijk € 210 miljard en € 311 miljard. Uit die relatief hoge bedragen blijkt dat de banken de voorwaarden als aantrekkelijk beschouwden in vergelijking met die op de geld- of obligatiemarkt. De transactie van december viel bij 523 instellingen in de smaak, terwijl er 800 deelnamen aan die van februari. Tal daarvan waren kleine banken, die doorgaans een sleutelrol spelen in de kredietverlening aan de kmo's. Dat resultaat werd dan ook als positief beschouwd, omdat de kmo's sterk afhankelijk zijn van bancaire financiering en omdat deze laatste belangrijk zijn voor de economieën van het eurogebied, waarin ze bijna drie vierde van de werkgelegenheid van de private sector verschaffen.

De financieringsproblemen hadden een grote invloed op de inschrijvingen van de banken, aangezien de opgenomen bedragen grotendeels hun financieringsbehoeften voor de komende drie jaar dekten. Wegens

de toenemende segmentatie van de financiële markten langs de nationale grenzen, waren het vooral de banken uit financieel kwetsbaar geachte landen die financieringsproblemen ondervonden of vreesden ermee geconfronteerd te worden. De grensoverschrijdende uitstroom van liquiditeit die met deze problemen gepaard ging, kwam in de balans van de nationale centrale banken (NCB's) van de betrokken landen tot uiting in een daling van de door commerciële banken aangehouden tegoeden en, als tegenpost, in een stijging van de verplichtingen binnen het betalingssysteem Target2. Daar ze te kampen hadden met opdrogende private financiering, wendden commerciële banken zich vervolgens tot hun respectieve nationale centrale banken om zich te herfinancieren. Zo zijn de door de Spaanse en Italiaanse centrale bank verstrekte liquiditeiten aanzienlijk gestegen in het kader van de transacties op drie jaar, terwijl de centrale banken van Griekenland, Portugal en Ierland reeds in een vroeger stadium van de crisis aan een toegenomen herfinancieringsvraag van de banksector moesten voldoen.

Daarentegen ontvingen de commerciële banken van de financieel solide geachte landen een grensoverschrijdende instroom van liquiditeiten, wat tot uiting kwam in de Target2-vorderingen die de nationale centrale banken van

GRAFIEK 19 NETTOLENINGEN⁽¹⁾ VAN DE BANKSECTOREN BIJ DE NATIONALE CENTRALE BANKEN
(uitstaande bedragen, maandgegevens in € miljard)



Bronnen: NCB's.

(1) Verschil tussen de bedragen van de leningen van de NCB's aan de ingezeten banksectoren en de bedragen van de deposito's van de ingezeten banksectoren bij de NCB's.

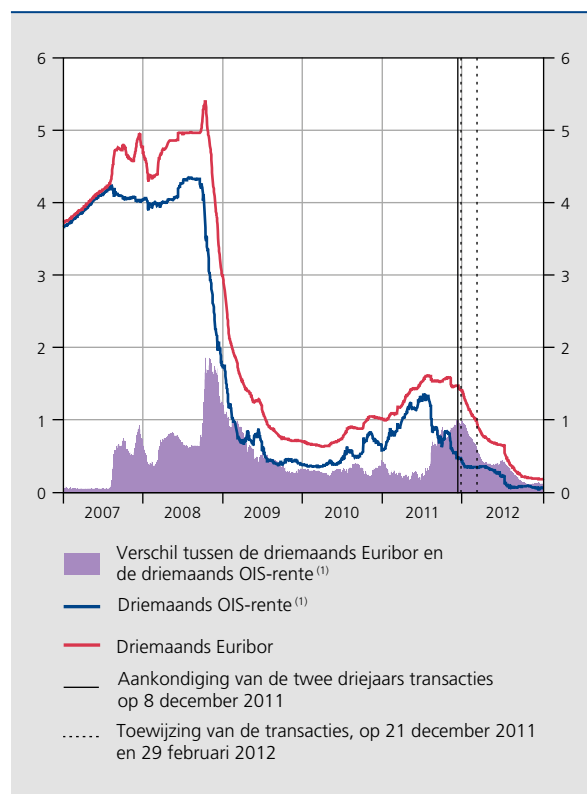
die landen in hun balans opnemen. Die instroom stelde de ingezeten commerciële banken in staat hun beroep op herfinanciering bij de centrale bank te verminderen. Sommige centrale banken – waaronder de Deutsche Bundesbank – stelden zelfs vast dat de tegenpartijen bij hen meer liquiditeiten plaatsten dan ze aan de banksector verleenden.

Die situatie illustreert de toegenomen intermediatierol van het Eurosysteem tijdens de crisis, waarbij de banken zich liever tot het Eurosysteem richtten om zich te herfinancieren of hun liquiditeitsoverschot te plaatsen dan elkaar krediet te verlenen, met een verlenging van zijn balans als gevolg⁽¹⁾.

De tenuitvoerlegging van de in december 2011 genomen maatregelen en, in het bijzonder, de overvloedige liquiditeitstoevoer via de driejaars transacties hadden een kalmerende invloed op tal van marktsegmenten. Op de geldmarkt zijn de risicopremies aanzienlijk gedaald. Nadat het verschil tussen de driemaands Euribor en de driemaands OIS-rente begin december 2011 een peil van 100 basispunten had bereikt – wat vergelijkbaar is met dat van begin 2009, bij de aanvang van de crisis – liep het terug tot ongeveer 40 basispunten begin april 2012. De volatiliteit van de driemaands Euribor is bovendien sterk afgenomen, ook al bleef de activiteit op de interbancaire markt zeer beperkt. Enerzijds hebben de liquiditeitsverstreckende transacties op drie jaar immers de herfinancieringsbehoeften van de banken ruim verminderd, en anderzijds bleven de aan de gang zijnde balansaanpassingsprocessen, de bezorgdheid over het kredietrisico van de tegenpartijen en, tegen de achtergrond van een groot liquiditeitsoverschot, de lage opportuniteitskosten van het beroep op de depositofaciliteit van het Eurosysteem de verhandelde volumes drukken. Op de obligatiemarkt bleek de verbetering van het vertrouwen uit een daling van de van de banken van het eurogebied gevorderde risicopremies en uit een voorzichtig herstel van hun uitgiften met middellange en lange looptijden.

De versoepeling van de financieringsvoorwaarden van de banken kwam ook ten goede aan de markten voor overheidsobligaties, waar de rendementen sterk afnamen en de rendementsverschillen ten opzichte van de Duitse Bund al met al vernauwden, vooral voor de looptijden van minder dan drie jaar. Die ontwikkelingen vloeien in het algemeen voort uit de verschillende onderlinge verbanden tussen de financiële sector en de overheidssector. Meer specifiek zijn ze eveneens toe te schrijven aan het feit dat de banken – met name de Italiaanse en Spaanse – de bij de driejaars transacties opgenomen liquiditeiten aanwendden om de aankoop van overheidsobligaties

GRAFIEK 20 DRIEMAANDS RENTETARIEVEN
(daggegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

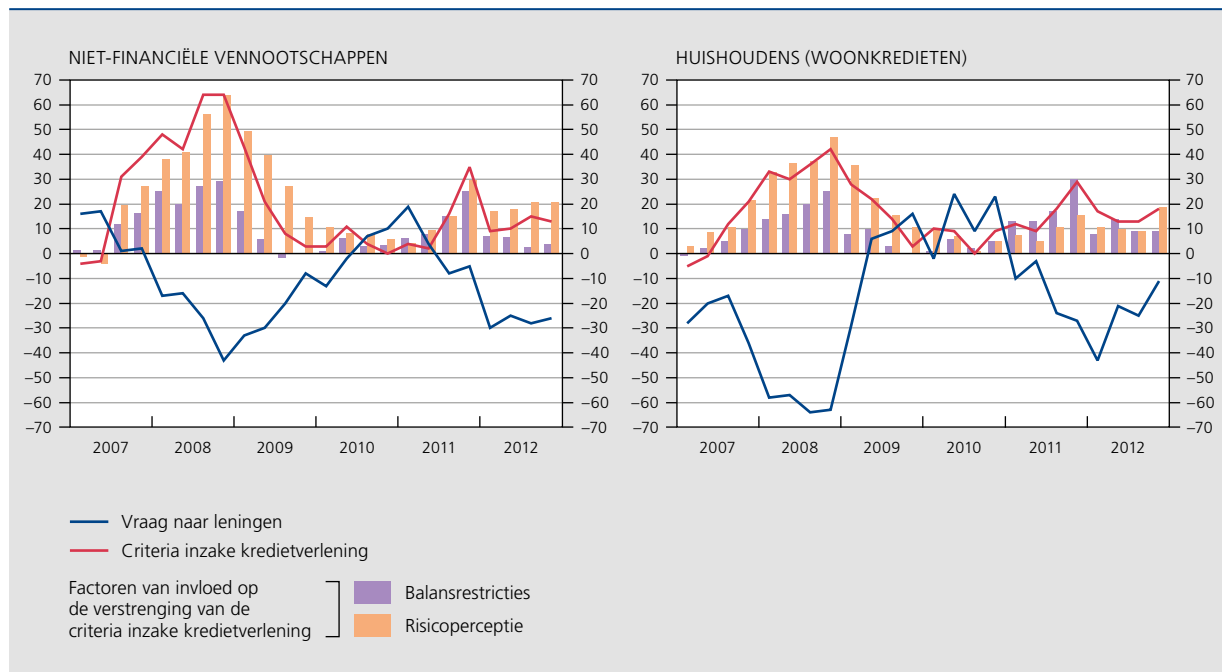
(1) Vaste rente betaald door de tegenpartij van een renteswapcontract, die voor een periode van drie maanden de daggeldrente (Eonia) ontvangt.

van hun respectieve landen te financieren. Hoewel deze laatste ontwikkeling de financieringskosten van de staten hielp verlichten, versterkte ze tevens de samenhang tussen het soeverein en het bancair risico en verhoogde ze derhalve de kwetsbaarheid van de banken van die landen voor een liquiditeits- of solvabiliteitscrisis van de binnenlandse overheidsfinanciën.

De gunstige effecten van de driejaars liquiditeitsverstreckende transacties op de financieringsvoorwaarden van de banken bleken eveneens uit de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied. De banken meldden in het eerste kwartaal van 2012 immers een duidelijke verbetering van hun toegang tot *wholesale* financiering, vooral wat de geld- en obligatiemarkt betreft. Zowel voor de leningen aan niet-financiële vennootschappen als voor die aan huishoudens werd de aanscherping van de criteria inzake kredietverlening door de banken bovendien sterk afgezwakt, hoofdzakelijk als gevolg van een afname van de balansrestricties.

(1) Voor meer informatie, zie Boeckx, J. (2012), 'Welke rol speelt het Eurosysteem tijdens de financiële crisis?', NBB, Economisch Tijdschrift, september, p. 7-29.

GRAFIEK 21 ENQUÊTE VAN HET EUROSISTEEM NAAR DE BANCAIRE KREDIETVERLENING IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾
(kwartaalgegevens)



Bron: ECB.

(1) Nettoprocentages van de antwoorden van de banken op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, die aangeven in welke mate de criteria voor het verlenen van kredieten verstrengd (+) of versoepeld (-) werden, en die het verloop van de vraag naar kredieten weergeven.

Hoewel de vermindering van de financieringskosten en de balansrestricties een forse inkrimping van de kredietverlening aan de niet-financiële private sector kon voorkomen, bleef de kredietverstrekking niettemin de medio 2011 ingezette neerwaartse tendens volgen. Het verloop van de bankleningen aan de huishoudens en niet-financiële vennootschappen werd nog steeds afgeremd, onder meer door een aanhoudende perceptie van grote risico's, alsook door de zwakte van de vraag die de lusteloze economische bedrijvigheid en het aan de gang zijnde aanpassingsproces van de balansen van de niet-financiële sector weerspiegelt.

Een ander effect van de herfinancieringstransacties op drie jaar was dat ze het liquiditeitsoverschot in het bankwezen van het eurogebied met een ongekend bedrag deden toenemen. Terwijl dat overschot tijdens de tweede helft van 2011 sterk was gestegen tot ongeveer € 300 miljard vlak vóór de eerste driejaars transactie, overschreed het € 800 miljard onmiddellijk na de tweede, begin maart 2012. Tegen die achtergrond bleef de daggeldmarktrente op de interbancaire markt (Eonia) op een bodempeil, in de buurt van de rente op de depositofaciliteit.

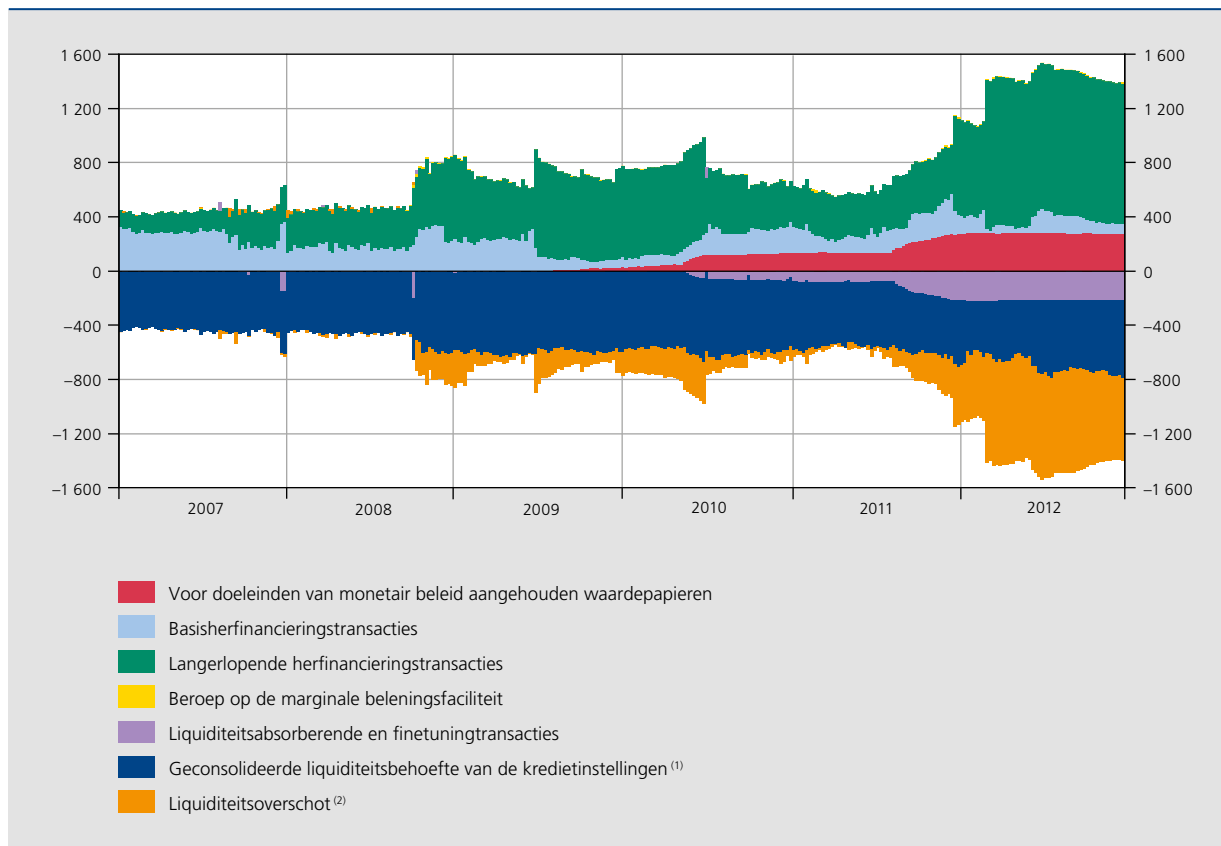
Het liquiditeitsoverschot is gelijk aan het verschil tussen het uitstaand bedrag van de transacties die tot een

expansie van de liquiditeit leiden – namelijk de herfinancieringstransacties, de aankopen van waardepapieren voor monetairbeleidsdoeleinden en het beroep op de marginale beleningsfaciliteit – en de som van het uitstaand bedrag van de liquiditeitsabsorberende transacties en de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen op basis van de autonome factoren en de reserveverplichtingen. Het stemt overeen met de som van de op de depositofaciliteit en op de rekeningen-courant geplaatste bedragen bovenop de reserveverplichtingen. Een toename van het liquiditeitsoverschot verruimt de geldbasis, maar vormt in werkelijkheid een bijna automatische tegenpost van de explosieve stijging van de door het Eurosysteem verstrekte liquiditeiten. Ze wijst op de grotere intermediatierol die het Eurosysteem in het bankwezen van het eurogebied vervult, maar zegt niets over de aanwending van de geleende middelen door de banken. Zoals in Kader 2 nader wordt toegelicht, vormt een toename van de geldbasis niet meteen een bedreiging voor de prijsstabiliteit.

Naast het bedaren van de financiële spanningen begin 2012, doken er gaandeweg tekenen op van een stabilisatie van de economische bedrijvigheid, zij het op een nog steeds zwak peil. Hoewel de vooruitzichten onderhevig bleven aan neerwaartse risico's, in een omgeving die nog altijd

GRAFIEK 22 LIQUIDITEIT IN HET EUROSISTEEM

(uitstaande bedragen, weekgegevens in € miljard)



Bron: ECB.

(1) Liquiditeitsbehoefte afkomstig van 'autonome factoren', zoals de vraag naar biljetten, en van de reserveverplichtingen.

(2) Het liquiditeitsoverschot is gelijk aan het verschil tussen het uitstaand bedrag van de transacties die tot een expansie van de liquiditeit leiden – namelijk de herfinancieringstransacties, de aankopen van waardepapieren voor monetairbeleidsdoeleinden en het beroep op de marginale beleningsfaciliteit – en de som van het uitstaand bedrag van de liquiditeitsabsorberende transacties en de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen. Het stemt overeen met de som van de op de depositofaciliteit en op de rekeningen-courant geplaatste bedragen bovenop de reserveverplichtingen.

Kader 2 – Vormt de forse groei van de balans van het Eurosysteem een bedreiging voor de prijsstabiliteit?

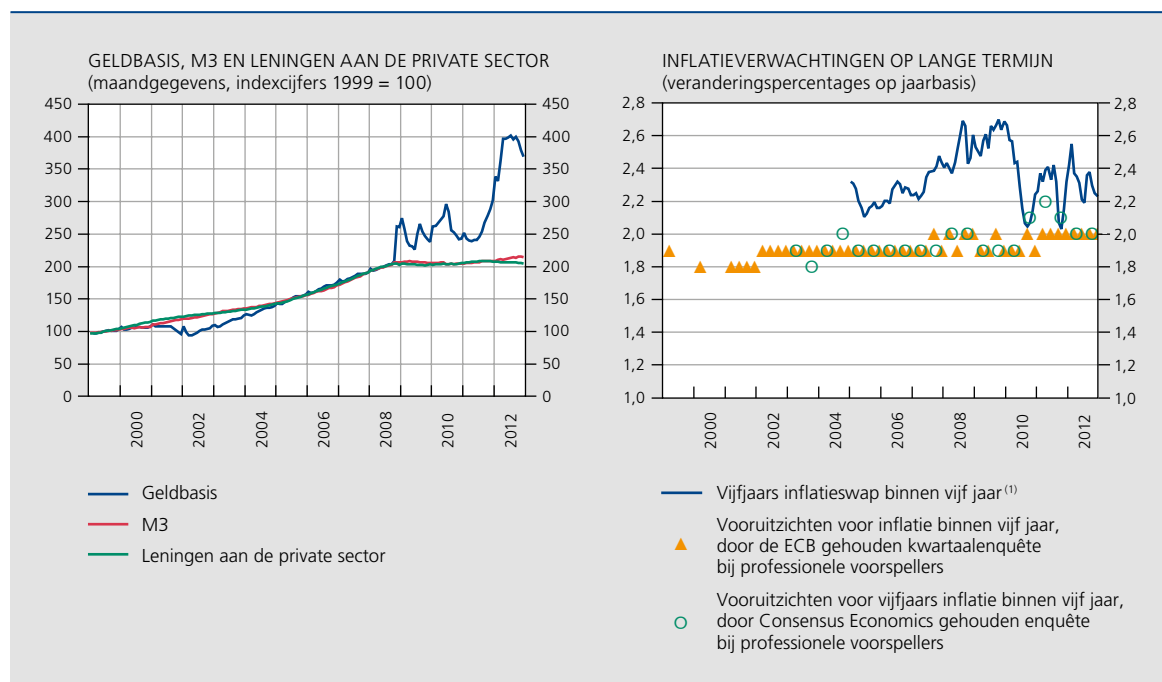
Het peil van de geldbasis, die overeenstemt met geld in zijn meest liquide vorm – dat wil zeggen het geld dat enkel door de centrale bank kan worden gecreëerd en dus bestaat uit de bankbiljetten in omloop en de tegoeden die de banken bij de centrale bank aanhouden, hetzij op hun rekening-courant, hetzij op de depositofaciliteit – is in het eurogebied aanzienlijk gestegen sinds het uitbreken van de economische en financiële crisis. Dit valt te verklaren door de intermediatierol op de interbancaire markten die het Eurosysteem diende te spelen. Enerzijds beschikken solvabele banken met liquiditeitsproblemen immers over de mogelijkheid zich tegen aantrekkelijke voorwaarden bij het Eurosysteem te herfinancieren tegen afgifte van passend onderpand. Anderzijds kunnen de solidere banken hun liquiditeitsoverschot plaatsen bij een veilige tegenpartij, namelijk de centrale bank. Derhalve stegen de door het Eurosysteem aan de banken verstrekte kredieten boven de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banksector uit en brachten ze een – momenteel omvangrijk – liquiditeitsoverschot op de geldmarkt teweeg, dat de vorm aannam van een beroep op de depositofaciliteit en van tegoeden die bovenop de reserveverplichtingen in rekening-courant worden aangehouden.



Toen de financiële spanningen op de markten voor overheidsobligaties opliepen, wat niet zonder gevolgen bleef voor de financieringsvoorwaarden van de ingezeten banksector van de getroffen landen, werd die intermediatierol nog versterkt, onder meer door het besluit om de banken toe te staan zich, in december 2011 en februari 2012, te herfinancieren bij de centrale bank voor een termijn van drie jaar, en dit tegen een aantrekkelijke rente.

De daarmee gepaard gaande stijging van de geldbasis kan vragen doen rijzen over het risico van een excessieve kredietverstrekking of een ontsporing van de inflatie. Hoewel in het verleden een nauwe samenhang tussen de ontwikkelingen van de geldbasis, de kredietverlening en de ruime geldhoeveelheid M3 werd vastgesteld, is de eerste variabele evenwel geen belangrijke determinant van de laatste twee. Het Eurosysteem ziet er immers systematisch op toe dat de banken over de benodigde liquiditeiten beschikken: voorheen stemde het zijn liquiditeitsverstrekking af op de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banksector en sinds 15 oktober 2008 willigt het, als gevolg van de verstoringen op de interbancaire markt, alle liquiditeitsaanvragen van de individuele banken in tegen een vaste rente. Hierdoor wordt de kredietverlening niet beperkt door de beschikbaarheid van centralebankreserves.

GELDBASIS, M3, LENINGEN AAN DE PRIVATE SECTOR EN INFLATIEVERWACHTINGEN OP LANGE TERMIJN IN HET EUROGEBIED



Bronnen : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) Impliciete inflatie afgeleid uit swaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken, voor een periode van vijf jaar die vijf jaar na het sluiten van de overeenkomst start.

De individuele banken maken in werkelijkheid een afweging tussen risico en rendement wanneer ze besluiten kredieten toe te kennen aan de reële economie. Voor een commerciële bank vormt het liquiditeitsoverschot dat ze bij de centrale bank aanhoudt, in vergelijking met de aan de reële economie verleende kredieten, een zowel veilig als zeer liquide actief, maar het draagt een penaliserende rente, aangezien de vergoeding erop altijd lager is dan de marktrente. Geconfronteerd met de crisis verkozen de banken dat actief echter boven een ander gebruik van hun liquiditeiten, dat een hogere vergoeding zou bieden maar waarbij ze risico zouden moeten nemen. Derhalve vertonen de kredietverstrekking en de geldhoeveelheid in ruime zin een vlak verloop, terwijl de geldbasis aanzienlijk is toegenomen. Omgekeerd betekent die vaststelling niet noodzakelijkerwijs dat de door de Raad

van Bestuur van de ECB genomen maatregelen geen positieve invloed op de kredietverstrekking uitoefenden. Negatieve aanbodfactoren zouden de leningen wellicht meer hebben gedrukt indien de banken met een liquiditeitstekort zich niet tot de centrale bank hadden kunnen wenden om zich te herfinancieren.

Aangezien de verruiming van de geldbasis de groei van de kredietverlening niet heeft versneld, wat ook toe te schrijven is aan de relatief zwakke vraag naar leningen in een omgeving van futloze groei, lijkt het gevaar voor een ontsporing van de inflatie op dit ogenblik veeleer beperkt. Het al met al matige verloop van de inflatie, en in het bijzonder van de onderliggende inflatie, bevestigt die vaststelling. Bovendien bleven de inflatieverwachtingen op lange termijn onafgebroken rond niveaus die in overeenstemming zijn met de prijsstabiliteit. Dit geldt niet alleen voor de vooruitzichten die worden ontleend aan de enquêtes bij professionele voorspellers, maar ook voor die welke worden afgeleid uit financiële producten, zoals inflatieswaps. Hoewel deze laatste dicht bij hun historische gemiddelde liggen, kunnen de risicopremies die daarin begrepen zijn – vooral in een klimaat van financiële onrust – het signaal betreffende de werkelijke inflatieverwachtingen echter vertroebelen. Deze maatstaven moeten dus omzichtig worden geïnterpreteerd.

Waakzaamheid blijft echter geboden, om te vermijden dat de groei van de centralebankbalans een ontsporing van de inflatie of een lossere verankering van de inflatieverwachtingen zou veroorzaken. Ook al nopen financiële-stabiliteitsoverwegingen het Eurosysteem ertoe een belangrijke intermediatierol te blijven vervullen – wat tot uiting komt in een omvangrijke centralebankbalans –, beschikt de Raad van Bestuur altijd over de mogelijkheid de monetairbeleidskoers te verstrakken indien opwaartse risico's zouden opduiken die de prijsstabiliteit bedreigen. Ten eerste zou het Eurosysteem dan termijndeposito's kunnen aanbieden of schuldbewijzen kunnen uitgeven die doorgaans beter worden vergoed dan de depositofaciliteit. Die instrumenten zouden het mogelijk maken een deel van het aanzienlijke liquiditeitsoverschot dat op de daggeldrente weegt, te absorberen. Tijdens het verslagjaar lag deze rente immers in de buurt van de vergoeding van de depositofaciliteit. Een andere mogelijkheid zou erin bestaan de rentecorridor te wijzigen, door deze bijvoorbeeld te verhogen of door enkel de vergoeding van de depositofaciliteit op te trekken. In dit geval zou de daggeldrente eveneens omhooggaan.

Indien die stijging van de daggeldrente – al was het maar gedeeltelijk – zou doorwerken in de aan retailcliënten voorgestelde tarieven, zou de kredietvraag van de huishoudens en de ondernemingen worden afgeremd. Wat het kredietaanbod betreft, zal de toename van de vergoeding van de bij de centrale bank aangehouden tegoeden – in de vorm van termijndeposito's, schuldbewijzen of een beroep op de depositofaciliteit – doorgaans de opportuinitetskosten voor het aanhouden van liquiditeitsoverschotten bij de centrale bank verlagen. Die twee effecten kunnen de kredietverlening, en bijgevolg de inflatie, matigen. Op die manier moeten die mechanismen het Eurosysteem in staat stellen de prijsstabiliteit op middellange termijn te blijven waarborgen, ondanks een omvangrijke balans.

doordrongen was van onzekerheid, zou de reële bbp-groei zich in de loop van het jaar geleidelijk herstellen. De HICP-inflatie, van haar kant, liep geleidelijk terug nadat ze in oktober en november 2011 een peil van 3% had bereikt. Op dat ogenblik werd verwacht dat de inflatie op jaarbasis vanaf begin 2013 onder de 2% zou zakken, terwijl de monetaire analyse niet op enige inflatoire druk op middellange termijn wees. Tegen die achtergrond vond de Raad van Bestuur van de ECB dat het peil van de beleidsrente passend bleef, na de twee verlagingen met elk 25 basispunten waartoe respectievelijk in november en december 2011 was besloten. Derhalve handhaafde de Raad de centrale beleidsrente op 1%.

Opnieuw oplaaierende financiële spanningen tegen de achtergrond van verslechterende economische vooruitzichten

Het relatieve optimisme dat in de eerste maanden van het verslagjaar in het eurogebied heerste, is sedert het begin van de lente evenwel beginnen te verdampen, zowel op de financiële markten als wat de economische bedrijvigheid betreft.

Na de nulgroei die in het eerste kwartaal voor het bbp werd opgetekend, kwamen er vanaf mei alsmear meer tekenen van economische vertraging en werden de

economische vooruitzichten, in een omgeving van toenemende onzekerheid, geleidelijk neerwaarts herzien. De inflatie bleef dalen, tot 2,4 % over de periode van mei tot juli, ondanks opwaartse effecten die voortvloeiden uit hoge energieprijzen en uit de verhoging van de indirecte belastingen in sommige landen. Tegen de achtergrond van een zwakke groei en een stevige verankering van de inflatieverwachtingen, waren de inflatoire spanningen op de voor het monetair beleid relevante termijn overigens afgezwakt.

De monetaire dynamiek bleef gematigd, wat in overeenstemming was met de getemperde inflatoire spanningen. Zoals blijkt uit de resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening werden de toekenningscriteria voor leningen voortdurend aangescherpt, vooral door de perceptie van grote risico's, terwijl de balansrestricties enigszins afnamen. Daarnaast bleven de sombere vooruitzichten voor het bbp-verloop en het aan de gang zijnde balansaanpassingsproces drukken op de voortdurend afnemende vraag naar leningen, zowel bij de huishoudens als bij de ondernemingen. Daardoor, en hoewel de algemene situatie van het eurogebied grote verschillen tussen de landen bleef verhullen, nam de jaar-op-jaar groei van de leningen aan de niet-financiële private sector nog verder af, gedrukt door een aanzienlijke krimp van de leningen aan de niet-financiële vennootschappen. De stijging van het monetaire aggregaat

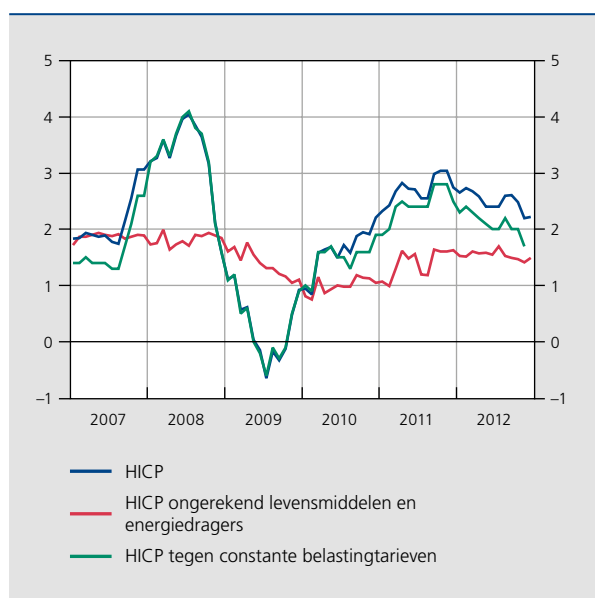
M3 van zijn kant nam lichtjes toe en kwam uit op 3,9 % in oktober, tegen 2 % in januari. Dat M3 en de leningen aan de private sector elk een verschillend verloop zijn beginnen te vertonen, is in hoofdzaak het gevolg van een stijging van de vorderingen van de banken van het eurogebied op de overheid, maar eveneens van een algemene voorkeur voor liquidere activa in een onzekere economische omgeving die wordt gekenmerkt door lage rentetarieven. Deze voorkeur deed de financiële verplichtingen van de banken op langere termijn afnemen en beïnvloedde ook het verloop van de componenten van M3. Vanaf mei versnelde de jaar-op-jaar groei van het enge aggregaat M1 aanzienlijk, aangewakkerd door een verschuiving van de kortetermijndeposito's (M2-M1) naar de zichtdeposito's. De groei van de verhandelbare instrumenten, die eveneens in M3 zijn begrepen, werd daarentegen negatief – tot juli gaf deze groei nog een opwaartse beweging te zien – als gevolg van een scherpe daling van de door MFI's uitgegeven kortlopende schuldbewijzen en van de retrocessies.

Tegen de achtergrond van een nieuwe verheviging van de spanningen op de markten van de overheidsschuld, een verslechtering van de economische vooruitzichten en een gematigde inflatoire druk, nam de Raad van Bestuur van de ECB in juni en juli een aantal nieuwe conventionele en niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, die ten doel hadden zowel de financiering van de banken als de groeidynamiek te ondersteunen.

Zo kondigde de Raad van Bestuur op 6 juni aan dat hij zijn herfinancieringstransacties in de vorm van vaste-rentetenders, met volledige toewijzing van de inschrijvingen, zolang als nodig en op zijn minst tot 15 januari 2013 zou voortzetten. Voor de basisherfinancieringstransacties en de uitzonderlijke herfinancieringstransacties waarvan de looptijd samenvalt met een reserveaanhoudingsperiode – namelijk ongeveer een maand – zou steeds een rentetarief worden toegepast dat gelijk is aan het op het ogenblik van de toewijzing geldende centrale beleidsrentetarief. Voor de langerlopende transacties zou dit, zoals voordien reeds het geval was, overeenstemmen met de gemiddelde rente op de basisherfinancieringstransacties die worden uitgevoerd gedurende heel de looptijd van de betreffende transactie. Om de toegang van de banksector tot de liquiditeitsverstrekende transacties van het Eurosysteem nog te verbeteren, besliste de Raad van Bestuur op 20 juni de lijst van beleenbaar onderpand voor de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem opnieuw uit te breiden, door de vereiste minimale rating voor bepaalde ABS te verlagen en de beleenbaarheidscriteria van die activa te wijzigen.

GRAFIEK 23 INFLATIE IN HET EUROGEBIED

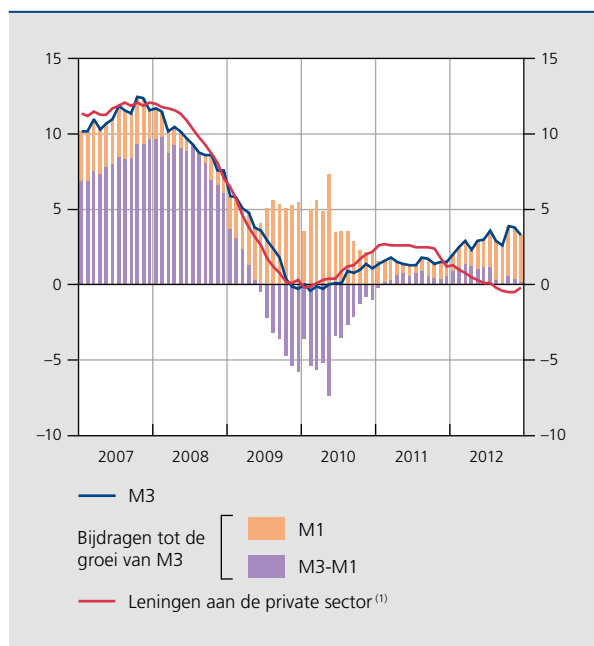
(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, maandgegevens)



Bronnen: EC, ECB.

GRAFIEK 24 M3 EN LENINGEN AAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld, seizoengezuiverde gegevens)



Bron: ECB.

(1) Namelijk huishoudens, niet-financiële vennootschappen, verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen of instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening en overige niet-monetaire financiële intermediairs. Voor effectiseringsinvloeden gezuiverde gegevens.

Op 5 juli besliste de Raad van Bestuur om zijn monetair beleid nog verder te versoepelen, door zijn beleidsrentetarieven met 25 basispunten te verlagen. De Raad was daarbij van oordeel dat de verslechtering van de groeivoorzichten en de toename van de onzekerheid zouden wegen op de inflatoire druk en dat in dergelijke omstandigheden een verlaging van de beleidsrentetarieven gegrond was om zijn mandaat voor het behoud van de prijsstabiliteit op middellange termijn na te leven. Door deze beslissing kwamen de beleidsrentetarieven op een historisch laag peil te liggen, meer bepaald 0,75 % voor de centrale beleidsrente, 0 % voor de rente op de depositofaciliteit en 1,5 % voor de rente op de marginale beleningsfaciliteit. Op de geldmarkt deed dat de daggeldrente Eonia fors dalen; die zakte geleidelijk tot onder de 10 basispunten en bleef aldus in de buurt van het rendement op de depositofaciliteit, in een omgeving die werd gekenmerkt door een nog steeds bijzonder groot liquiditeitsoverschot. De vermindering van de vergoeding voor de depositofaciliteit tot op het peil van die van de bedragen op de rekeningen-courant bovenop de wettelijke reserves – die niet worden vergoed – deed voor de banken overigens de financiële aansporing wegvallen om hun overvloedige beschikbare middelen naar de depositofaciliteit te

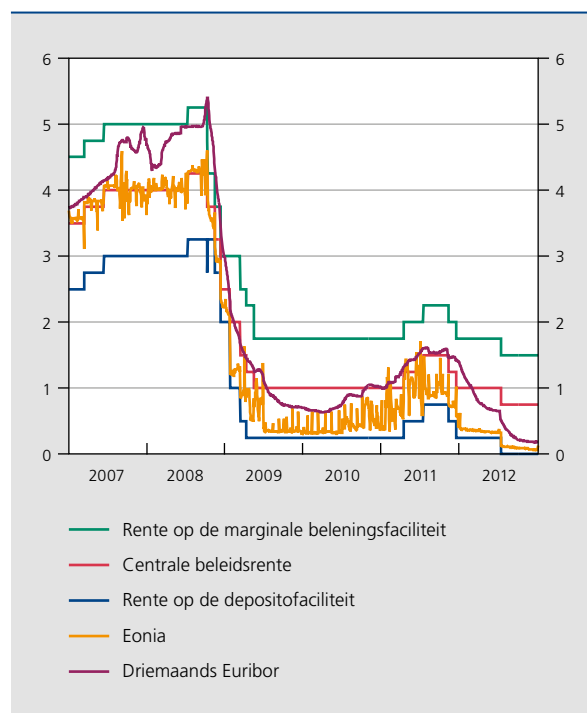
transfereren. Derhalve namen de op de depositofaciliteit geplaatste sommen geld aanzienlijk af, terwijl terzelfder tijd de bedragen op de rekeningen-courant toenamen. In totaal bleef het liquiditeitsoverschot na de verlaging van de beleidsrentetarieven echter nagenoeg onveranderd. In de loop van de herfst kromp het liquiditeitsoverschot evenwel ietwat, na de aankondiging van nieuwe niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, namelijk de *outright* monetaire transacties.

Ernstige verstoring van de markt van de overheidsobligaties en *outright* monetaire transacties

Ondanks de vooruitgang die op de top van staatshoofden en regeringsleiders van 28 en 29 juni was behaald om het eurogebied uit de crisis te halen, liepen de kosten voor de Spaanse, en in mindere mate, Italiaanse overheid om geld te lenen bijzonder hoog op in juli, tot een peil dat buitensporig hoog was ten opzichte van de economische fundamentals van deze landen. Aangewakkerd door de toenemende vrees van de beleggers voor een eventuele omkeerbaarheid van de euro – die wordt teweeggebracht

GRAFIEK 25 BELEIDSRENTETARIEVEN EN GELDMARKTRENTETARIEVEN IN HET EUROGEBIED

(daggegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

wanneer een lidstaat het eurogebied verlaat –, liepen de rendementen van de kortlopende obligaties pijlsnel op, wat tot een afvlakking van de rendementscurve leidde. Deze ongezien hevige spanningen hebben de fragmentering van de financiële markten van het eurogebied langs de landsgrenzen aanzienlijk versterkt. Derhalve wogen ze opnieuw zwaar op de financieringsvoorwaarden van verscheidene nationale banksectoren en hadden ze hun weerslag op de krediettoekenningscriteria en op de rentetarieven die de banken hanteerden voor de private sector. De beleidsrenteverlaging die in juli werd doorgevoerd in antwoord op de zwakke economische bedrijvigheid verbreidde zich aldus niet uniform in alle landen van het eurogebied. In sommige landen vond onmiddellijk een transmissie van deze verlaging plaats naar de rentetarieven voor de huishoudens en de ondernemingen, terwijl in andere landen vrijwel geen verandering kwam in de rentetarieven die de banken aanrekenden en er integendeel soms zelfs een verhoging werd opgetekend.

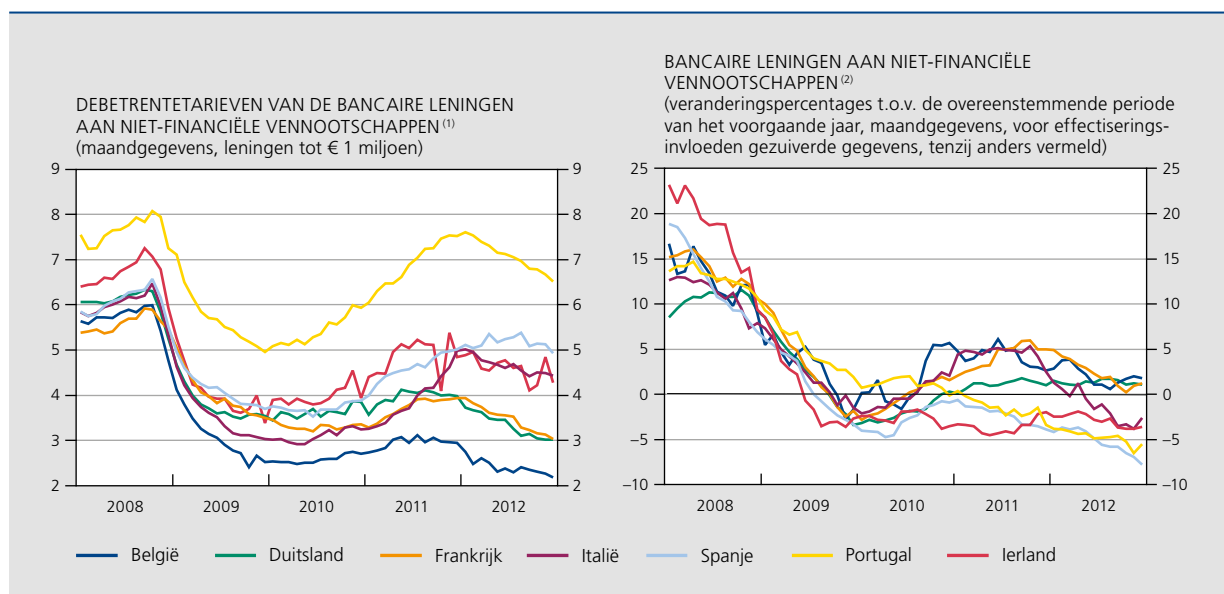
Deze ontwikkelingen dreigden de economieën van verschillende landen in een negatieve spiraal terecht te doen komen en systemische instabiliteit teweeg te brengen, met alle risico's van dien voor de prijsstabiliteit op middellange termijn in het eurogebied. Tegen deze achtergrond, en om te verhinderen dat ernstige verstoringen in de financieringskosten van de staten de werking van de kredietmarkten van het eurogebied dermate zouden belemmeren dat de transmissie en de uniformiteit van

het monetair beleid in gevaar zou komen, kondigde de Raad van Bestuur van de ECB na zijn vergadering van 2 augustus aan eventueel *outright* openmarkttransacties te verrichten. De operationele regels voor deze aankooptransacties op de markten van de overheidsschuld – intussen *outright* monetaire transacties (*Outright Monetary Transactions* – OMT) genoemd – werden op 6 september vastgelegd.

De OMT's werden zodanig ontwikkeld dat ze volledig in overeenstemming zijn met het Europees recht en, in het bijzonder, met het verbod op monetaire financiering dat is ingesteld in artikel 123 van het verdrag betreffende de werking van de EU. Dit artikel verbiedt met name de aankoop van overheidspapier op de primaire markt. In dit kader werd derhalve bepaald dat de OMT's uitsluitend op de secundaire markt zullen worden verricht, onder strikte voorwaarden, en enkel indien ze vanuit het oogpunt van het monetair beleid gerechtvaardigd zijn en in de mate die nodig wordt geacht voor het behoud van de prijsstabiliteit op middellange termijn. De operationele regels van de OMT's zijn ook zodanig vastgesteld dat hun doeltreffendheid gegarandeerd is.

Ten eerste geldt een strikte conditionaliteit, wat moet voorkomen dat afbreuk wordt gedaan aan de stimulanzen, voor de regeringen, om de noodzakelijke aanpassingen door te voeren om het concurrentievermogen te vergroten en om voort te gaan in de richting van een

GRAFIEK 26 BANCAIRE FINANCIERING VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN IN HET EUROGEBIED



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Rentetarieven voor nieuwe leningen, alle looptijden samen.

(2) Alle looptijden samen, vóór februari 2010 niet voor effectiseringsinvloeden gezuiverde gegevens. De gegevens voor Italië zijn niet voor effectiseringsinvloeden gezuiverd.

houdbaar begrotingstraject. Dit betekent dat pas met dergelijke transacties kan worden gestart nadat een lidstaat een programma van de EFFS of van het ESM activeerde, waarbij strikte en doeltreffende voorwaarden gelden, mits in het programma is voorzien in de mogelijkheid voor de EFFS of het ESM om effecten op de primaire markt te kopen. De Raad van Bestuur van de ECB zal evenwel de volledige discretie behouden over de beslissing om dergelijke transacties te verrichten, waarbij uitsluitend zal worden uitgegaan van monetairbeleidsoverwegingen. De transacties zullen worden opgeschort voor de periode dat het programma wordt onderzocht en zullen worden stopgezet indien het programma niet wordt nageleefd, of wanneer het doel van de transacties is bereikt. Ten tweede dienen OMT's voor toekomstige aanpassingsprogramma's, hoewel ze eveneens in overweging kunnen worden genomen voor staten die reeds aan een programma zijn onderworpen, voor zover ze terug toegang krijgen tot de obligatiemarkt. Ten derde zijn OMT's toegespitst op het kortere gedeelte van de rendementscurve en, in het bijzonder, op de overheidsobligaties met een resterende looptijd tussen een en drie jaar. Dit aspect benadrukt het feit dat deze transacties tot het monetairbeleidsdomein behoren en dat ze in hoofdzaak dienen om te wegen op de omkeerbaarheidspremies die zich vooral in die looptijden manifesteren. Ten vierde werd vooraf geen limiet van bedrag vastgelegd, wat aantoont dat het Eurosysteem werkelijk alles in het werk wil stellen om er, binnen de grenzen van zijn mandaat, voor te zorgen dat de euro kan voortbestaan en solide blijft. Ten vijfde, voor wat de obligaties betreft die het Eurosysteem in het kader van de OMT's aankocht, zal het dezelfde behandeling als de private of andere schuldeisers aanvaarden. Tot slot, ten zesde, zal de liquiditeit die door middel van de transacties wordt gecreëerd volledig worden gesteriliseerd, om het totale liquiditeitspeil in het banksysteem niet te veranderen. Om een grote transparantie te verzekeren, is bovendien bepaald dat het totaal van de effecten aangehouden in het kader van de OMT's, hun gemiddelde looptijd, hun marktwaarde en hun uitsplitsing per land zullen worden gepubliceerd.

Nadat de Raad van Bestuur van de ECB de modaliteiten van de OMT's had vastgelegd, maakte hij een einde aan het programma voor de effectenmarkten (*Securities Markets Programme – SMP*); dat was in mei 2010 ingesteld na de eerste hevige spanningen als gevolg van de overheidsschuldencrisis. Dat SMP diende precies om, door de aankoop van overheidspapier op de secundaire markt, marktsegmenten die door de crisis verstoord waren geraakt opnieuw goed te doen functioneren en, derhalve, om een goede transmissie van het monetair beleid te waarborgen. Het SMP ondersteunde de transmissie van het monetair beleid wel, maar omvatte niet

de stimulansen die de overheden ertoe zouden aanzetten hun economisch beleid bij te stellen, en ondanks zijn omvang heeft het programma er evenmin voor kunnen zorgen dat de toestand op de markten van de overheidsschuld duurzaam stabiel werd. Het SMP had overigens een aantal contraproductieve effecten, die waren te wijten aan zijn tijdelijke aard, zijn gebrek aan transparantie en ook aan de perceptie dat het Eurosysteem een bevoorrecht statuut genoot met betrekking tot de verworven effecten.

Wegebbende financiële spanningen, futloosheid van de economische bedrijvigheid en gematigde inflatoire druk aan het einde van het jaar

Zelfs zonder te zijn geactiveerd, hebben de OMT's de stemming op de markten grondig gewijzigd. Alleen al de aankondiging van mogelijke potentieel onbeperkte aankopen van overheidsobligaties deed de financiële spanningen heel erg bedaren, in het bijzonder op de markten van de overheidsschuld van de landen waarover de grootste ongerustheid heerste, zoals Italië en, vooral, Spanje. In deze landen deed de aankondiging overigens de rentetarieven van de banken aan de private sector teruglopen en deed ze, meer algemeen, het vertrouwen terugkeren bij buitenlandse beleggers die zich in de loop van de zomer in groten getale van het eurogebied hadden afgewend. Tot slot lijkt de aankondiging van de OMT's als katalysator te hebben gewerkt voor de geleidelijke vermindering van de opname van liquiditeiten bij het Eurosysteem die vanaf begin september werd vastgesteld.

Tegen deze achtergrond besliste de Raad van Bestuur van de ECB de beleidsrentetarieven onveranderd te laten, ondanks de opeenvolgende neerwaartse herzieningen van de groeivoorzichten in september en in december. De Raad was van oordeel dat de accommoderende monetairbeleidskoers, geholpen door het herstel van het vertrouwen van de markten dat de goedkeuring van de OMT's met zich meebracht, de economische bedrijvigheid zou ondersteunen en dat, in een klimaat van nog steeds gematigde monetaire expansie, de ontwikkelingen inzake inflatie verenigbaar zouden blijven met de prijsstabiliteit op middellange termijn. Opdat de banken toegang zouden hebben tot liquiditeiten en om een adequate transmissie van het monetair beleid te blijven bevorderen, besliste de Raad tijdens zijn vergadering van 6 september om tijdelijk geen minimale kredietrating te vereisen voor bepaalde effecten die zijn uitgegeven of gewaarborgd door de centrale overheid van de landen met een economisch aanpassingsprogramma en voor de landen die voor OMT's in aanmerking komen. Daarnaast werd beslist om in

VS-dollar, Britse pond of Japanse yen luidende verhandelbare schuldbewijzen als onderpand te aanvaarden, voor zover die in het eurogebied werden uitgegeven en worden aangehouden. Met deze laatste beslissing werd in feite een maatregel heringevoerd die reeds van oktober 2008 tot december 2010 van toepassing was. Bovendien besliste de Raad tijdens zijn vergadering van 6 december om de procedure van vaste-rentetenders, met volledige toewijzing van de inschrijvingen, voor al haar transacties te verlengen zolang als nodig is, en op zijn minst tot 9 juli 2013, tegen dezelfde voorwaarden als degene die reeds golden. Op 13 december, tot slot, deelde de Raad zijn beslissing mee om de bestaande valutaswaplijnen tussen de ECB en de Federal Reserve, de Bank of Japan, de Bank of England, de Schweizerische Nationalbank en de Bank of Canada te verlengen tot 1 februari 2014. Hij kondigde voorts aan de verstrekking van liquiditeiten in dollar met een looptijd van 7 tot 84 dagen tot nader order voort te zetten

Over het geheel genomen waren de in 2012 genomen monetairbeleidsbeslissingen van cruciaal belang voor de ondersteuning van de kredietmarkten en de reële economie in het eurogebied. In de loop van het verslagjaar bevestigde de Raad van Bestuur van de ECB voortdurend zijn vastberadenheid om de uniformiteit van het monetair beleid te vrijwaren en om derhalve te zorgen voor een doeltreffende transmissie van dit beleid in alle landen van het eurogebied. De Raad herhaalde echter systematisch dat hij zijn mandaat voor het behoud van de prijsstabiliteit op middellange termijn strikt naleefde en dat hij zijn monetairbeleidsbeslissingen in alle onafhankelijkheid nam. De getroffen maatregelen, en in het bijzonder de OMT's, moeten de problemen met het transmissiemechanisme van het monetair beleid helpen oplossen en moeten het vertrouwen helpen herstellen, maar de problemen vloeien wel hoofdzakelijk voort uit het inadequate economische beleid in verschillende landen. Tegen deze achtergrond, en geconfronteerd met de vanzelfsprekende beperkingen van het monetair beleid, riep de Raad voortdurend op om het weerstandsvermogen van de banken te versterken. Hij nodigde de overheden in het eurogebied overigens uit om in alle vastberadenheid werk te blijven maken van de begrotingssanering en van de structurele hervormingen ter versteviging van het concurrentievermogen, het aanpassingsvermogen van de economie en de groei. Tot slot deed de Raad ook een oproep om de EMU te vervolmaken.

2.2 Maatregelen van de Europese autoriteiten

Reeds in de eerste helft van 2010 hadden de Europese autoriteiten en het IMF een aantal maatregelen genomen

om de zich uitbreidende overheidsschuldencrisis in het eurogebied een halt te kunnen toeroepen. Aanvankelijk werd de crisis voornamelijk beschouwd als een probleem met betrekking tot de overheidsfinanciën dat beperkt bleef tot sommige lidstaten, met name Griekenland. Maar al snel werd duidelijk dat krachtige mechanismen voor noodfinanciering dienden te worden ingesteld om besmetting tussen lidstaten te voorkomen.

Tegelijkertijd bleek ook spoedig dat de coördinatie van het economisch beleid in de EU grondig diende te worden herzien, aangezien het bestaande kader geen afdoend antwoord bleek te kunnen bieden op de groeiende divergentie in het eurogebied. De belangrijkste doelstellingen van de in 2010 ingezette ingrijpende hervorming van de economische *governance* waren het versterken van de begrotingsdiscipline en het tijdig opsporen en zo nodig corrigeren van andere macro-economische onevenwichtigheden. Op die wijze moet kunnen worden vermeden dat de economie van sommige lidstaten nog eens zou worden verstoord, waardoor de stabiliteit van het eurogebied als geheel opnieuw in het gedrang zou kunnen komen.

Op die twee gebieden werd in 2012 doorgeslagen met de versterking en de uitvoering van de eerder genomen maatregelen. Zulks kwam concreet tot uiting in de beslissingen betreffende de programma's van sommige met moeilijkheden kampende landen en in de implementatie van het nieuwe kader voor macro-economisch toezicht. Teneinde de stabiliteit van het eurogebied nog meer te versterken, besloten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied medio 2012 bovendien dat het absoluut noodzakelijk was de vicieuze cirkel van besmetting tussen de banken en de overheden te doorbreken.

Instelling van het permanent stabiliteitsmechanisme

Als reactie op het toenemende wantrouwen van de financiële markten inzake de houdbaarheid van de Griekse overheidsschuld, werd reeds in mei 2010 aan Griekenland voor een periode van drie jaar een bilaterale noodfinanciering van € 110 miljard toegekend, waarvan € 30 miljard werd gedragen door het IMF.

Om besmetting tussen de lidstaten te voorkomen, werd tevens besloten het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) op te zetten, waarvan de financieringsmiddelen in totaal € 500 miljard bedroegen. Die mechanismen werden ingesteld voor een periode van drie jaar om voorwaardelijke financiële bijstand te verlenen aan landen die het moeilijk hebben om zich te financieren.

Het IMF werd er nauw bij betrokken, door een inbreng van € 250 miljard en via zijn medewerking aan de uitwerking van de kredietvoorwaarden en aan de follow-up van de reddingsplannen. Die mechanismen bieden de lidstaten met ernstige financieringsproblemen financiële bijstand en vrijwaren zo de financiële stabiliteit van het eurogebied als geheel. De bijstand is evenwel slechts tijdelijk en wordt enkel toegekend onder strikte aangepaste voorwaarden. Dankzij die steun krijgt de lidstaat in moeilijkheden de nodige tijd om zijn overheidsfinanciën gezond te maken en structurele hervormingen uit te voeren teneinde het concurrentievermogen te herstellen en de basis te leggen voor een duurzame groei, om aldus de macro-economische evenwichtsverstoringen, die de onderliggende oorzaak van zijn financieringsproblemen waren, weg te werken.

Eind oktober 2010 oordeelde de Europese Raad reeds dat een permanent mechanisme diende te worden opgezet om de financiële stabiliteit van het eurogebied als geheel te vrijwaren. Aanvankelijk was bepaald dat dit nieuwe instrument, het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM), vanaf juli 2013 de rol van de EFFS en het EFSM zou overnemen, maar in december 2011 besloten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied de inwerkingtreding ervan te vervroegen. Op 2 februari 2012 werd een herziene versie van het verdrag tot instelling van het ESM door de lidstaten van het eurogebied

ondertekend. Het ratificatieproces liep echter vertraging op, met name omdat bezwaarschriften werden ingediend bij het Duitse Constitutionele Hof, dat pas in september het licht op groen zette. Na ratificatie door alle lidstaten van het eurogebied ging het ESM officieel van start op 8 oktober 2012.

Het ESM beschikt over een kapitaal van € 700 miljard dat door de lidstaten van het eurogebied wordt verschaft. Dat kapitaal bestaat uit € 80 miljard volgestort kapitaal en € 620 miljard niet-volgestort kapitaal. Het ESM kan aldus een effectieve financieringscapaciteit van € 500 miljard bieden. In maart 2012 werd het plafond voor de gezamenlijke kredietverleningscapaciteit van het ESM en de EFFS opgetrokken tot € 700 miljard. Dat bedrag omvat de bijna € 200 miljard aan krediettoezeggingen door de EFFS – die actief blijft voor de bestaande programma's voor Ierland, Portugal en Griekenland – en € 500 miljard die overeenstemt met de nieuwe financieringscapaciteit van het ESM.

Het ESM zal dezelfde activiteiten verrichten als de EFFS. Het kan op strikte voorwaarden stabiliteitssteun verlenen aan zijn leden die af te rekenen hebben met ernstige financieringsmoeilijkheden. Het kan eveneens preventieve financiële bijstand verlenen. Van ESM-leden met een macro-economisch aanpassingsprogramma of een preventief programma kunnen op de primaire markt

TABEL 3 INSTITUTIONELE STRUCTUUR VAN DE EUROPESE STABILITEITSINSTRUMENTEN

	Europees stabiliteitsmechanisme (ESM)	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS)
Wettelijke structuur	Internationale financiële instelling naar internationaal recht	Private onderneming naar Luxemburgs recht
Duur	Permanent	Tijdelijk
Kapitaalstructuur	Maatschappelijk kapitaal van € 700 miljard, bestaande uit € 80 miljard volgestort en € 620 miljard niet-volgestort kapitaal	Gesteund op waarborgen van de lidstaten van het eurogebied voor maximum € 780 miljard
Bijdrage tot kapitaal tegenover waarborgstelsel	Verplichting om bij te dragen tot het volgestort kapitaal niet beïnvloed door de aanvraag om of ontvangst van financiële bijstand	Mogelijkheid voor de lidstaten om 'uit' het waarborgstelsel te 'stappen' wanneer ze om financiële bijstand verzoeken
Maximale kredietverleningscapaciteit	€ 500 miljard	€ 440 miljard
Rechten als crediteurs	Status van bevoorrecht crediteur ⁽¹⁾ (<i>preferred creditor status</i>); alleen lagere rangorde (<i>junior</i>) t.o.v. het IMF	Op voet van gelijkheid met de andere schuldeisers (<i>pari passu</i>)

Bron: ESM.

(1) De Eurogroep besliste evenwel de status van bevoorrecht crediteur niet toe te kennen wat de transfer naar het ESM betreft van de bijstand aan Spanje voor de herkapitalisering van de banken.

overheidsobligaties worden aangekocht. Bovendien kan het ESM ook ingrijpen op de secundaire markt voor overheidsobligaties van zijn leden. Ten slotte kan het financiële bijstand verlenen in de vorm van leningen aan de overheid van een ESM-lid, met het specifieke doel de financiële instellingen te herkapitaliseren. Om de vicieuze cirkel tussen de banken en de overheidssector te doorbreken, verklaarden de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied op 29 juni 2012 dat het ESM, zodra een gemeenschappelijk toezichtmechanisme voor de banken in het eurogebied is ingevoerd, de banken rechtstreeks, en dus niet langer via de overheid, zou kunnen herkapitaliseren. Die mogelijkheid zou echter onderworpen zijn aan passende voorwaarden. In oktober en december 2012 belastte de Europese Raad de Eurogroep ermee het operationeel kader vast te stellen, met inbegrip van de omschrijving van legacy-activa, dat zal dienen om de directe herkapitalisering van de banken te regelen. Dat kader zal de facto het toepassingsgebied afbakenen volgens welk het ESM de herkapitalisering van de banken zal kunnen financieren.

Vanaf 1 maart 2013 zal de financiële bijstand verleend door middel van nieuwe programma's overigens afhankelijk zijn van de ratificatie, door de betrokken lidstaat, van het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en bestuur in de economische en monetaire unie, alsook van de omzetting ervan in de nationale wetgeving binnen de gestelde termijnen.

Het ESM zal dus voorwaardelijke financiële bijstand verlenen volgens modaliteiten die grotendeels vergelijkbaar zijn met die welke door de EFSF worden toegepast. Zoals blijkt uit de bovenstaande tabel, zijn er tussen de twee mechanismen niettemin essentiële verschillen in termen van institutionele structuur.

Follow-up van de economische aanpassingsprogramma's van Griekenland, Ierland en Portugal en van het herkapitaliseringsprogramma voor de Spaanse banksector

Griekenland

De bezorgdheid omtrent de houdbaarheid van de Griekse overheidsfinanciën, die de overheidsschuldencrisis in het eurogebied op gang had gebracht, bleef voedsel geven aan de onrust op de financiële markten. Het werd in de loop van 2011 steeds duidelijker dat Griekenland voor zijn langetermijnfinanciering niet al in 2012, zoals verwacht in het eerste aanpassingsprogramma, opnieuw een beroep zou kunnen doen op de financiële markten, en de speculatie over een eventuele herschikking van de Griekse

overheidsschuld nam dan ook toe. Tegen die achtergrond namen de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied reeds in juli en oktober 2011 een aantal beslissingen inzake een tweede hulpprogramma, terwijl de financiële sector zich bereid verklaarde om een vrijwillige obligatieruil van de Griekse overheidsschuld op te zetten.

Conform die beslissingen, sloot de Eurogroep in februari 2012 met Griekenland een akkoord over de maatregelen die de basis vormen van het tweede economisch aanpassingsprogramma, met als doelstelling het terugbrengen van de Griekse overheidsschuld tot 120,5 % bbp in 2020, een niveau dat als houdbaar werd beschouwd. Tevens bereikte Griekenland met de private sector een akkoord over een vrijwillige obligatieruil (*Private Sector Involvement*, of PSI). Aangezien die maatregelen niet toereikend waren om de voornoemde doelstelling voor de overheidsschuld te halen, besloot de Eurogroep tot extra steun van officiële zijde, onder meer via een additionele retroactieve verlaging van de rente op de bilaterale noodfinanciering van mei 2010. Wat betreft de vrijwillige obligatieruil door de private sector, was de participatiegraad van 95,7 % voldoende om de obligatieruil te laten plaatsvinden. De nominale waarde van de door de private sector aangehouden Griekse overheidsschuld werd afgewaardeerd met 53,5 %. Die afwaardering werd geconcretiseerd door de bestaande schuld voor 31,5 % te ruilen tegen nieuwe overheidsobligaties – met een looptijd van 30 jaar en coupons van 2 tot 4,3 % – en voor 15 % tegen door de EFSF uitgegeven effecten – met een looptijd van maximaal twee jaar. Bovendien werd er voorzien in een vergoeding voor de niet-betaalde vervallen rente en verwierven de private crediteurs eveneens aan het Griekse bbp gekoppelde schuldbewijzen.

Vervolgens keurde de Eurogroep op 14 maart de financiering van het tweede economisch aanpassingsprogramma van Griekenland goed. De financiële bijstand loopt tot 2014 en bedraagt in totaal zowat € 164 miljard. Dat bedrag omvat de bijdrage van de EFSF van € 30 miljard om de PSI-operatie vlot te laten verlopen en een nieuwe noodfinanciering van € 100 miljard, waarover reeds in oktober 2011 een akkoord was bereikt, vermeerderd met de niet-uitgekeerde middelen in het kader van de bilaterale noodfinanciering van mei 2010, die bij de start van het tweede programma werd stopgezet. Van het totale bedrag zal € 144,7 miljard worden verstrekt door de EFSF en de rest door het IMF. Die laatste bijdrage past in het kader van de in maart 2012 met het IMF gesloten overeenkomst uit hoofde van de *Extended Fund Facility*, die een periode van vier jaar bestrijkt en in totaal € 28 miljard belooft. Van deze financiering werd van maart tot juni 2012 € 75,6 miljard toegekend binnen de eerste tranche, waarvan € 74 miljard door de EFSF.

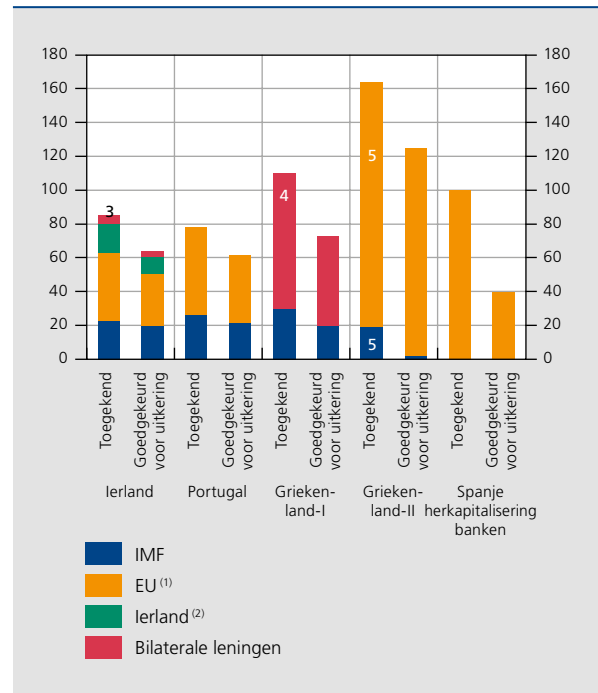
Medio oktober 2012 beëindigde de trojka, dat is het team van deskundigen van de EC, de ECB en het IMF dat belast is met de follow-up van het programma, zijn opdracht die tot doel had de dankzij het economisch aanpassingsprogramma geboekte vooruitgang te evalueren. Die analyse bevestigde dat een herziening van het aanpassingsprogramma noodzakelijk was, gezien de diepere dan verwachte recessie die Griekenland teisterde en de bij de tenuitvoerlegging ervan opgelopen vertraging. Het was meer in het bijzonder duidelijk geworden dat het geplande begrotingstraject en de doelstelling om de overheidsschuld terug te brengen tot zowat 120% bbp in 2020 niet realistisch meer waren. Griekenland heeft verzocht de datum waarop het zijn begrotingsdoelstellingen moet halen met twee jaar uit te stellen. Teneinde de houdbaarheid van de overheidsschuld te verbeteren, zou Griekenland overheidsobligaties die het had uitgegeven terugkopen. Indien die operatie slaagde, zouden de lidstaten van het eurogebied bereid zijn een aantal additionele initiatieven met hetzelfde doel in overweging te nemen.

Griekenland heeft dan ook begin december een operatie tot terugkoop van zijn overheidsobligaties opgezet, waardoor het zijn overheidsschuld met ongeveer € 21 miljard kon verminderen. Op 4 december besloot de Ecofin-Raad Griekenland twee jaar uitstel te verlenen om het in staat te stellen zijn buitensporige overheidstekort weg te werken: het deficit moet pas in 2016, en niet meer in 2014, teruggedrongen zijn onder 3% bbp. Op 13 december betuigde de Eurogroep haar instemming ermee om de tweede tranche van de door de EFSF verleende noodfinanciering, ten belope van € 49,1 miljard, te storten. Een groot gedeelte daarvan is bestemd om de herkapitalisering van de banken en de kosten voor de resolutie ervan te dekken. De volledige uitvoering van het herziene aanpassingsprogramma, de operatie tot terugkoop van de schuld en de initiatieven van de lidstaten van het eurogebied zouden moeten voorkomen dat de Griekse overheidsschuld in 2020 uitkomt boven 124% bbp.

Ierland

Nadat de Ierse regering formeel om internationale bijstand had verzocht, werd in december 2010 een steunpakket tot 2013 goedgekeurd voor een totaal bedrag van € 85 miljard. Dat pakket omvatte met name het beroep op binnenlandse financieringsmiddelen ten belope van € 17,5 miljard, onder meer in de vorm van een door het Iers National Pension Reserve Fund gefinancierde lening, en op internationale steun ten belope van € 67,5 miljard. De herkapitalisering en herstructurering van de Ierse banksector zijn essentiële elementen van

GRAFIEK 27 FINANCIËLE BIJSTAND IN HET EUROGEBIED
(situatie eind 2012, in € miljard)



Bronnen: EC, EFSF, ESM en IMF.

- (1) EFSM, EFSF en ESM. De financiële bijstand voor Spanje werd overgedragen van de EFSF naar het ESM.
- (2) Treasury en National Pension Reserve Fund.
- (3) Bilaterale leningen van het Verenigd Koninkrijk, Denemarken en Zweden.
- (4) Bilaterale leningen van de landen van het eurogebied.
- (5) Met inbegrip van niet-uitgekeerde bedragen onder Griekenland I.

het economisch aanpassingsprogramma. Bij de opeenvolgende evaluaties van het aan de financiële steun verbonden aanpassingsprogramma werd de krachtadige implementatie ervan geconstateerd, waardoor inzake begrotingsconsolidatie en herstructurering van de banksector, alsook op het gebied van groeibevorderende structurele hervormingen, veel vooruitgang kon worden geboekt. De opeenvolgende tranches van de financiering werden uitgekeerd, zodat aan het einde van het derde kwartaal van 2012 zowat € 55 miljard, dat is 81,5% van de totale internationale steun van € 67,5 miljard, was toegewezen. Op de financiële markten begon het vertrouwen opnieuw te stijgen. Zo zette medio 2011 een daling van het rendement op de Ierse overheidsschuld op de secundaire markt in, die in 2012 aanhield. Bovendien kon het Ierse agentschap voor het beheer van de schuld zich in de zomer van 2012 opnieuw, zij het in beperkte mate, op de markten financieren, door de uitgifte, eerst van schatkistcertificaten, en daarna van schuldbewijzen op langere termijn.

Portugal

In mei 2011 verleenden het IMF en de EU Portugal financiële bijstand voor een bedrag van € 78 miljard, lopend tot medio 2014. Volgens de evaluaties van de uitvoering van het aanpassingsprogramma zit het op het goede spoor en werden de hervormingen al met al uitgevoerd zoals gepland. Portugal heeft duidelijk vooruitgang geboekt bij de correctie van zijn macro-economische onevenwichtigheden, in het bijzonder die ten opzichte van het buitenland. Die sneller dan verwachte herbalancering van de Portugese economie naar een meer op de uitvoer gerichte economische bedrijvigheid zette echter extra druk op de overheidsfinanciën, waarop de Portugese regering geacht werd geen greep te hebben. Er werd geconstateerd dat de verlenging met een jaar, tot 2014, van de periode die bepaald was om het begrotingstekort terug te brengen tot onder 3 % bbp, de regering in staat zou stellen nieuwe structurele begrotingsmaatregelen te nemen en tegelijkertijd de economische en sociale kosten op korte termijn van de sanering van de overheidsfinanciën te milderen. Begin oktober 2012 werd dus besloten om de in het akkoord over de aan Portugal verleende financiële bijstand bepaalde begrotingsdoelstellingen te herzien: het overheidstekort zou in 2012 mogen uitkomen op 5 % bbp, in plaats van 4,5 % bbp en in 2013 op 4,5 % bbp in plaats van 3 % bbp. In 2014 zou het tekort echter niet mogen uitkomen boven 2,5 % bbp. Van het totale bedrag aan financiële bijstand van € 78 miljard was eind 2012 reeds € 61,5 miljard, dat is iets minder dan 79 %, uitgekeerd. Nadat het rendement op de overheidsschuld op tien jaar eind januari 2012 een piek had bereikt, volgde er gedurende het hele jaar een geleidelijke daling.

Spanje

In de loop van 2012 deed ook Spanje uiteindelijk een beroep op externe financiële hulp. Die bijstand, welke strikt genomen het proces van herkapitalisering en herstructurering van de Spaanse financiële instellingen beoogt te ondersteunen, verschilde echter sterk van die welke aan de voornoemde landen werd verstrekt. Aanvankelijk werd de zeepbel die in Spanje tot 2008 op de vastgoedmarkt en in de bouwsector tot ontwikkeling was gekomen, gevoed en in de hand gewerkt door de snelle groei van de leningen van de banksector. Nadat die zeepbel was uiteengespat en de economische recessie was ingezet, boekten tal van Spaanse banken in hun balans belangrijke aan vastgoed gerelateerde problematische activa, wat twijfel deed rijzen over de toereikendheid van hun kapitalisatieniveau, in het bijzonder in het geval van de spaarkassen (*cajas*), waardoor het almaar moeilijker werd om zich op de markten te financieren. Als reactie op de steeds kwetsbaarder bankbalansen, greep de Spaanse overheid reeds in 2009

in en voerde een programma in dat de herkapitalisering en herstructurering van de banksector beoogde. Ondanks dat initiatief, diende de regering in mei 2012 opnieuw te reageren door de gedeeltelijke nationalisatie van Bankia ten belope van 45 % van haar kapitaal, wat wantrouwen deed rijzen omtrent andere financiële instellingen en, in het algemeen, over de leefbaarheid van de hele sector. Naast die bezorgdheid, deden de overheidsfinanciën vanaf eind 2011 ook heel wat vrees ontstaan, als gevolg van belangrijke begrotingsontsporingen voor dat jaar en de niet-tijdige goedkeuring van de begroting 2012 eind maart, die nochtans een ambitieus pakket hervormingen inzake begrotingsconsolidatie invoerde. In een klimaat van onduidelijke communicatie vanwege de Spaanse en Europese overheden en van politieke onzekerheid, hebben de markten geleidelijk de hoop opgegeven dat Spanje zijn overheidsfinanciën onder controle zou kunnen houden. In juli werd door de Ecofin-Raad trouwens een termijn van een jaar toegestaan voor de correctie van het buitensporig tekort.

Die context creëerde een negatieve wederzijdse wisselwerking tussen de vrees gerelateerd aan de stabiliteit van de financiële sector, de bezorgdheid omtrent de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en de ongerustheid over de verslechtering van de conjunctuur, zoals bleek uit de sterke stijging van de rente op de Spaanse overheidsschuld sinds maart 2012. Hoewel Spanje nog steeds toegang had tot de markten, hadden zijn financieringskosten niettemin recordniveaus bereikt en was het duidelijk geworden dat een beroep op een voldoende ruime externe financiering om een geloofwaardig vangnet te bieden noodzakelijk was om de leefbaarheid van de Spaanse banksector te herstellen: op 25 juni 2012 diende de regering derhalve een officieel verzoek om bijstand van de EFFS in.

Op 20 juli betuigde de Eurogroep haar instemming met die bijstand, welke gedetailleerd werd in een memorandum van overeenstemming en waaraan voorwaarden verbonden zijn die specifiek betrekking hebben op de financiële sector. Het bedrag aan financiële bijstand, dat rekening houdt met de vereisten inzake eigen vermogen van de betrokken banken en voorziet in een veiligheidsmarge, werd voorlopig bepaald op € 100 miljard. De door de Spaanse regering in juni en september 2012 bij externe bureaus bestelde stresstests, waarbij zowel een top-down als een bottom-up benadering werd gehanteerd, maakten het mogelijk de totale financieringsbehoefte te bepalen en te preciseren. Ze bevonden zich respectievelijk binnen marges van € 51 miljard tot € 62 miljard en van € 54 miljard tot € 59 miljard en werden gedekt door het bepaalde budget. Bovendien moet de financiering worden toegekend in de vorm van leningen, uit te keren

in verschillende tranches, aan het Spaans fonds voor de ordelijke herstructurering van de banken, dat optreedt als agent van de regering en ze vervolgens over de betrokken financiële instellingen zou verdelen. Na onderzoek van de voortgang van het steunprogramma voor Spanje, heeft de Eurogroep op 3 december de beslissing van het ESM om machtiging te verlenen tot de uitbetaling van de eerste tranche van het programma ten belope van € 39,5 miljard verwelkomd. Die eerste middelen waren bestemd voor de hardst getroffen financiële instellingen waarvan de herstructureringsplannen in november door de EC waren goedgekeurd.

Voorts verzocht Cyprus in juni 2012 om financiële bijstand van de Europese noodfondsen en het IMF. Op de afsluitdatum van dit Verslag werd over dat verzoek nog steeds onderhandeld.

Versterking van de economische *governance*

De crisis van het eurogebied toonde onder meer aan dat de institutionele architectuur niet in staat bleek het ontstaan van onevenwichtigheden in sommige landen te voorkomen. De gebeurtenissen noopten de leiders van de EU, en meer bepaald die van de lidstaten van het eurogebied, ertoe de economische *governance* te versterken. Terwijl voorheen de coördinatie vooral betrekking had op het begrotingsbeleid, kreeg zulks nu een algemener karakter. Op basis van een rapport van de taskforce Van Rompuy en de voorstellen van de EC, namen het Europees Parlement en de Raad derhalve in november 2011 een pakket van zes voorstellen aan – vijf verordeningen en één richtlijn – , het zogenoemde ‘sixpack’, dat voornamelijk berust op twee pijlers. De eerste pijler – de begrotingspijler – verstrengt het – in 2005 al herziene – stabiliteits- en groeipact (SGP) teneinde te zorgen voor een strenger toezicht en een betere controle op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. De tweede pijler wil andere economische onevenwichtigheden voorkomen en eventueel corrigeren om het risico te vermijden dat de afwikkeling ervan tot een bruuske verslechtering van de overheidsfinanciën zou leiden en de economische en financiële stabiliteit van het betrokken land, alsook van het gehele eurogebied, in het gedrang zou brengen⁽¹⁾.

Beter toezicht op het begrotingsbeleid

In de loop van het verslagjaar werden de regels en het dwingend karakter van de begrotingspijler verder versterkt. Zo werd het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de Economische en Monetaire Unie (VSCB) in de marge van de Europese Raad van begin maart

ondertekend door de lidstaten van de EU, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië. De keuze voor een internationaal verdrag stelde de verdragsluitende partijen in staat hun economisch beleid intensiever te coördineren, zonder dat daarvoor het langdurige proces van een wijziging van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) moet worden doorlopen. Naast enkele algemene bepalingen betreffende de coördinatie van het economisch beleid en de verbetering van het concurrentievermogen, bevat het VSCB vooral dwingende begrotingsbepalingen, het zogeheten ‘begrotingspact’, die enkel van toepassing zijn op de lidstaten van het eurogebied.

Het begrotingspact herhaalt drie belangrijke bepalingen van het SGP. In de eerste plaats is er de bepaling dat de overheidsbegroting in evenwicht moet zijn of een overschot moet vertonen, een bepaling die in acht wordt genomen als het jaarlijkse structurele begrotingsaldo voldoet aan de in het kader van het SGP bepaalde landenspecifieke middellangetermijndoelstelling. Een structureel tekort van 0,5 % bbp is de benedengrens; die grens wordt opgetrokken tot 1 % bbp bij een overheidsschuld kleiner dan 60 % bbp. Voorts wordt de regel inzake schuldafbouw uit het SGP overgenomen: een overheidsschuld van meer dan 60 % bbp moet elk jaar verminderd worden met gemiddeld een twintigste van het verschil tussen het actuele schuldniveau en 60 % bbp. Ten slotte bevat het de bepalingen van het SGP die de uitzonderlijke omstandigheden vastleggen waarin een afwijking ten opzichte van de doelstellingen wordt toegestaan.

Het begrotingspact verscherpt echter ook de begrotingsbepalingen van het ‘sixpack’. Enerzijds moeten de doelstellingen grondwettelijk of op vergelijkbaar niveau worden vastgelegd, zo niet kan de betrokken lidstaat voor het Hof van Justitie van de EU gedagvaard worden en een boete tot 0,1 % bbp krijgen. Er moet ook snel worden geconvergeerd naar de middellangetermijndoelstelling, op basis van een door de EC te bepalen tijdsschema, en een automatisch correctiemechanisme moet worden geactiveerd bij een aanzienlijke afwijking ervan; de EC heeft de principes ervan op 20 juni van het verslagjaar vastgelegd. Anderzijds verbinden de landen van het eurogebied zich ertoe een aanbeveling van de EC met betrekking tot het bestaan van een buitensporig tekort steeds te aanvaarden, tenzij een gekwalificeerde meerderheid ze verwerpt. Krachtens andere maatregelen zetten landen die in een buitensporigtekortprocedure zitten een budgettair en economisch partnerschapsprogramma op,

(1) De Prest E., H. Geeroms en G. Langenus (2012), ‘Nieuwe ontwikkelingen in de economische *governance* van de Europese Unie’, NBB, Economisch Tijdschrift, juni, p. 103-123.

TABEL 4 OVERZICHT VAN HET NIEUW EU-KADER INZAKE GOVERNANCE

	Sixpack	VSCB ⁽¹⁾	Twopack
Wat?	5 EU-verordeningen en 1 EU-richtlijn	Internationaal verdrag	2 EU-verordeningen (in onderhandeling)
Wie?	EU-lidstaten (met enig onderscheid tussen de landen van het eurogebied en andere)	EU-lidstaten m.u.v. Tsjechië en het Verenigd Koninkrijk, begrotings- en economische bepalingen specifiek van toepassing op de lidstaten van het eurogebied	Lidstaten van het eurogebied
Startdatum	13 december 2011	1 januari 2013	Richtdatum: 2013
Inhoud	<ul style="list-style-type: none"> • Aangescherpt en uitgebreid toezicht begroting (waarvan operationeel schuld criterium) • Minimumvereisten voor de nationale begrotingskaders • Voorkomen en corrigeren van andere macro-economische onevenwichtigheden • Nieuwe, meer automatische besluitvormingsprocedures 	<ul style="list-style-type: none"> • Beperking van het structureel tekort, bij voorkeur ingeschreven in de grondwet; automatisch correctiemechanisme • De landen van het eurogebied zijn in principe verplicht de aanbevelingen van de EU inzake buitensporige tekorten te aanvaarden⁽²⁾ • Rol van het Europees Hof van Justitie • Nauwere coördinatie van het economisch beleid • Topontmoetingen van het eurogebied 	<ul style="list-style-type: none"> • Nog ingrijpender begrotingstoezicht en -coördinatie in het eurogebied • Naleving van de dwingende begrotingsregels van grondwettelijke aard, waarop wordt toegezien door onafhankelijke nationale instellingen • Precies tijdschema voor de jaarlijkse begroting en voorafgaand onderzoek door de EC • Striktere controle voor landen met financiële problemen (automatisch bij het ontvangen van bijstand)

Bron: NBB.

(1) Naar de in het VSCB vervatte begrotingsaangelegenheden wordt vaak verwezen met de term 'begrotingspact'.

(2) De eurolanden verbinden zich ertoe een aanbeveling van de EC met betrekking tot het bestaan van een buitensporig tekort steeds te aanvaarden, tenzij een gekwalificeerde meerderheid deze aanbeveling verwerpt.

waarin de structurele hervormingen worden beschreven die nodig zijn om hun buitensporig tekort effectief en duurzaam te corrigeren. De lidstaten beloven eveneens de uitgifte van de staatsschuld beter te coördineren door een ex-anteverklaring aan de EC en aan de Raad.

Voorts bepaalt het VSCB ook een versterking van de *governance* van het eurogebied, waaronder de geregelde organisatie van een top van het eurogebied. Twaalf landen van het eurogebied, waarvan België geen deel uitmaakt, hebben het verdrag vóór het einde van het verslagjaar geratificeerd; het is op 1 januari 2013 in werking getreden.

Net zoals het VSCB beoogt het 'twopack' de naleving van het SGP voor de landen van het eurogebied te verstrakken via twee verordeningen die op 23 november 2011 door de EC werden voorgesteld.

Het eerste ontwerp van verordening versterkt het preventief gedeelte van het SGP door een meer gedetailleerde

follow-up en een preciezere evaluatie van de ontwerpbegrotingen in te voeren, die de lidstaten van het eurogebied tegen 15 oktober bij de EC zullen moeten indienen, inclusief de onafhankelijke macro-economische groeivoorzichten waarop ze gebaseerd zijn en de gedetailleerde doelstellingen per deelsector. Bij ernstige tekortkomingen kan de EC om een herziening van de ontwerpbegroting verzoeken. Zo nodig zal ze een advies uitbrengen, dat zal worden gepubliceerd, door de Eurogroep zal worden besproken en, op verzoek, aan het betrokken parlement zal worden voorgelegd. De lidstaten zullen ook over cijfermatige begrotingsregels moeten beschikken die hun middellangetermijndoelstellingen concreetiseren en bij voorkeur in de grondwet verankerd zijn. Een onafhankelijke begrotingsraad of -orgaan zal moeten zorgen voor de follow-up van de toepassing van die regels. Op die manier zullen de soortgelijke maatregelen van het VSCB worden omgezet in Europese wetgeving. De lidstaten met een buitensporig tekort zullen nog nauwer worden gevolgd, met name dankzij de reporting aan de EC en aan het Economisch en Financieel Comité inzake de uitvoering van de begroting

in de loop van het jaar en de weerslag van de discretionaire maatregelen op de begroting. Indien het gevaar bestaat dat een lidstaat zijn verplichtingen in het kader van de op hem toepasselijke buitensporigtekortprocedure niet nakomt, kan de EC extra maatregelen aanbevelen en die openbaar maken.

Het tweede ontwerp van verordening zet in feite de huidige aanpak van de 'programmalanden' – dat zijn de landen die financiële bijstand krijgen – om in secundair recht. Dat impliceert met name verscherpt toezicht door de EC en de ECB en technische bijstand, met dien verstande dat ook andere landen van het eurogebied die met ernstige problemen inzake financiële stabiliteit af te rekenen hebben daaraan kunnen worden onderworpen.

Die twee ontwerpverordeningen werden op 13 juli in hoge mate geamendeerd door het Europees Parlement, dat het dwingend karakter ervan wou consolideren en de rol van de EC en van de Europese parlementaire vergadering wou versterken. Het parlement vroeg met name om het toepassingsgebied van het eerste ontwerp van verordening te verruimen tot het ganse economische beleid. Hoewel de Europese Raad van 18 en 19 oktober aandrang op een akkoord tegen eind 2012, was de discussie bij de afsluiting van dit Jaarverslag nog aan de gang in de 'trialoog' (de Raad, het Europees Parlement en de EC).

Betere coördinatie van het economisch beleid

Vanuit het oogpunt van het economisch beleid heeft het Europees semester, dat voor het eerst werd toegepast in 2011, sinds de inwerkingtreding van het 'sixpack' aan belang gewonnen. Het beoogt een nauwere coördinatie en een duurzame convergentie van de economieën. Het integreert, enerzijds, het Europees toezicht op het structureel economisch beleid, op basis van de globale richtsnoeren voor het economische beleid en de richtsnoeren inzake werkgelegenheid, en, anderzijds, het toezicht op het macro-economisch beleid, meer bepaald inzake overheidsfinanciën, krachtens het versterkte SGP, alsook inzake de preventie en de correctie van de macro-economische onevenwichtigheden.

De door de Europese lentetop goedgekeurde jaarlijkse groeianalyse (*Annual Growth Survey*) bepaalt de economische uitdagingen van de EU en de beleidsprioriteiten. De lidstaten moeten derhalve in de loop van de maand april zowel hun stabiliteits- of convergentieprogramma's als hun nationale hervormingsprogramma's voorleggen aan de EC en de Raad. Dat onderzoek mondt uit in een aantal aanbevelingen voor elke lidstaat en voor het eurogebied als geheel, die rond eind juni door de

staatschouwen en regeringsleiders worden bekrachtigd en nadien worden goedgekeurd door de Raad, waarbij het Europees semester wordt afgesloten.

Als een lidstaat geen rekening houdt met de tot hem gerichte aanbevelingen, kan zulks, krachtens de regels van het 'sixpack', leiden tot nieuwe aanbevelingen en een waarschuwing of zelfs sancties. Het 'sixpack' maakt het evenwel ook mogelijk aanbevelingen te formuleren buiten het tijdsschema van het Europees semester. Het belang van de in het kader van het Europees semester geformuleerde aanbevelingen werd nogmaals beklemtoond tijdens de Europese top van 29 juni 2012, waarop besloten werd de via de EFSF/het ESM toegekende financiële steun afhankelijk te maken van het naleven ervan.

De wetgevende initiatieven van de laatste twee jaar zijn de meest verreikende sinds de invoering van de euro. Het 'twopack' vult het 'sixpack' verder aan en het Europees semester is een belangrijke stap in de goede richting omdat het zich op logischer en meer coherente aanbevelingen richt. De *peer pressure* om de aanbevelingen te aanvaarden, wordt eveneens opgedreven door de Raad, die het principe hanteert de aanbevelingen en voorstellen van de EC te volgen of zijn standpunt publiekelijk toe te lichten (principe van *comply or explain*). De keuze ervan is anderzijds niet altijd duidelijk en er is een gebrek aan prioriteiten; de doelstellingen zijn soms ook te vaag. Bij het formuleren van de aanbevelingen wordt onvoldoende rekening gehouden met eventuele besmettingseffecten tussen de lidstaten van het eurogebied en er is te weinig differentiëring tussen hen. Zo werden twaalf lidstaten eind mei 2012 aan een diepgaand onderzoek onderworpen overeenkomstig de Procedure bij Macro-economische Onevenwichtigheden, hoewel ze totaal verschillende resultaten vertoonden volgens de indicatoren van het 'scorebord' en er uiteindelijk in geen enkel land een onevenwichtigheid buitensporig werd genoemd, terwijl de kwetsbaarheid van Cyprus en Spanje in de loop van het jaar nochtans duidelijk was geworden.

2.3 Aanpassing van de Europese instellingen

Hoewel de in de afgelopen twee jaar genomen wetgevende initiatieven een belangrijke vooruitgang betekenen, vereisen de interdependenties tussen de financiële, reële en budgettaire sferen de toepassing van aanvullende maatregelen teneinde het proces naar een meer geïntegreerde economische en monetaire unie voort te zetten. In dat opzicht heeft voorzitter Herman Van Rompuy op de Europese Raad van 13 en 14 december 2012 zijn eindrapport voorgesteld met als titel 'Naar een echte economische

en monetaire unie'. Tot slot hebben de staatshoofden en regeringsleiders, naast een planning, ook de fundamenteen van de voltooiing van de EMU vastgelegd.

De staatshoofden en regeringsleiders hebben besloten door te gaan met de invoering van een geïntegreerd financieel kader, ook 'bankenunie' genoemd. Dit omvat het gemeenschappelijk toezichtmechanisme op de kredietinstellingen waarover de leden van de Raad tijdens hun vergadering op 12 december 2012 een akkoord bereikten, alsook het door de financiële sector gefinancierde gemeenschappelijk mechanisme voor de afwikkeling van banken. Daarnaast kreeg de voorzitter van de Europese Raad de opdracht om tegen medio 2013 eventuele maatregelen en een roadmap voor te stellen teneinde tot een meer doorgedreven coördinatie van het economisch beleid te komen. Het belangrijkste instrument dat daarvoor ter beschikking staat, is het afsluiten van 'contracten voor concurrentievermogen en groei' tussen de lidstaten en de instellingen van de EU op basis van financiële solidariteitsmechanismen. De democratische legitimiteit zou moeten worden versterkt door een diepgaandere betrokkenheid van het Europees parlement en de nationale parlementen die beter zullen kunnen samenwerken om een geïntegreerd economisch en begrotingsbeleid uit te werken.

Invoering van een gemeenschappelijk banktoezichtmechanisme in Europa

In de loop van het verslagjaar hebben de besprekingen een concrete wending genomen, voornamelijk wat het banktoezicht betreft. De overheidsschuldencrisis in het eurogebied heeft de nauwe verbondenheid tussen de overheids- en de bankensector onderstreept. In een monetaire unie kunnen de broosheden van het bankwezen bij gebrek aan een Europees vangnet immers sneller een ongunstige invloed hebben op de overheidsfinanciën van de lidstaten. Een dergelijk vangnet is ondenkbaar zonder een gemeenschappelijk toezicht. Omgekeerd kunnen de begrotingsproblemen van een lidstaat de financiële toestand van de binnenlandse kredietinstellingen ernstig beïnvloeden. Zoals in het Verslag 2011 wordt uitgelegd, werden sinds het uitbreken van de financiële crisis reeds tal van maatregelen en hervormingen goedgekeurd om het financieel stelsel van het eurogebied duurzaam te versterken. Zo worden momenteel de prudentiële regels aanzienlijk verstrakt, meer bepaald door de omzetting van de Basel III-akkoorden op Europees niveau (CRD IV).

Naast deze hervormingen met als doel het financieel systeem veerkrachtiger te maken, werd de coördinatie tussen de toezichthouders op Europees niveau versterkt en werd onder meer met de oprichting van het Europees Systeem voor financieel toezicht (ESFS) op 1 januari 2011 een nieuw institutioneel kader ingevoerd. Dit ESFS bestaat uit het Europees Comité voor systeemrisico's (ECSR) – het Europees orgaan voor macroprudentieel toezicht – en de Europese toezichthoudende autoriteiten (ETAs), die belast zijn met het verbeteren van het microprudentieel toezicht in Europa in de drie sectoren van de banken, de verzekeringen en de effectenmarkten.

De omvang en de duur van de huidige overheids-schuldencrisis hebben aangetoond dat die maatregelen evenwel ontoereikend waren. Teneinde de crisis op te lossen en de euro in stand te houden, was het dus van fundamenteel belang het verband tussen de overheids-schulden en de bancaire schulden te verbreken. In die context besloot de Raad van de EU op de eurotop van 29 juni 2012 een gemeenschappelijk toezichtmechanisme in te voeren bestaande uit de ECB en de bevoegde nationale autoriteiten. Tijdens die top bereikten de staatshoofden en regeringsleiders eveneens een akkoord over de rechtstreekse interventiemogelijkheden van het ESM bij de onder het stelsel van het gemeenschappelijk toezicht vallende Europese banken. Dankzij het nieuwe toezichtmechanisme zou ook de fragmentering van de markten moeten kunnen worden teruggedrongen. Daarnaast moet het mechanisme de uniforme en coherente toepassing van de prudentiële regels en toezicht-technieken bij alle kredietinstellingen garanderen met als doel het vertrouwen van het publiek in het systeem te verhogen en het *level playing field* tussen de instellingen te verzekeren.

In die zin vormt de invoering van een gemeenschappelijk toezichtmechanisme een belangrijke stap in de verdere opbouw van de economische en monetaire unie. Op basis van een ontwerptekst van de EC van 12 september 2012 zijn de staatshoofden en regeringsleiders op de recente top van december tot een akkoord gekomen over een voorstel tot verordening dat het reglementair kader van dit mechanisme vastlegt. De verordening wordt begin 2013 van kracht en het gemeenschappelijk banktoezichtmechanisme treedt op 1 maart 2014 of een jaar na de goedkeuring van de verordening in werking. De bepalingen ervan staan nader toegelicht in deel II.A.2, in het gedeelte 'Financiële stabiliteit en prudentieel toezicht' van dit Verslag.

Het gemeenschappelijk toezichtmechanisme zal belast zijn met het toezicht op alle kredietinstellingen van het eurogebied, dat zijn er meer dan 6 000⁽¹⁾. Het akkoord

(1) Volgens een door de ECB opgemaakte inventarisering gaat het in feite om 4 194 kredietinstellingen, ongerekend die welke zijn opgenomen in de geconsolideerde staat van hun moedermaatschappij.

voorziet eveneens dat de landen die geen lid zijn van het eurogebied tot dit mechanisme kunnen toetreden.

De nieuwe verantwoordelijkheden van de ECB zullen steunen op de medewerking, expertise en kennis van de nationale toezichthouders. De nationale autoriteiten zullen in eerste instantie rechtstreeks bevoegd blijven voor het toezicht op de instellingen van een kleinere omvang.

De door de ECB verrichte toezichthoudende taken zullen onder meer de beslissingen omvatten betreffende de toekenning en intrekking van bankvergunningen, de uitvoering van de stresstests en het toezicht op de financiële conglomeraten. De ECB zal eveneens moeten toezien op de naleving van de door de Europese akten uitgevaardigde prudentiële regels en op de toereikendheid van het intern kapitaal van een kredietinstelling ten opzichte van haar risicoprofiel. Ze zal ook sancties kunnen opleggen aan instellingen die niet voldoen aan de prudentiële vereisten en zal meewerken aan het opstellen van herstelplannen wanneer een instelling de prudentiële minimumregels niet langer naleeft of het gevaar loopt die niet langer na te leven. Teneinde haar nieuwe verantwoordelijkheden te kunnen uitoefenen, zal de ECB over alle voor haar noodzakelijke informatie kunnen beschikken en zal ze meer bepaald inspecties binnen de financiële instellingen kunnen uitvoeren.

Er zal een scheiding tussen het monetair beleid en het financieel toezicht worden gehanteerd. Deze nieuwe taak wijzigt bijgevolg geenszins haar hoofdopdracht, te weten het handhaven van de prijsstabiliteit.

Deze bevoegdheidsoverdracht maakt het opstellen van een *single rulebook* des te belangrijker. De Europese Bankautoriteit (EBA) blijft de ter zake bevoegde autoriteit. Tussen deze instelling en de ECB moet een nauwe samenwerking tot stand komen. Voorts hebben de staatshoofden en regeringsleiders de door de EC voorgestelde wijziging in het regelsysteem van de EBA goedgekeurd tot wijziging van de stemprocedures binnen deze instelling, waarbij het evenwicht tussen de lidstaten en de niet-lidstaten van het gemeenschappelijk toezichtmechanisme in acht wordt genomen.

De tekst bepaalt ook dat de ECB, samen met de nationale autoriteiten, zal instaan voor de invoering van bepaalde in de Europese akten voorziene macroprudentiële instrumenten. Het betreft met name de contracyclische buffer, de systemische buffer of ook de specifieke kapitaalvereisten voor de kredieten met betrekking tot

de vastgoedsector. Teneinde een coherent en optimaal macroprudentieel beleid te garanderen, zullen de lidstaten op uiteenlopende wijze gebruik kunnen maken van deze instrumenten naargelang van de macro-economische omstandigheden en de specifieke risico's. De overige instrumenten zoals met name de ratio's *loan-to-value* of *debt-to-income* blijven tot de bevoegdheden van de nationale autoriteiten behoren. Een zeer nauwe samenwerking tussen de bevoegde nationale autoriteiten en de ECB wordt onontbeerlijk, des te meer door het feit dat, bij gebrek aan een begrotingsunie, de lidstaten in zeer hoge mate de financiële gevolgen van een systeemcrisis dragen. Zoals uitgelegd in het deel van het Verslag betreffende het prudentieel beleid wordt in België momenteel nagedacht over de totstandbrenging van een institutioneel kader voor de coördinatie van het macroprudentieel beleid op nationaal niveau.

De oprichting van een bankenunie vormt een cruciale stap in de verdere Europese opbouw. Voor deze oprichting moeten evenwel andere fundamentele elementen worden ingevoerd. Het gemeenschappelijk toezichtmechanisme kan immers pas coherent en optimaal werken indien eveneens een gemeenschappelijke resolutieautoriteit en een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel worden ingevoerd. In het kader van een gemeenschappelijk banktoezicht en gelet op het belang van de grensoverschrijdende groepen in Europa zou het gebrek aan een gecentraliseerde resolutieautoriteit het vertrouwen opnieuw kunnen destabiliseren en het verband tussen de bancaire schulden en de overheidsschulden kunnen verstevigen. In tijden van crisis is het van cruciaal belang snel en geloofwaardig te kunnen handelen. In die omstandigheden zou een gecentraliseerde autoriteit doeltreffender zijn dan een groot aantal nationale autoriteiten. Een dergelijk mechanisme zou de negatieve externaliteiten moeten kunnen beperken die het gevolg zijn van individuele nationale acties zoals die bij de afwikkeling van grote grensoverschrijdende Europese groepen tijdens de financiële crisis werden vastgesteld. Tegen die achtergrond hebben de staatshoofden en regeringsleiders de EC gevraagd om in de loop van 2013 een voorstel tot wetgeving ter zake te formuleren en de besprekingen op te voeren over het voorstel tot richtlijn van de EC betreffende de oprichting van een kader voor het herstel en de afwikkeling van de faillissementen van kredietinstellingen en investeringsbedrijven en dat over het depositogarantiestelsel, teneinde vóór juni 2013 een akkoord te bereiken. Hierbij rijst overigens de vraag naar de mutualisering van de financiële last van dergelijke acties.